



Stratégie d'investissement

Octobre 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 Marchés 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 Investissement ESG Actions : Des performances supérieures durables

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Conjoncture plus indécise en 2019
- Nouveaux risques de politiques monétaires et de contraction de la liquidité
- Attention à l'évolution des profits en 2019 et aux PE
- Perspectives financières plus incertaines pour 2019
- Les risques se multiplient et l'incertitude progresse à nouveau

La relance conjoncturelle annoncée au 2ème trimestre s'est avérée particulièrement robuste aux Etats-Unis et a dépassé les attentes des plus optimistes. Avec une croissance de +4.2% du PIB, l'économie américaine n'a donc pas déçu et s'est engagée sur un chemin de croissance qui pourrait bien atteindre +3.5% sur l'ensemble de l'année. Si les développements économiques ont été impressionnants aux Etats-Unis, la tendance s'est au contraire affaiblie en zone euro, dont le PIB n'a avancé que de +2.1%. La crise italienne et celle des marchés émergents semblent avoir affecté plus nettement l'économie européenne, mais ce sont sans aucun doute les menaces du président Trump qui ont pesé le plus sur sa performance. Il a, en effet, été bien difficile pour les industriels et les ménages allemands de ne pas s'inquiéter des menaces proférées. La confiance a ainsi marqué le pas en Allemagne avant tout, mais aussi dans l'ensemble de l'UE. Ainsi, le Brexit n'est plus la source d'incertitude principale, sauf évidemment pour le Royaume-Uni qui reste dans l'impasse des négociations à six mois de la date butoir. Les risques inflationnistes semblaient diminuer et repousser encore les prochaines hausses de taux, le 3ème trimestre s'est ainsi bouclé sur un optimisme suffisant pour permettre aux marchés financiers de reprendre une tendance haussière et d'atteindre de nouveaux sommets aux Etats-Unis. Pourtant la fin du trimestre a apporté quelques signes d'inquiétude. Tout d'abord, les tensions commerciales ont franchi un nouveau cap avec l'élargissement à 200 milliards de nouvelles importations chinoises taxées, mais le président américain s'apprête ensuite à mettre en œuvre la dernière étape de son projet d'augmentation des droits de douane sur 250 milliards supplémentaires, pour finalement taxer la totalité des importations en provenance de Chine, sans doute en début 2019. Si l'introduction de nouveaux tarifs douaniers ne semblait initialement pas pouvoir affecter les fondamentaux américains, il en va désormais autrement d'une imposition de 25% sur 550 milliards d'importations. Outre les impacts potentiels sur l'inflation, les bénéfices des sociétés américaines pourraient aussi être touchés. On estime aujourd'hui que la croissance des profits devrait ralentir de +20% en 2018 à moins de +10% en 2019, mais ce contexte pourrait avoir sensiblement réduit ces prévisions. Une autre source de préoccupation croissante tient, désormais, dans l'appréciation de la politique monétaire menée aux Etats-Unis. Si, jusqu'à présent, on pouvait raisonnablement estimer que celle-ci restait « accommodante », les dernières déclarations du président Powell peuvent laisser craindre un chemin de normalisation des taux directeurs plus pentu et « restrictif ». La réaction des marchés obligataires a été nette au passage du trimestre, avec des taux longs bondissant de 30 pdb en direction de notre objectif de 3.5% à dix ans. La corrélation des marchés de taux s'est à nouveau vérifiée dans ce contexte, les taux européens et suisses ont également avancé. La hausse des taux longs du Trésor US pourrait bien sonner le glas du High Yield. Désormais, le rendement du cash atteint 3% à douze mois, de quoi commencer à faire un peu de concurrence aux autres actifs risqués également. Cependant, les perspectives économiques pour la fin de l'année ne devraient pas encore être affectées par les facteurs d'incertitude évoqués, mais on peut s'interroger de leurs effets en 2019. D'autre part, si la liquidité mondiale est restée élevée en 2018, il faut craindre malgré tout que ce facteur vienne troubler les perspectives à brève échéance. En effet, la Fed a

réduit son bilan en retirant 30 milliards de dollars de liquidités par mois en 2018 et la BCE s'apprête à stopper ses injections monétaires à fin décembre. Une nouvelle hausse de taux directeurs aux Etats-Unis avant la fin de l'année et deux autres hausses annoncées pour 2019 pourraient bien commencer à inquiéter les investisseurs. En ce qui concerne l'évolution des profits des entreprises, le marché américain verra une diminution nette du taux de croissance des bénéfices des sociétés, après les effets positifs très importants dus aux changements de règles fiscales. Il sera plus difficile en 2019 de surprendre positivement les analystes, au moment où nous estimons probable de voir un tassement logique dans l'évolution des « Price Earnings ratios » aux Etats-Unis dans un environnement de hausse de taux. Il est pourtant probablement encore trop tôt pour affirmer que ces sources d'inquiétudes affecteront l'évolution de l'économie mondiale de manière significative dans les prochains mois. Cependant, il faut relever dans le contexte actuel que la psychologie des investisseurs est une variable essentielle dans l'évolution des bourses et que l'optimisme présent au 3ème trimestre pourrait rapidement faire place à la prudence. Le marché américain a particulièrement bien profité d'un climat boursier positif, porté par la certitude que la Fed ne menacerait pas la croissance et que les profits s'envoleraient en 2018. La prime de valorisation, par rapport aux actions européennes, de 25% ne devrait cependant pas résister à l'année 2019. Elle devrait être relativement plus favorable à la zone euro, dans un environnement de croissance des profits similaire désormais dans les deux zones économiques. Les valeurs de la technologie américaine ont réagi plus brutalement et négativement à la poussée des taux longs que d'autres secteurs au cours des derniers jours, mais le phénomène de « réajustement » des perspectives touche l'ensemble des secteurs et marchés, dans une nouvelle poussée des corrélations positives à court terme. Le segment obligataire américain nous semble être le moins risqué, notamment après la revalorisation déjà bien engagée. Les risques obligataires sont centrés sur la zone euro et sur les marchés à hauts rendements, dont les primes de risque ont fondu et dont les niveaux relatifs ne sont plus attractifs, en regard des rendements désormais accessibles sur la dette gouvernementale américaine. Le dollar devrait continuer de profiter de cet environnement en fin d'année, mais les perspectives de remontée de taux en zone euro, si elles peuvent s'appuyer sur une relance conjoncturelle sérieuse, devraient mettre un certain frein à la faiblesse de la devise européenne.



Alain Freymond
Associé
CIO BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- Risques conjoncturels limités au 4ème trimestre
- La politique monétaire américaine est encore en phase de normalisation
- Relance du cycle haussier des taux d'intérêt
- Les risques de « guerre commerciale » s'accroissent
- Affaiblissement des perspectives de rendement

Risques conjoncturels limités au 4ème trimestre

La vigueur de l'économie américaine au 2ème trimestre (+4.2%) devrait être suivie par un 3ème trimestre solide (+3.5%) et par une fin d'année sans doute en décélération, mais toujours robuste et proche de +3.5%. La zone euro a marqué un certain affaiblissement de sa dynamique, mais nous estimons qu'elle maintiendra sa croissance actuelle de +2 à +2.5% en fin d'année. La consommation restera un facteur de soutien essentiel dans ces deux zones géographiques. Le Japon a réalisé l'un de ses meilleurs trimestres sur le plan économique au T2 (+3%), mais l'économie japonaise n'a, à notre avis, que peu de chances de maintenir ce rythme en fin d'année. Ainsi, les principales économies développées devraient terminer l'année sur de bons résultats économiques, ce qui pourrait permettre une expansion de l'économie mondiale proche de +4%, comme nous l'avions estimé en début d'année. D'autant plus que la crise des marchés émergents ne doit pas occulter les bons résultats économiques obtenus par la Chine (+6.6%) et l'Inde (+8.2%), qui ne montrent pas de signes nets de ralentissement et qui apporteront une contribution essentielle à la dynamique économique mondiale en 2018. Dans notre pays, un cercle vertueux semble s'être mis en place qui permet à notre économie de réaliser d'excellentes performances, à l'image de celle réalisée au T2 de +3.4%, et qui devrait rester proche de +3% sur l'ensemble de l'année. Au Royaume-Uni, le Brexit continue d'être la première préoccupation des politiques et de la population. En l'absence de visibilité et d'une solution acceptable, la très grande majorité des agents économiques privilégie la prudence, laquelle se reflète dans l'évolution du PIB, dont la croissance a régulièrement décliné. La croissance du PIB mondial devrait ralentir en fin d'année, mais les risques conjoncturels sont limités.

La politique monétaire américaine est encore en phase de normalisation

Après deux années de stabilisation du bilan de la Réserve fédérale, celle-ci a entrepris une nouvelle étape dans son processus de normalisation de politique monétaire, en réduisant d'environ 30 milliards par mois en 2018 la taille de son bilan. Ce devrait être près de 400 milliards de dollars qui auront été retirés de l'économie américaine à la fin 2018, pendant que les taux directeurs subissaient trois hausses de 0.25%. Nous avons soutenu jusqu'à présent que la Fed ne ferait pas dérailler l'économie US et qu'elle serait particulièrement attentive au rythme de hausse de ses taux directeurs. Les derniers commentaires du président Powell ont pourtant laissé craindre que, malgré une rhétorique bien maîtrisée soulignant le caractère mesuré de la politique menée, les hausses évoquées pour la fin de l'année et pour 2019 puissent être, en fait, renforcées pour tenir compte de la robustesse actuelle de l'économie américaine. Si la politique américaine n'est plus accommodante, selon les commentaires de la Banque centrale, elle est donc peut-être en passe de ne plus être sur le chemin d'une simple normalisation. Les trois prochaines hausses porteront les taux à 3% en 2019, alors que les risques de guerre commerciale subsistent et que les perspectives économiques pour 2019 font état, aujourd'hui, d'un ralentissement probable en dessous du seuil de +3% de croissance du PIB. Le niveau d'inflation n'est certes pas encore très largement supérieur

aux objectifs de la Fed, mais le CPI de +2.7%, s'il devait se confirmer, pourrait engager l'institution sur une voie plus agressive. La hausse des rendements du Trésor au-dessus de 3% à dix ans indique aussi le changement de perception des risques. Nous estimons que, pour la fin de l'année, la politique monétaire est encore en phase de normalisation. Mais nous restons attentifs à toute évolution contraire qui pourrait intervenir en début d'année 2019.

Relance du cycle haussier des taux d'intérêt

Les statistiques économiques récentes pointent toujours vers une dynamique économique solide au 3ème trimestre qui soutient la relance actuelle du cycle haussier des taux d'intérêt. Le ralentissement probable attendu en fin d'année pourrait, toutefois, affaiblir quelque peu cette tendance avant que d'autres facteurs ne viennent à nouveau soutenir un mouvement haussier. Aux Etats-Unis, nous attendions une accélération de la croissance et une normalisation concomitante des taux longs avec un objectif de 3.5% à dix ans. Le mouvement récent des dernières semaines de 2.8% à 3.2%, après une longue période de stabilisation des rendements à long terme, devrait certainement se poursuivre au cours du trimestre. En zone euro, l'affaiblissement conjoncturel avait permis aux rendements en euro de se détendre pendant l'été, avant de rebondir nettement en septembre. La conjoncture européenne reste pourtant soutenue et croît à un rythme satisfaisant de +2.1%, lequel pourrait justifier également un rendement des obligations gouvernementales supérieur. L'action de la BCE est restée déterminante en 2018, pour maintenir un coût de financement proche de zéro, grâce à ses injections de liquidités de 30 milliards d'euros par mois. La réduction du programme d'achat, à 15 milliards pour le dernier trimestre et à zéro ensuite, ne manquera pas de provoquer un ajustement sur les taux européens. Il faudra peut-être attendre 2019 pour qu'une véritable relance haussière se mette en place, mais nous estimons que le cycle haussier a désormais un plus grand chemin à faire en zone euro qu'aux Etats-Unis. La Suisse n'échappera pas à la tendance, mais la hausse des taux devrait y être freinée par les taux courts toujours fixés à -0.75%.

Les risques de « guerre commerciale » s'accroissent

Le président Trump avait tout d'abord déclenché les hostilités, en début d'année, sur un front spécifique et en limitant son champ d'action aux importations d'acier et d'aluminium. Cette première salve était considérée par la très grande majorité des observateurs comme une erreur politique, sans grands bénéfices attendus, mais surtout sans risques majeurs pour le développement du commerce mondial, puisqu'elle ne concernait qu'environ 50 milliards d'importations. Depuis cette première étape, le président américain en a franchi une seconde plus importante, en décidant de taxer près de 200 autres milliards d'importations de Chine. Ces importations concerneront un peu plus directement le consommateur américain, sous la forme probable de hausses de prix à la consommation, ou les entreprises américaines, sous la forme de baisse de profits, si celles-ci ne parviennent pas à passer leurs hausses de coûts aux consommateurs. Depuis lors, les risques économiques de la guerre commerciale qui s'est engagée sur une voie plus sérieuse pourraient encore augmenter si le président

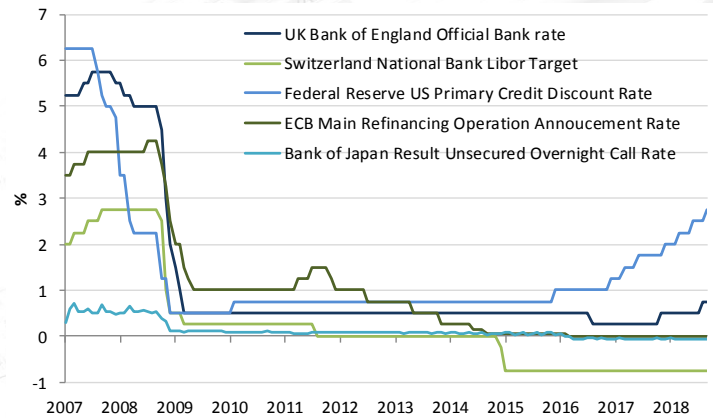
américain décidait, sans doute dans quelques mois, d'élargir la hausse de tarifs douaniers à la totalité des importations de Chine. Les industriels américains témoignent de leurs inquiétudes et, notamment, celles qui souffriront également des mesures de rétorsions prises par la Chine. Aujourd'hui, il semble de plus en plus probable que la guerre commerciale avec la Chine passe prochainement par cette dernière étape. Les risques pour le commerce mondial ne sont pas à l'horizon du 4ème trimestre mais, à notre avis, plutôt pour l'ensemble de l'année 2019. Le FMI s'en est aussi inquiété et a réduit, de son côté, les perspectives de croissance en 2019. Nous estimons que trois types de risques doivent être pris en considération dans cette éventualité. Ce sont les risques d'affaiblissement de la croissance, de relance de l'inflation et de baisse des profits des entreprises.

Affaiblissement des perspectives de rendement

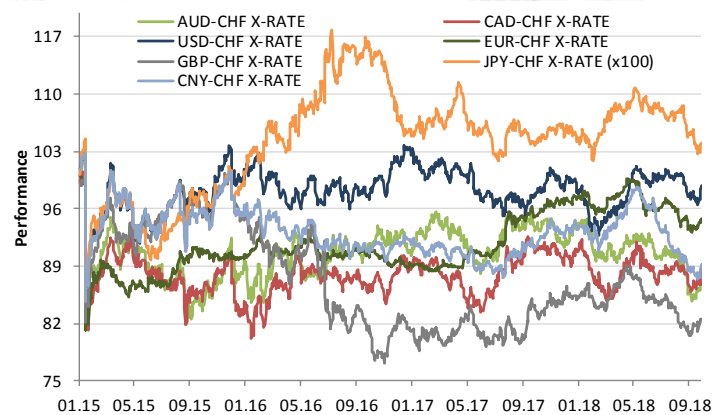
Le contexte économique de cette fin d'année est positif et ne devrait donc pas être la source d'incertitude majeure pour l'évolution des actifs financiers à court terme. Nous n'anticipons pas de risque de récession ou de fort ralentissement conjoncturel, même à l'aune des risques d'une intensification de la guerre commerciale évoquée plus haut. Cependant, nous estimons que les perspectives de rendement ou les opportunités de placement sont un peu plus faibles pour la plupart des types d'actifs. En ce qui concerne le marché obligataire, les risques de remontée de taux d'intérêt sont plus évidents et surtout plus imminents. Ils affectent donc désormais plus nettement les perspectives à court terme qu'il y a quelques mois, lorsque les achats de la BCE, par exemple, permettaient de repousser à 2019 les risques d'ajustement des taux longs en zone euro. Par ailleurs, les marchés obligataires périphériques, qui avaient profités du repositionnement d'investisseurs en quête de rendement ces dernières années, nous semblent aujourd'hui être particulièrement risqués. La prime de risque du High Yield, en particulier, est proche de celle qui prévalait au plus fort degré d'optimisme de l'année 2007 avant l'émergence de la crise financière. Le High Yield américain semble étonnamment indifférent à la hausse des rendements du Trésor américain. Celui-ci devrait souffrir d'un probable repositionnement des investisseurs sur les actifs sans risques ou peu risqués, après la hausse du rendement du Trésor US à dix ans au-dessus de 3.2% par exemple. En ce qui concerne les marchés actions, le « bull market » entre dans sa dixième année et enregistre désormais l'une des plus fortes performances des précédentes décennies. Aux Etats-Unis, la progression des indices actions est désormais la plus importante de toutes les périodes historiques pendant lesquelles la Fed a procédé à une remontée de ses taux directeurs. La hausse du Nasdaq et des valeurs du numérique correspond désormais aux performances des « bull markets » les plus forts observés au cours des précédentes décennies, à plus de +600%. Les mesures de valorisation pour ce segment de marché, mais plus généralement pour les marchés actions, telles que les PE, ont profité d'une phase d'expansion pendant la baisse des taux d'intérêt. La relance du cycle des taux devrait mettre un terme à cette phase et, peut-être, provoquer un début de contraction des PE. Globalement, les profits des entreprises sont attendus en hausse d'environ +10% pour 2019, ce qui devrait soutenir une poursuite probable de la tendance positive pour les marchés actions. Mais les risques s'accroissent aussi pour les marges des entreprises, lesquelles devraient souffrir des hausses de salaires qui pourraient devoir être, consenties en raison d'un marché de l'emploi de plus en plus tendu. La relance du cycle de taux d'intérêt ne devrait pas être suffisante 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 les placements dans l'immobilier, mais les perspectives de plus-values se réduisent et la performance espérée pourrait se limiter au rendement direct. 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. En ce qui concerne les matières premières, l'ajustement des paramètres de l'offre et de la demande joue la plupart du temps en faveur d'une évolution positive des prix pour les prochains trimestres. La hausse du pétrole annoncée pour 2018 se stabilise temporairement au-dessus de 70\$ le baril avant de poursuivre sa progression. Les métaux industriels ont été affectés de manière excessive par l'évolution des tensions commerciales et les risques de ralentissement chinois. Les corrections de cours constituent une opportunité d'investissement. En ce qui concerne les métaux précieux, un retour d'anticipations inflationnistes est un facteur indispensable au changement de perspectives en faveur de l'or et de l'argent.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

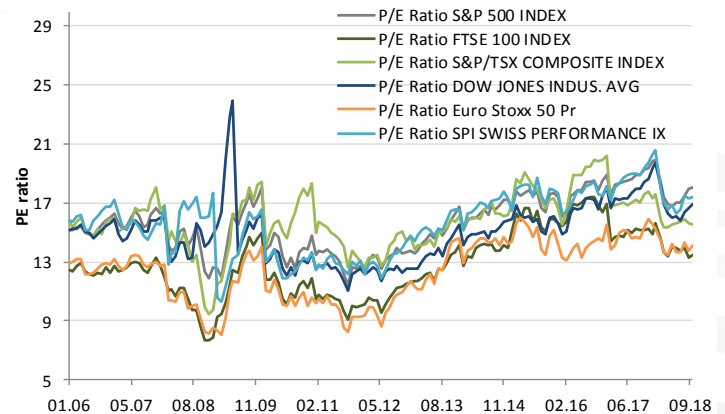
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



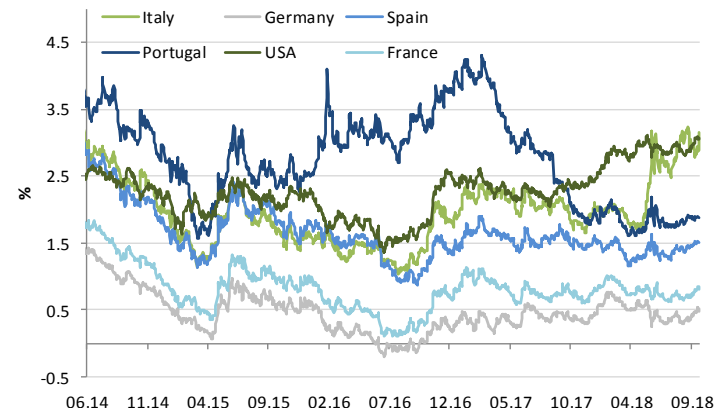
7 principales devises contre CHF (base 100)



PE des marchés développés



Taux gouvernementaux à 10 ans



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- L'économie US va bien, mais attention aux effets pervers des tarifs
- Prévisions positives mais plus incertaines pour la zone euro
- L'économie britannique toujours plus affectée par le Brexit
- La conjoncture devrait rester soutenue au Japon
- Cercle vertueux en Suisse



L'économie US va bien, mais attention aux effets pervers des tarifs

Après la forte croissance du PIB de +4.2% enregistrée au T2, certains se demandent aujourd'hui si le potentiel de croissance de l'économie américaine à long terme ne serait pas plus élevé qu'auparavant. L'accélération de +2.2% au premier trimestre à +4.2% au deuxième est effectivement remarquable, mais elle repose sur des politiques dont les effets devraient perdre en intensité en 2019. Après les résultats plus « softs » du 1er trimestre, nous avons revu nos perspectives à la hausse pour la seconde partie d'année, même si nous évoquons le fait qu'il serait, sans doute, très difficile pour l'économie américaine de maintenir un rythme de croissance durablement supérieur à +3%. Le cycle économique actuel est effectivement l'un des plus longs observés, mais il ne présente toujours pas les caractéristiques classiques de fin de cycle (pressions salariales, tensions inflationnistes). Les probabilités d'enregistrer un taux de croissance supérieur à +3% sont à nouveau plus élevées, du fait notamment que le consommateur américain supporte toujours largement la demande intérieure et que l'investissement est soutenu par la politique fiscale.

Les indicateurs avancés restent positifs pour le secteur manufacturier, mais des signes de faiblesse sont observables sur le segment des services. La plupart des indicateurs continuent de pointer vers une poursuite nette de l'expansion économique actuelle, mais un nombre croissant de segments annoncent un tassement du rythme d'expansion. La dynamique actuelle semble ainsi légèrement instable, alors que certains éléments laissent suggérer des effets visibles de la guerre tarifaire engagée par l'administration Trump. Cependant, la confiance des consommateurs est à un niveau record des dix-huit dernières années, ce qui devrait nous engager à ne pas sous-estimer l'impact de la consommation sur les chiffres du PIB au second semestre. L'économie se porte donc bien et le principal facteur de risque continue d'être, plus que jamais, celui que le président américain lui-même provoquera par le bras de fer engagé avec la Chine. L'intensification de la crise entre Washington et Pékin pourrait bien avoir des effets plus notables et tou-

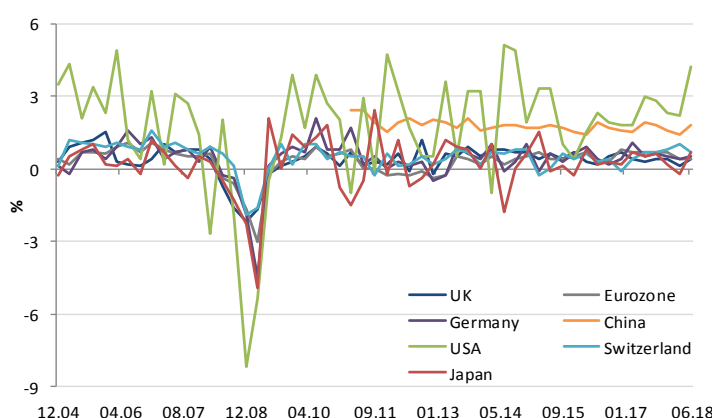
cher très largement les consommateurs américains, en renchérissant le prix d'achat des biens de consommation et en diminuant d'autant leur pouvoir d'achat. La stratégie menée par le président Trump comporte évidemment des risques pour la consommation, mais aussi pour la croissance du PIB, qui ne semblent pas encore intégrés dans les perspectives consensuelles.

Prévisions positives mais plus incertaines pour la zone euro

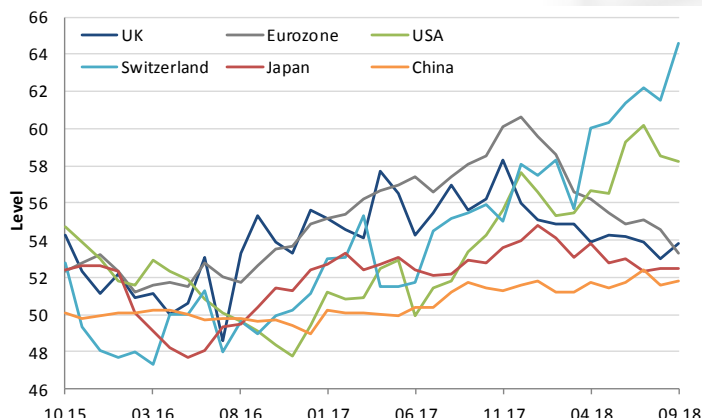
L'évolution du PIB européen a été marquée par divers facteurs freinant la dynamique exceptionnelle enregistrée en 2017. Depuis le début de l'année, la croissance trimestrielle s'est stabilisée à +0.4% pour un résultat sur un an de +2.1% plutôt décevant et nettement en dessous des performances réalisées par l'économie américaine. Les contributions principales à la hausse du PIB ont encore été la consommation des ménages, l'investissement des entreprises, les dépenses publiques et la variation des stocks. A contrario, le commerce extérieur a pénalisé la croissance du PIB, en raison d'une hausse plus faible des exportations que des importations. La force de l'euro a certainement été un facteur essentiel de dégradation du solde de la balance commerciale, qui s'est poursuivie au cours des derniers mois. Cependant, on devrait pouvoir considérer que, malgré la hausse des tensions commerciales entre l'UE et les Etats-Unis pendant l'été, la correction de l'euro de près de -10% de 1.24 à 1.14 contre le dollar puisse développer à nouveau des effets positifs sur les exportations européennes à l'avenir.

Mais à court terme, il semblerait au contraire que l'incertitude prime encore et affecte négativement la demande extérieure. L'évolution de l'économie allemande est restée une composante essentielle du résultat globalement positif de la dynamique européenne. La première économie de la zone euro a, en effet, enregistré un meilleur résultat que l'ensemble des dix-neuf pays membres. Les contreperformances de la France, de l'Italie et de l'Irlande ont pesé sur le résultat agrégé. Il y a quelques mois, nous relevions qu'il convenait de rester positif mais prudent en matière de prévisions conjoncturelles pour la zone euro,

PIB trimestriels



PMI manufacturiers



dans un contexte d'affaiblissement notable des indicateurs avancés et de l'émergence de nouveaux risques politiques. Cette prudence reste de mise aujourd'hui car si les indicateurs avancés restent heureusement positifs, ils sont encore en déclin et ne montrent toujours pas de signes d'accélération de la conjoncture. Ainsi, les prévisions de croissance pour la zone euro sont sensiblement plus incertaines aujourd'hui. Lors de sa dernière réunion, la BCE a d'ailleurs annoncé, dans ce contexte, qu'elle révisait ses perspectives de croissance du PIB pour 2018. La révision est modeste puisqu'elle porte sur une diminution de +2.1% à +2%, soit à peine 0.1% de croissance de moins qu'initialement attendu. Elle motive sa décision par les risques de diminution de la demande extérieure, tout en considérant malgré tout que les risques entourant les perspectives de croissance peuvent encore être évalués comme étant globalement équilibrés.

L'économie britannique toujours plus affectée par l'incertitude du Brexit

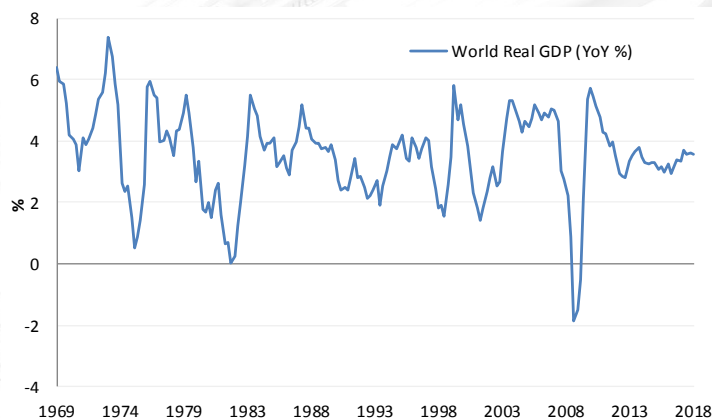
En rythme annuel, la croissance du PIB s'est stabilisée à +1.2% en juin, un résultat similaire à celui enregistré en mars 2018. L'économie britannique reste donc à la peine et pourrait rapidement se retrouver dans une situation encore plus délicate, sans une réelle reprise prochaine. La dernière publication des chiffres pour la production industrielle ne montre pas d'amélioration. En base annuelle, elle ne progresse plus que de +1.1%, après avoir atteint une hausse de +3% en mars. Dans le secteur manufacturier, la production suit le même chemin et enregistre un net déclin qui ne laissait pas présager d'un renversement prochain de tendance. La hausse du PIB a donc été soutenue essentiellement par la reprise de la consommation (+0.4%). La demande intérieure peut, fort heureusement, bénéficier encore du soutien de la consommation, mais si l'incertitude du Brexit finit par affecter plus significativement le moral des consommateurs, ceux-ci pourraient décider d'épargner un peu plus que de coutume et stopper la croissance du PIB. La croissance du Royaume-Uni reste ainsi à la traîne, même si les indicateurs économiques suggèrent que le rebond du 2ème trimestre est probablement en train de se poursuivre. L'économie britannique est encore sur une tendance d'un ralentissement qui pourrait faire chuter sa croissance globale à moins de +1.5% sur l'ensemble de l'année. A quelques mois du Brexit et toujours sans visibilité sur l'issue possible du processus, il est bien difficile de ne pas considérer les risques et les dégâts économiques qui pourraient intervenir en l'absence d'un accord.

Le secteur manufacturier a enregistré une hausse relativement inattendue du PMI en septembre. L'indice des directeurs d'achat a progressé à 53.8, après trois mois de déclin, ce qui constitue une surprise positive. Cependant, il faut rester prudent dans le contexte actuel, même si les commandes à l'exportation se sont légèrement reprises en septembre et que la production industrielle a pu enregistrer une hausse sensible. Les industriels restent prudents, en l'absence de visibilité sur la question du Brexit. Les perspectives de croissance pour l'économie britannique devraient rester plutôt limitées dans l'environnement actuel. Une reprise en fin d'année semble peu probable.

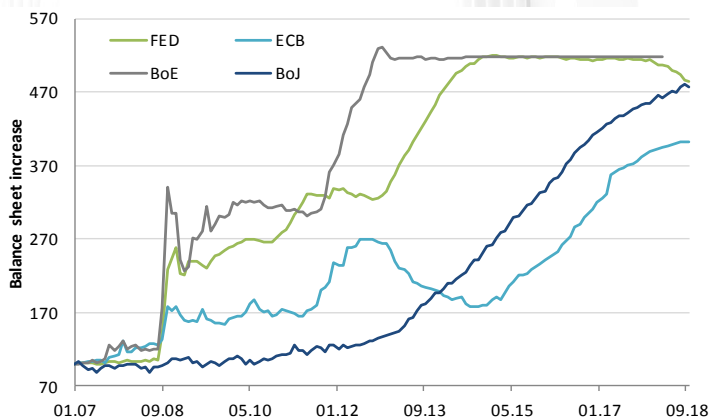
La conjoncture devrait rester soutenue au Japon

Le PIB japonais a enregistré un rebond inattendu (+3% en rythme annuel) et bienvenu après un T1 faible. Les performances conjoncturelles de l'économie japonaise ont ainsi été instables au cours du 1er semestre 2018. On peut donc légitimement se demander si cette dernière performance, qui s'est avérée nettement supérieure aux attentes, sera durable ou si elle ne sera qu'un feu de paille ? Une croissance de +0.7% au T2 et de +3% annualisée représente la plus forte croissance depuis le début 2016 ; il n'y aura donc certainement que peu de prévisionnistes pour « parier » sur une poursuite à ce rythme élevé de la croissance pour l'ensemble de l'année. D'autant que les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis s'intensifient et que l'archipel n'est pas immunisé à une éventuelle diminution de l'activité en Chine et en Asie. Nous avons évoqué l'affaiblissement de la devise japonaise comme devant être le facteur essentiel à la reprise économique et boursière du Japon.

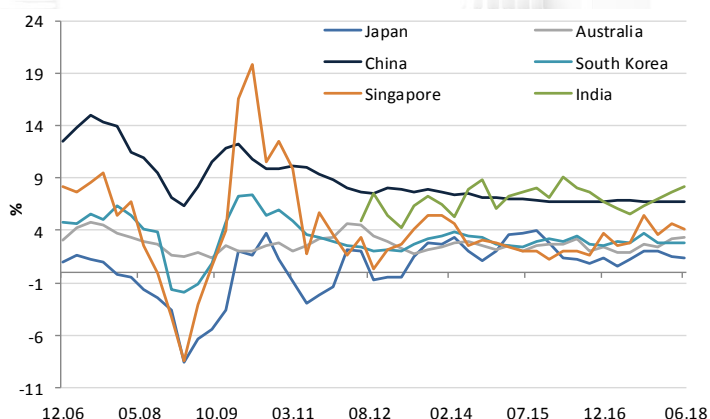
Croissance réelle de l'économie mondiale



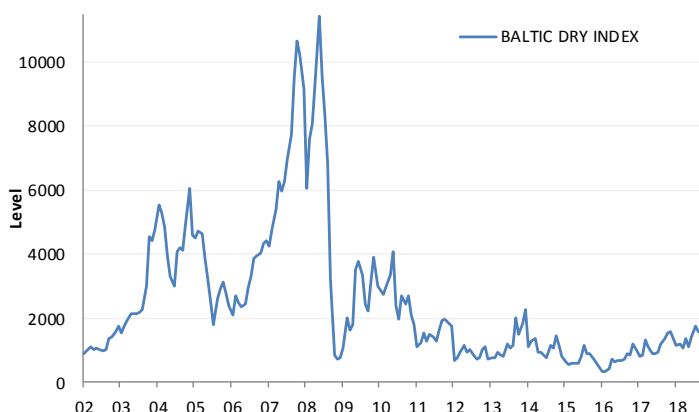
Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



Baltic Dry Index

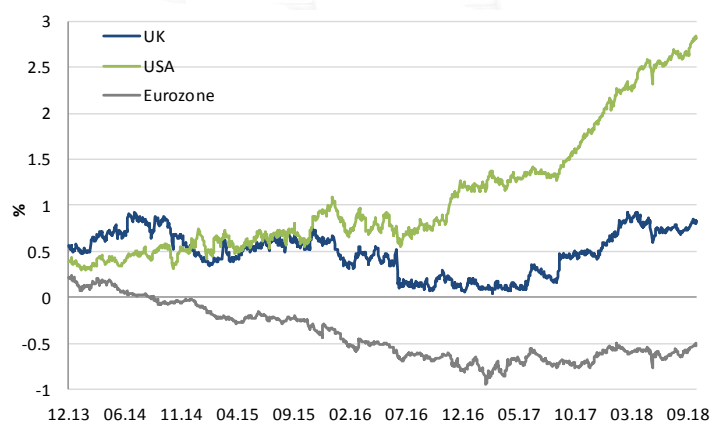


Celui-ci s'est concrétisé au deuxième trimestre et s'est ensuite développé pour s'approcher du niveau de 115 yens pour 1 dollar à la fin septembre, soit proche du haut de notre fourchette prévisionnelle de 110 à 115. Mais le facteur monétaire n'est certes pas le seul élément soutenant l'évolution plus positive du PIB. Les dépenses d'investissement ont contribué positivement en progressant de +3.1%, soit nettement plus qu'au premier trimestre. Cette nouvelle tendance constitue un développement réjouissant, qui témoigne également de l'évolution positive de la confiance des industriels, malgré des indicateurs avancés encore peu optimistes. La très belle progression de la consommation est, peut-être, le développement le plus intéressant de la dynamique en place. En effet, après avoir marqué le pas en début d'année, la contribution de la consommation privée en hausse de +0.7% a été particulièrement remarquable. La consommation représentant environ 60% du PIB japonais, une amélioration durable de la tendance de ce segment aurait un impact positif significatif sur l'évolution du PIB en seconde partie d'année. Nous estimons justement tout à fait probable de voir cette tendance positive de la demande intérieure se maintenir en deuxième partie d'année. Les dépenses des ménages sont attendues en hausse, grâce notamment à l'évolution positive des salaires. La hausse du yen avait initialement nettement freiné les exportations japonaises, mais sa chute de près de -10% a ensuite renforcé la compétitivité des produits et services japonais, comme le suggère la progression des exportations globales (+6.6% en août), tant vers l'Asie (50% des exportations) que vers les États-Unis. L'affaiblissement du yen devrait se poursuivre et soutenir la relance de l'économie japonaise au cours des prochains mois. La croissance du PIB devrait donc encore bénéficier d'une progression de la demande extérieure et d'une nouvelle dynamique de la consommation.

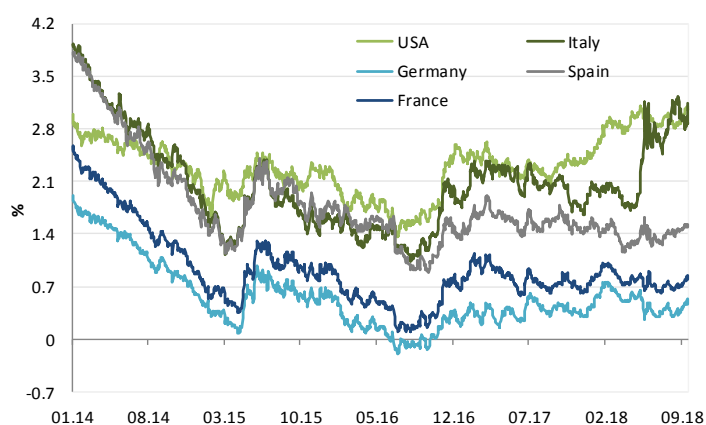
Cercle vertueux en Suisse

Les derniers chiffres de croissance du PIB suisse ont été les plus forts depuis 2010. La hausse surprenante de +3.4% au T2 marque le 5ème trimestre consécutif d'expansion supérieure à la moyenne. La surprise était donc de taille, puisque notre économie semble désormais montrer un rythme de croissance à la fois très nettement supérieur à sa tendance historique et supérieur à celui des pays de la zone euro (+2.1%). Ces développements sont réjouissants et, même si on devrait certainement assister à un effritement de cette dynamique exceptionnelle dans les prochains trimestres, ils influenceront positivement et sensiblement la performance économique de l'année 2018. Dans ce contexte, les experts du SECO ont déjà révisé leurs attentes pour l'année 2018 à +2.9%, en nette progression par rapport à leur prévision précédente de +2.4%. Nous estimons donc qu'une poursuite de la tendance économique actuelle, soutenue par une conjoncture internationale solide et un franc suisse plus faible, devrait permettre à l'économie suisse de réaliser une croissance de +3% sur l'année. L'économie suisse devrait, en effet, profiter en fin d'année d'une combinaison de dynamiques positives dans l'industrie, la consommation, l'investissement et les exportations, qui contribueront à réaliser cette performance. Nous estimons toujours, dans notre scénario central, que les bonnes conditions économiques actuelles devraient se maintenir et stimuler le développement de notre commerce extérieur au cours des prochains mois. Par ailleurs, malgré la récente vigueur du franc suisse contre dollar et euro notamment, nous estimons que le cours de change moyen ne pénalisera pas la compétitivité des exportations suisses, lesquelles devraient profiter plus largement de l'embellie internationale. Le PIB suisse pourrait progresser de +3% en 2018 et de +2.2% en 2019.

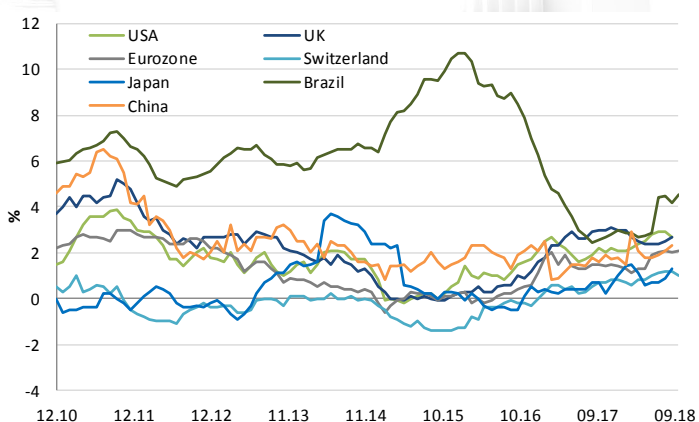
Taux gouvernementaux à 2 ans



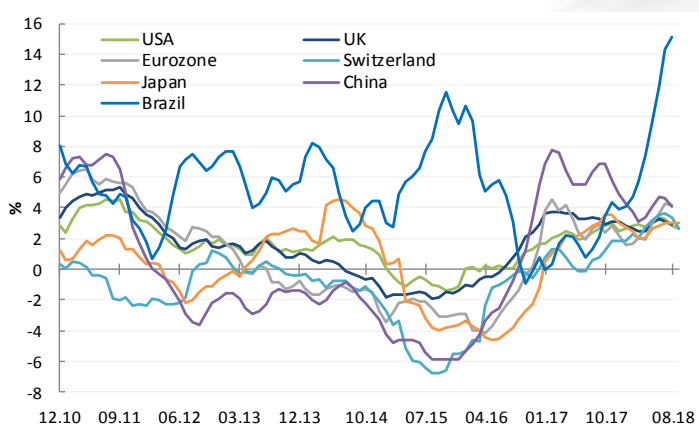
Taux gouvernementaux à 10 ans



Inflation - Indices CPI



Inflation - Indices PPI



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

États-Unis

- Huitième hausse de taux de la Fed vers l'objectif de 3.1% en 2019
- La Fed est confiante et ne craint pas l'inflation
- Inévitable décélération de la croissance
- Les tensions commerciales affectent-elles le commerce extérieur ?
- Baisse de l'attrait relatif du dollar
- Attention aux profits et valorisations des actions

Huitième hausse de taux de la Fed vers l'objectif de 3.1% pour les Fed Funds en 2019

L'unanimité a régné pour le dernier rendez-vous du FOMC qui s'est conclu sur une hausse de 0.25% des taux directeurs. Le relèvement de l'objectif des Fed Funds était attendu et n'a pas eu d'effet majeur dans les marchés financiers. La Réserve fédérale a donc augmenté pour la huitième fois ses taux d'intérêt dans un processus qualifié, depuis le début de son action, de normalisation des taux directeurs et non pas de resserrement monétaire. Jusqu'à cette dernière hausse, la banque centrale américaine utilisait encore régulièrement le terme « accommodante » pour qualifier sa politique.

Elle a pourtant souhaité à cette occasion donner un nouveau signal, en évitant de qualifier l'état actuel de sa politique monétaire.

Ainsi, la Fed annonce certainement toujours plus clairement que le processus de normalisation est de plus en plus largement engagé et que le niveau des taux directeurs s'approche désormais de plus en plus du taux normal correspondant au contexte de croissance actuelle. Les autorités monétaires semblent encore engagées à piloter la politique monétaire de manière graduelle et sans risque pour la croissance économique en cours, pour ne pas raviver les inquiétudes d'une action excessive.

Les conditions économiques actuelles profitent donc d'une conjonction de facteurs positifs, qui pourrait soutenir la croissance du PIB au-dessus de sa capacité normale pendant quelques trimestres encore. Ainsi, la normalisation en cours pourrait conduire à une nouvelle hausse des taux avant la fin de l'année, suivie de deux autres en 2019.

Les Fed Funds devraient ainsi se situer à 2.4% à la fin 2018, 3.1% à la fin 2019, puis 3.4% en 2020.

Cette décision était largement escomptée et n'a donc pas surpris les marchés. Elle ne devrait, dès lors, pas avoir d'effet majeur sur le climat des investissements.

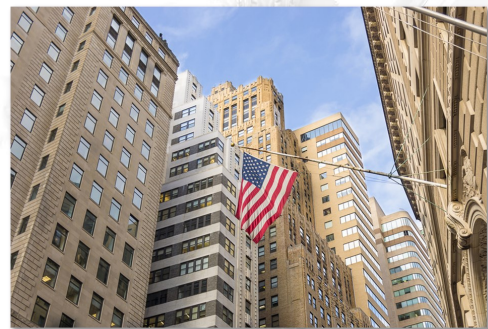
La Fed sera particulièrement attentive aux risques de déraillement de la croissance actuelle et aux effets induits par le durcissement des conditions du commerce extérieur. Dans ce contexte, nous estimons qu'elle ne devrait pas non plus réagir de manière excessive à une éventuelle accélération de l'inflation ou de la croissance économique.

La Fed est confiante et ne craint pas l'inflation

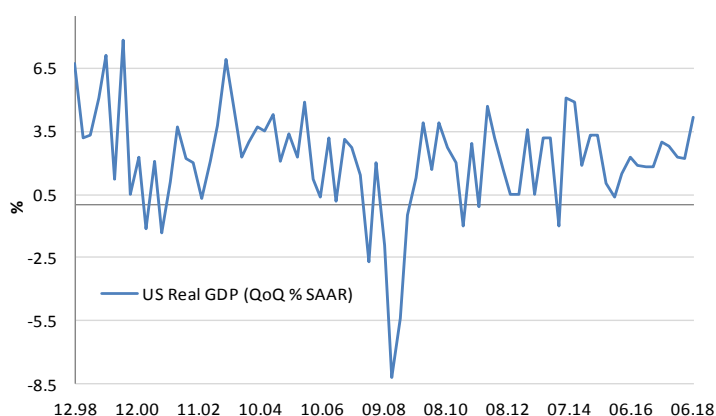
La réserve fédérale a relevé une nouvelle fois ses perspectives de croissance pour le PIB américain de +2.8% à +3.1% en 2018 et de +2.4% à +2.5% pour 2019, sans pour autant modifier de manière notable son appréciation de la situation économique présente et future.

La croissance américaine est toujours jugée comme forte, en particulier à la suite de la publication des chiffres du 2ème trimestre.

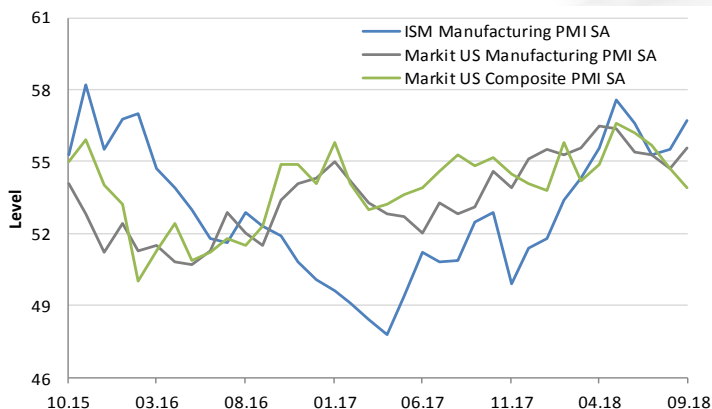
Pas de changement non plus d'appréciation sur les perspectives d'inflation. La vigueur du marché du travail ne devrait pas développer d'effets majeurs, selon elle, sur l'inflation, qui est maintenant considérée comme proche de l'objectif. Une hausse de l'inflation au-dessus de l'objectif de 2 % est toutefois considérée comme probable à court terme et sans doute acceptable, puisqu'elle ne devrait pas causer de risque de dérapage.



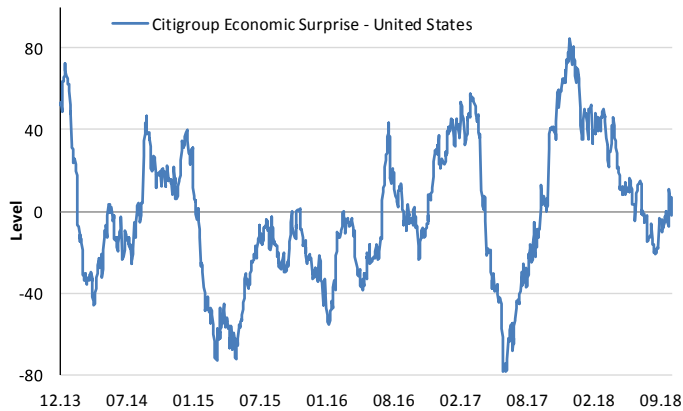
PIB Réel USA trimestriel



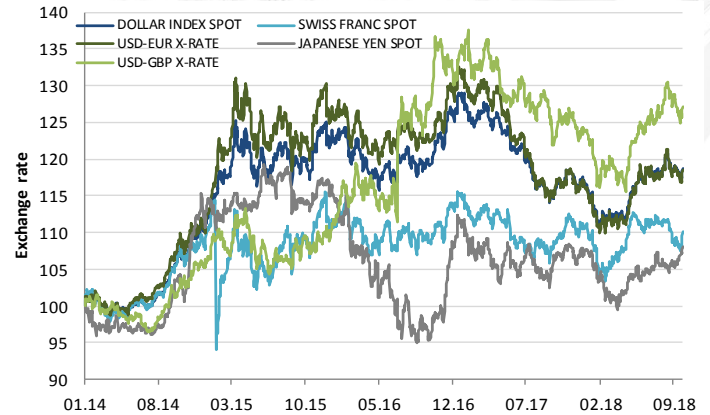
Indicateurs avancés PMI



Citigroup economic surprise index USA



Dollar trade-weighted index et devises



La politique monétaire est donc en phase de normalisation, dans un contexte de taux de chômage historiquement bas. Pour l'instant, le taux de participation de la population n'augmente pas et, si la situation de plein emploi régnante conduisait à une diminution de la croissance en dessous de son potentiel, la Fed pourrait être amenée à freiner son action de normalisation des taux en 2019.

Inévitable décélération de la croissance

Après la forte croissance réelle du PIB de +4.2% enregistrée au T2, certains se demandent aujourd'hui si le potentiel de croissance de l'économie américaine à long terme ne serait pas plus élevé qu'auparavant. L'accélération de +2.2% au 1er trimestre à +4.2% au deuxième est effectivement remarquable, mais elle repose sur des politiques dont les effets devraient perdre en intensité en 2019.

Après les résultats plus « softs » du 1er trimestre, nous avons revu nos perspectives à la hausse pour la seconde partie d'année, même si nous évoquons le fait qu'il serait, sans doute, très difficile pour l'économie américaine de maintenir un rythme de croissance durablement supérieur à +3%. Le cycle économique actuel est effectivement l'un des plus longs observés, mais il ne présente toujours pas les caractéristiques classiques de fin de cycle (pressions salariales, tensions inflationnistes).

Les probabilités d'enregistrer un taux de croissance supérieur à +3% sont à nouveau plus élevées, du fait notamment que le consommateur américain supporte toujours largement la demande intérieure et que l'investissement est soutenu par la politique fiscale.

Indicateurs avancés indécis... mais la confiance des consommateurs est au plus haut

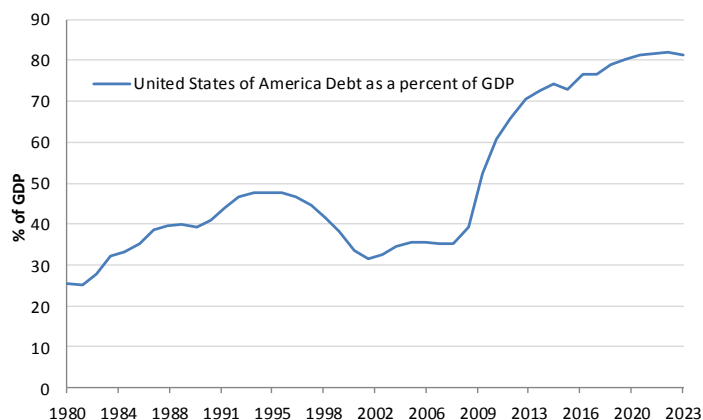
Les indicateurs avancés restent positifs pour le secteur manufacturier, mais des signes de faiblesse sont observables sur le segment des services.

Le PMI manufacturier avait en fait subi un déclin au 3ème trimestre, qui s'est en partie corrigé grâce à la hausse de l'indice en septembre à 55.6. Du côté de l'indice ISM manufacturier, le signal reste plutôt positif, l'indice se maintient sur ses plus hauts niveaux des vingt dernières années et ne montre pas de faiblesse due à l'ouragan Florence ou aux tensions commerciales.

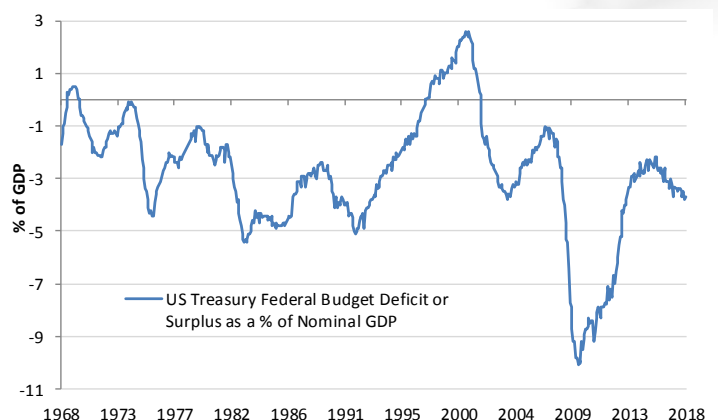
L'indicateur avancé des services montre une image moins positive pour les prochains mois, suite à la nette baisse constatée entre mai et septembre (chute de 56.8 à 52.9). La plupart des indicateurs continuent de pointer vers une poursuite nette de l'expansion économique actuelle, mais un nombre croissant de segments annoncent un tassement du rythme d'expansion. La dynamique actuelle semble ainsi légèrement instable, bien que certains éléments laissent suggérer des effets visibles de la guerre tarifaire engagée par l'administration Trump.

Mais la confiance des consommateurs est à un niveau record des dix-huit dernières années, ce qui devrait nous engager à ne pas sous-estimer l'impact de la consommation sur les chiffres du PIB au second semestre.

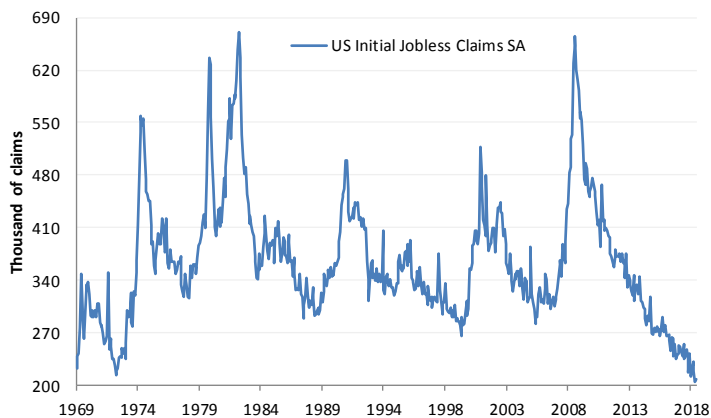
Dette USA



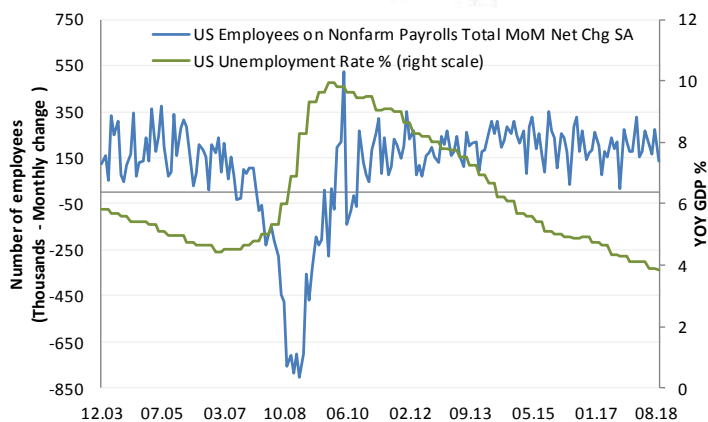
Déficit/Surplus du Trésor US



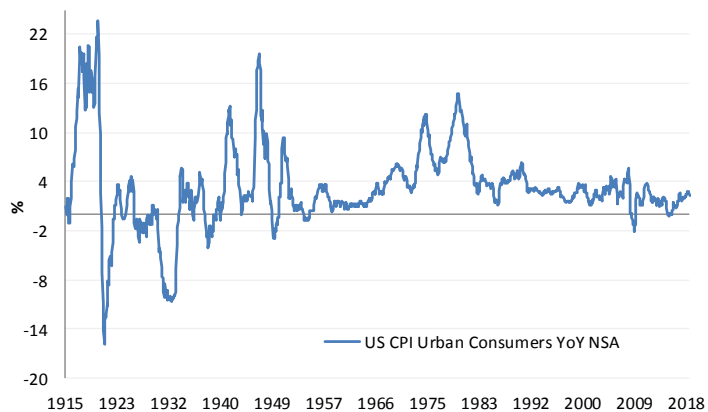
Allocations chômage en milliers de demandes



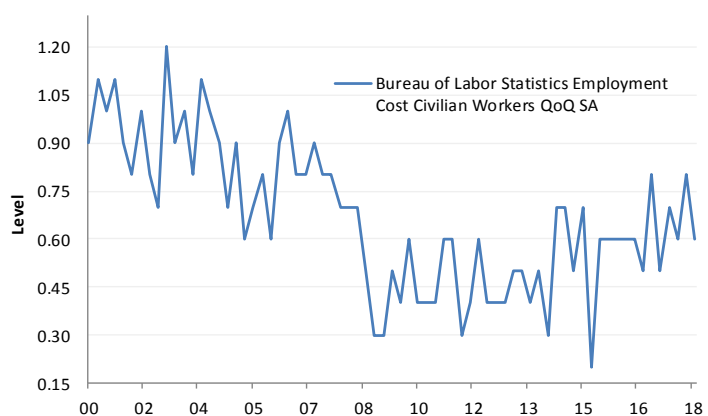
Création d'emplois hors secteur agricole (var. mens. nettes)



Taux annuel d'inflation USA 1914-2018



Coût unitaire du travail (Employment cost index)



Les tensions commerciales affectent-elles déjà le commerce extérieur US ?

Nous l'avons évoqué à de nombreuses reprises, le principal facteur de risque pour l'économie américaine continue d'être, plus que jamais, celui que le président américain lui-même provoquera par le bras de fer engagé avec la Chine. Les dernières données disponibles sur le commerce extérieur montrent que le déficit commercial s'est accru contre toute attente en août à 75.8mrds, ce qui constitue le pire résultat des six derniers mois. La chute des exportations de nourriture, de matériel industriel et de véhicules a été mentionnée par le Département du commerce comme la principale cause du déclin. La publication par DHL de son baromètre du commerce indique également une chute à son plus bas niveau depuis 2016, suggérant une diminution des échanges internationaux pour les prochains mois. Le WTO a également, entre temps, réduit ses perspectives sur l'évolution du commerce mondial. L'intensification de la crise entre Washington et Pékin pourrait bien avoir des effets plus notables en début d'année 2019, si l'ensemble des mesures prévues par le président Trump sont finalement mises en pratique. Rappelons que la première étape du bras de fer visait à taxer 50mrds d'importations en provenance de la Chine, mais dont une très faible partie avait un impact sur le consommateur américain. La deuxième vague, décidée il y a quelques semaines, vise désormais 200mrds additionnels d'importations, dont une partie importante touchera déjà le consommateur. Donald Trump a annoncé que, si la Chine ne se montrait pas conciliante après cette deuxième vague de hausse de tarifs douaniers, il étendrait son action à toutes les importations de Chine et se réserverait le droit d'augmenter de 10% à 25% les taxes supplémentaires. Une telle action finirait alors par toucher très largement les consommateurs américains en renchérissant le prix d'achat des biens de consommation et en diminuant d'autant leur pouvoir d'achat.

La stratégie menée par le président Trump comporte évidemment des risques pour la consommation, mais aussi pour la croissance du PIB qui ne semblent pas encore intégrés dans les perspectives consensuelles.

Légères tensions à venir sur les taux longs

Petit déclin inattendu dans le taux de progression de l'inflation qui glisse de +2.9% (juillet) à +2.7% en août. Parallèlement, les attentes inflationnistes ont aussi légèrement diminué de +3% à +2.8% sur un an. A plus long terme, l'inflation anticipée à 5-10 ans baisse de +2.6% à +2.4%. Le taux d'utilisation des capacités de production reste élevé (78%), tandis que le chômage stagne à 3.9%, son probable niveau de quasi plein-emploi.

Une prochaine poussée de l'inflation devrait être ultérieurement soutenue par des tensions attendues dans le marché du travail. Celles-ci tardent pourtant à se concrétiser, malgré un marché proche du plein-emploi. La dernière décision d'Amazon de relever le salaire horaire minimum de ses employés de +20% est, peut-être, l'un des premiers indicateurs témoignant de la difficulté à recruter des employés à ce point du cycle. Ce fait annonce peut-être l'arrivée prochaine de la tendance décrite plus haut. L'accélération du taux de salaire horaire, en hausse de +2.9% en août, sème ainsi un peu le trouble et replace, à notre avis, les risques de surprise à la hausse pour l'inflation.

Nos perspectives de hausse des taux longs vers 3% se sont concrétisées et nous estimons aujourd'hui que ceux-ci devraient pouvoir dépasser à terme ce niveau. L'inflation, principal catalyseur probable de la hausse, est insuffisante, pour l'instant, pour provoquer une nouvelle phase de progression des taux à dix ans. Cependant, à un peu plus long terme, la hausse des déficits budgétaires ou un changement d'attitude de la Chine en matière de financement du déficit américain pourraient contribuer à la hausse des taux longs. Les taux longs devraient évoluer entre 3% et 3.5% à moyen terme.

Baisse de l'attrait relatif du dollar

La politique menée a été favorable aux investissements en dollar et aux flux de fonds en direction des États-Unis. Le dollar profite encore de différentiels de rendement tout à fait attractifs pour la majorité des devises. Mais on se rapproche désormais d'un point d'inflexion dans l'évolution des tendances pour les taux d'intérêt qui pourraient être moins favorables au billet vert. À l'horizon 2019, les différentiels de rendement devraient être attaqués par la hausse des taux en zone euro et dans d'autres pays développés et émergents. Entre temps, les flux de fonds pourraient bien commencer à se diriger, à nouveau, vers les actifs émergents dépréciés et vers la zone euro, dont les marchés actions présentent des valorisations attractives. Nous maintenons une prévision haussière pour le dollar/franc suisse pouvant atteindre 1 à 1.05 franc. La devise américaine devrait très progressivement reperdre de son attrait par rapport à l'euro et aux devises émergentes, dans un contexte caractérisé par une amélioration du climat boursier en fin d'année.

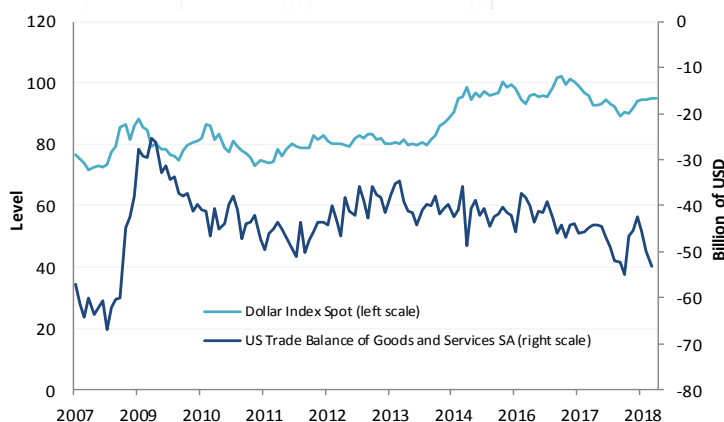
Attention aux profits et valorisations des actions

Les profits des entreprises aux États-Unis ont progressé de 65mrds au T2, en très forte hausse par rapport à ceux enregistrés au T1 de 26.7mrds. Les sociétés financières ont enregistré des profits de 16.5mrds après la perte de 9.3mrds du T1. La croissance des profits des autres entités non-financières a bondi de 32.3mrds à 53mrds en un seul trimestre. La croissance des bénéfices des sociétés du S&P500 est une réalité qui a soutenu la hausse de l'indice. Cependant, alors que les hausses de tarifs douaniers se mettent en place de part et d'autre, il est important de souligner que les entreprises américaines ne sont pas immunisées contre les risques induits par ce bras de fer. En effet, on estime qu'une hausse de 25% des tarifs imposés aux produits chinois aurait un im-

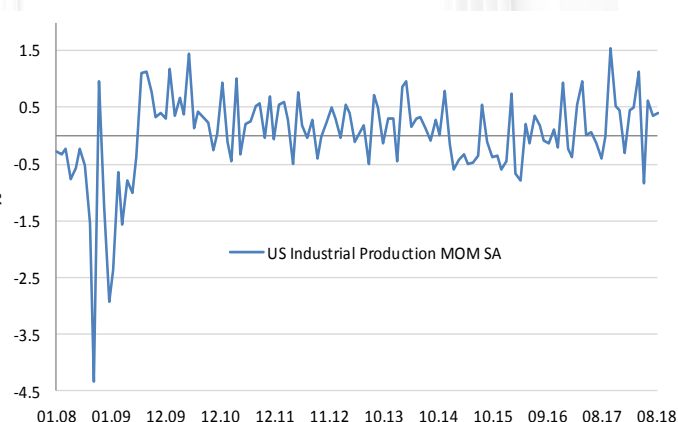
pact de -7% sur les profits des entreprises américaines. Dans un contexte de stabilité des PE, la croissance des profits serait de 0% en 2019, un scénario qui ne semble de loin pas intégré dans les cours des actions. Si l'on estime qu'en phase de hausse des taux d'intérêt, les PE devraient plutôt avoir tendance à se contracter, alors une diminution du PE du S&P500 de 10%, soit de 18x à 16.2x, pourrait provoquer une chute de l'indice de plus de 10%.

Dans ce contexte, les risques pour le marché américain ne sont donc pas inexistant. Mais à court terme, nous laissons le bénéfice du doute à la tendance en place, tout en recommandant d'être de plus en plus attentif à l'évolution des risques de déception sur les annonces de bénéfices des sociétés et sur l'introduction des tarifs douaniers.

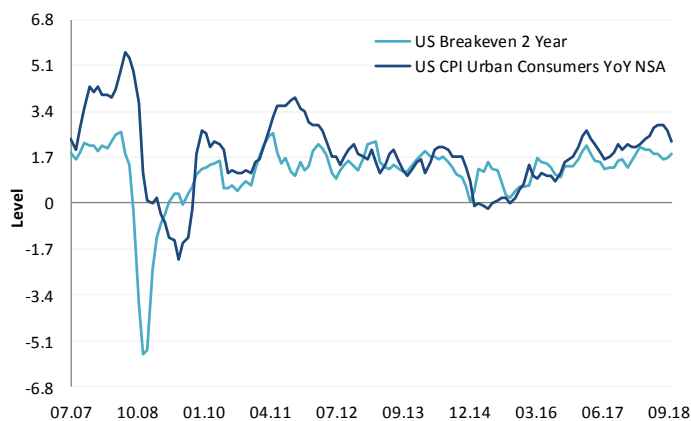
Balance commerciale - Trade-weighted US



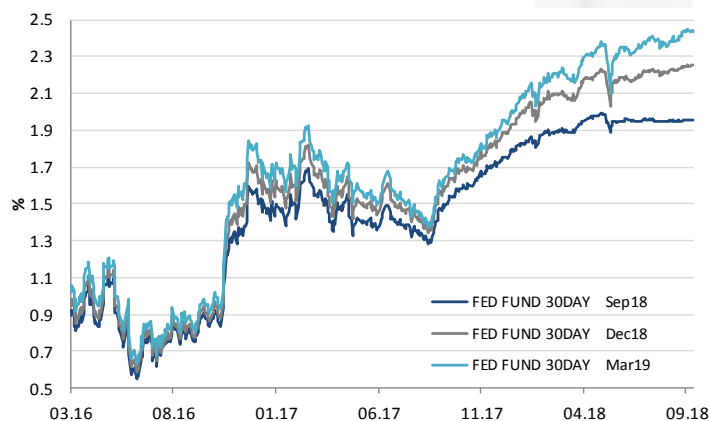
Production industrielle - USA



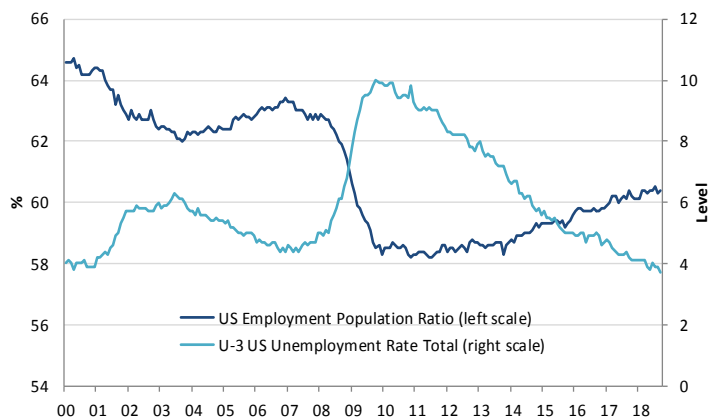
Inflation attendue et indice CPI - USA



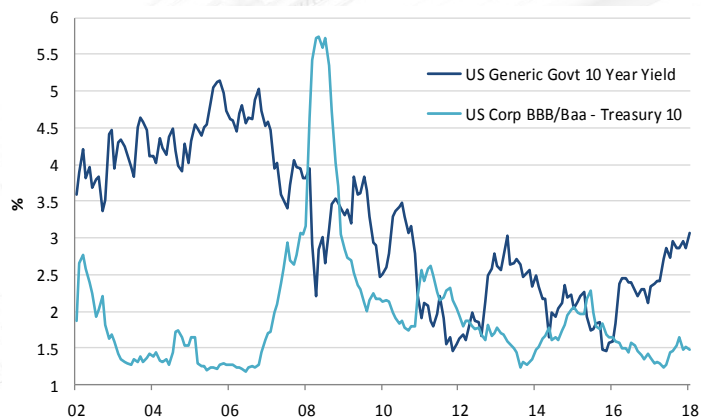
Fed Funds Futures



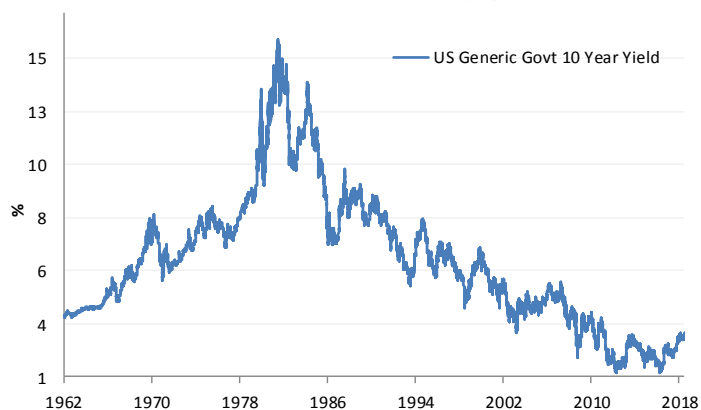
Taux de chômage et taux d'occupation de la population



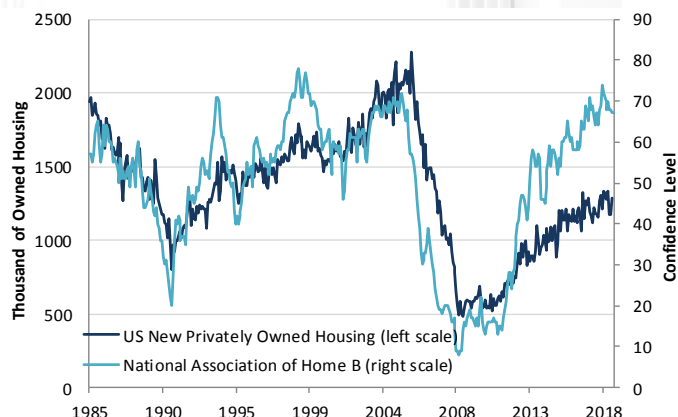
Ecart de rendement Trésor US-BBB 10 ans



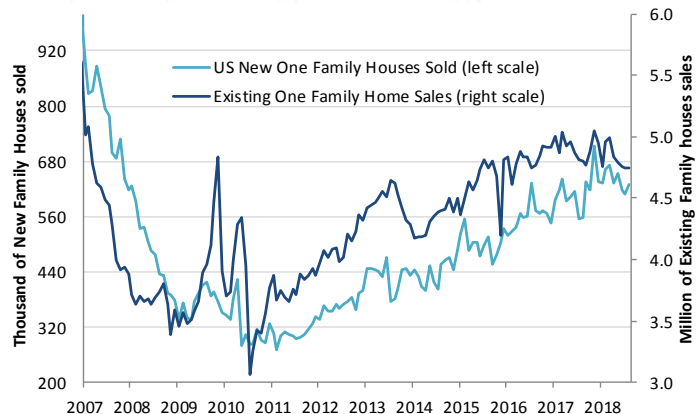
Taux d'intérêt des obligations 10 ans du Trésor US



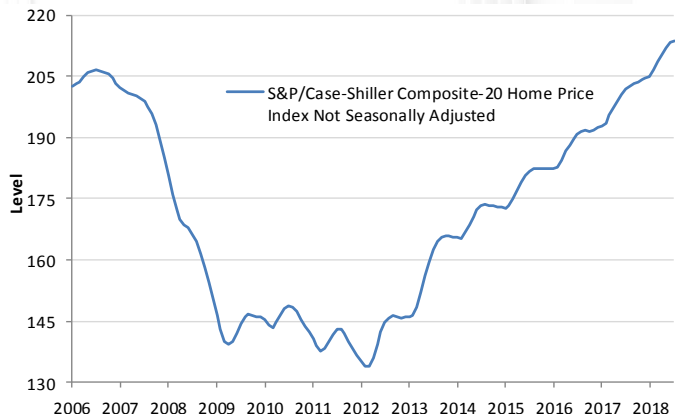
Nouveaux logements et NAHB USA



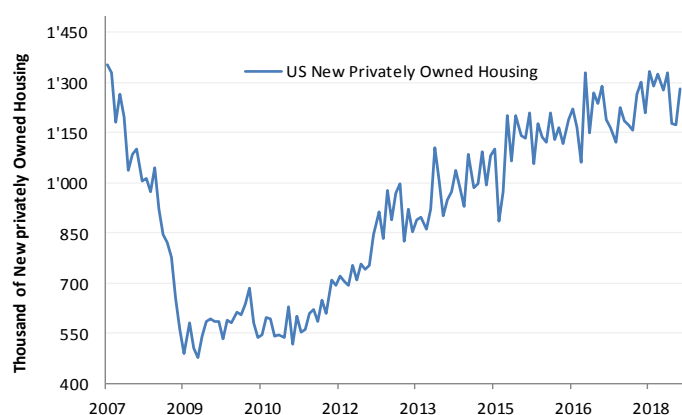
Ventes de nouvelles maisons et existantes



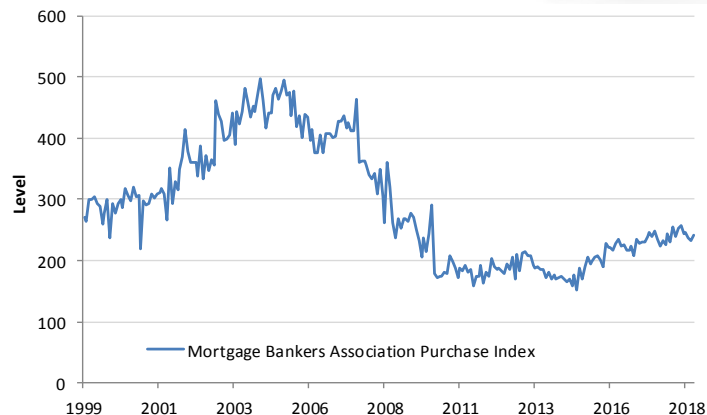
Prix de l'immobilier indice S&P Case-Shiller



Mise en chantier de nouveaux logements



Nouvelles demandes de financement MBA



SCENARIO MACROECONOMIQUE

Suisse

- La croissance du PIB suisse pourrait dépasser +3% en 2018
- La Suisse n'est pas immunisée aux risques de guerre commerciale
- Relance attendue du commerce extérieur
- L'accélération de la croissance renforce le franc
- Pentification en cours de la courbe des taux



Embellie exceptionnelle et inattendue en Suisse au 2ème trimestre

Le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié les chiffres de croissance de notre pays qui surprennent les observateurs et mettent en évidence une embellie exceptionnelle de l'activité conjoncturelle au 2ème trimestre 2018. En effet, le PIB réel de l'économie suisse affiche encore une excellente progression de +0.7% au 2ème trimestre 2018, qui porte la croissance à +3.4% sur un an. Ce résultat est tout à fait remarquable ; il constitue la meilleure performance économique enregistrée dans notre pays depuis 2010 et la cinquième expansion économique trimestrielle consécutive supérieure à la moyenne.

Le PIB nominal de la Suisse s'est établi à CHF 172.8 milliards au 2ème trimestre, soit près de CHF 6 milliards de plus que pendant la même période en 2017 (CHF 166.3 milliards). L'économie suisse confirme, non seulement, les bons résultats des derniers trimestres, mais elle surprend cette fois-ci très nettement les économistes qui attendaient une croissance bien inférieure d'environ +2.4%.

La surprise est donc de taille, puisque notre économie semble désormais montrer un rythme de croissance à la fois très nettement supérieur à sa tendance historique et supérieur à celui des pays de la zone euro (+2.1%).

La croissance du PIB suisse pourrait dépasser +3% en 2018

Ces développements sont réjouissants, et même si on devrait certainement assister à un effritement de cette dynamique exceptionnelle dans les prochains trimestres, ils influenceront positivement et sensiblement la performance économique de l'année 2018. Dans ce contexte, les experts du SECO ont déjà révisé leurs attentes pour l'année 2018 à +2.9%, en nette progression par rapport à leur prévision précédente de +2.4%.

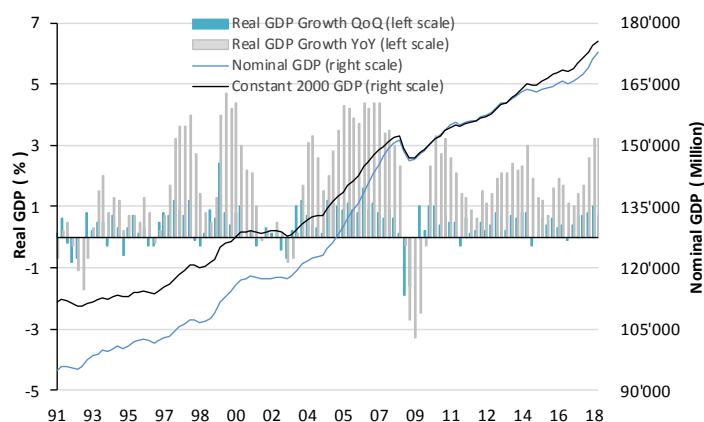
En cette fin de 3ème trimestre, nous estimons donc qu'une poursuite de la tendance économique actuelle, soutenue par une conjoncture internationale solide, devrait permettre à l'économie suisse de réaliser une croissance de +3% sur l'année. L'économie suisse devrait, en effet, profiter en fin d'année d'une combinaison de dynamiques positives dans l'industrie, la consommation, l'investissement et les exportations qui contribueront à réaliser cette performance.

Nous estimons toujours, dans notre scénario central, que les bonnes conditions économiques actuelles devraient se maintenir et stimuler le développement de notre commerce extérieur au cours des prochains mois. Par ailleurs, malgré la récente vigueur du franc suisse contre dollar et euro notamment, nous estimons que le cours de change moyen ne pénalisera pas la compétitivité des exportations suisses, lesquelles devraient profiter plus largement de l'embellie internationale. Le PIB suisse pourrait progresser de +3% en 2018 et de +2.2% en 2019.

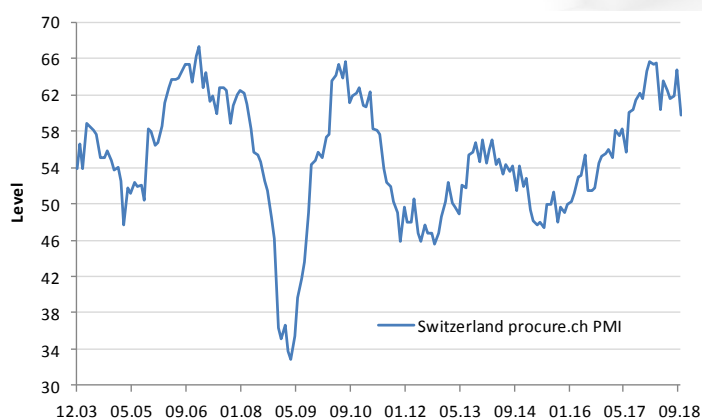
Forte dynamique trimestrielle : PIB +0.7%

Le PIB réel de l'économie suisse affiche, en effet, encore une excellente progression de +0.7% au 2ème trimestre. Trois ans après le changement de politique monétaire de la BNS et le choc de l'appréciation fulgurante du franc suisse, notre pays connaît une période particulièrement faste sur le plan économique qui touche l'ensemble des secteurs d'activité. L'industrie manufacturière (+1.5%) a été le plus fort contributeur à la hausse du PIB, grâce à une tendance favorable de la demande extérieure. Le secteur « énergie » a réalisé un trimestre exceptionnel et la construction (+0.8%) a une nouvelle fois enregistré une accélération de sa dynamique. Un marché de l'emploi sain et un taux de chômage au plus bas des dix dernières années ont certainement contribué à l'évolution positive de la consommation, dont la croissance de +0.3% a tout de même été légèrement inférieure à la moyenne.

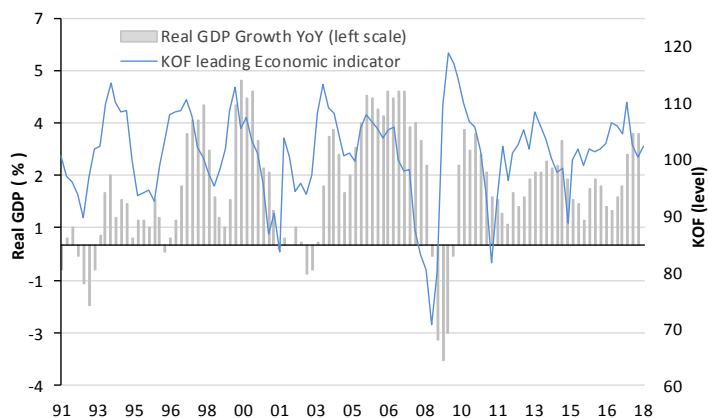
PIB nominal - Taux de croissance Nominal et Réel



Indicateur avancé Swiss PMI (directeurs d'achat)



PIB Réel - Croissance annualisée - Indicateur avancé KOF

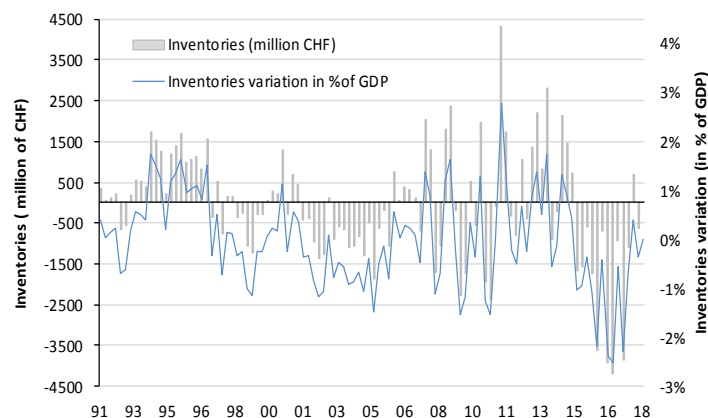


La demande intérieure finale était en définitive un peu moins dynamique ; les investissements en biens d'équipement étaient légèrement en retrait (-0.3%) après, il est vrai, plusieurs trimestres de croissance soutenue. Du côté des services, le secteur des loisirs bondit de +10.1%, tandis que l'hôtellerie et la restauration (+1.4%) enregistrent également des résultats positifs plus importants que le segment de la santé (+0.5%). Les exportations de marchandises contribuent à nouveau, après deux trimestres relativement ternes, très positivement à l'évolution du PIB, grâce à une nouvelle progression de +2.6% supérieure à la moyenne. Après avoir résisté à l'appréciation du franc, l'économie suisse profite désormais de la normalisation du taux de change.

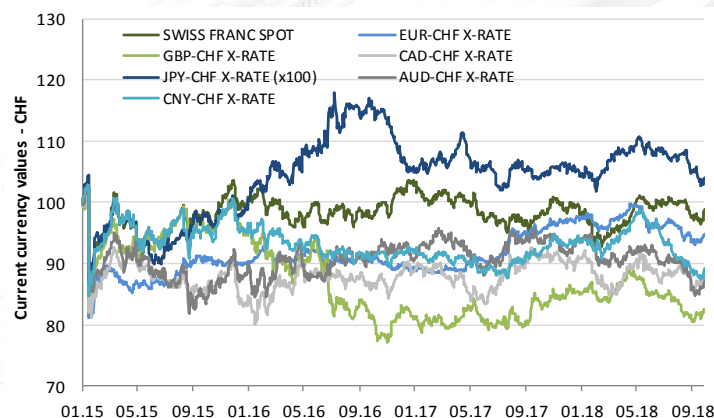
La Suisse n'est pas immunisée aux risques de guerre commerciale entre Pékin et Washington

Une intensification des tensions commerciales internationales reste le principal risque pour l'économie suisse. Les carnets de commande sont bien remplis et soutiennent les perspectives du secteur manufacturier. Parallèlement, le climat de consommation s'améliore, ce qui devrait aussi soutenir la demande intérieure. Les risques qui pourraient menacer et remettre en question les perspectives positives de l'économie suisse sont aujourd'hui, à notre avis, essentiellement liés à un changement significatif des perspectives de croissance internationale induit par une intensification des risques de guerre commerciale étendue. La Suisse n'est pas directement visée par l'action du président américain qui cible essentiellement la Chine. Mais une crise durable entre Pékin et Washington ne manquerait pas d'affecter la perception des investisseurs et leurs perspectives de la croissance économique mondiale. Une intensification de la hausse des tarifs douaniers entre les deux puissances aurait des répercussions sur le niveau des échanges commerciaux, sur l'inflation et la consommation. Les risques de ralentissement conjoncturel, à ce point du cycle économique, pourraient donc influencer sensiblement les perspectives mondiales et notamment le niveau des exportations suisses. Dans le contexte actuel, même si le pire n'est évidemment jamais certain, il faut bien considérer que la crise a plus de probabilités de s'intensifier que de se résoudre dans les prochains mois.

Inventaires - Variation des stocks



Taux de change CHF (base 100)



Le risque pour l'économie suisse est donc avant tout lié à l'évolution des négociations entre ces deux partenaires. Nous considérons aujourd'hui qu'une résolution des tensions serait évidemment souhaitable et rationnelle, mais n'excluons pas qu'une dégradation de la situation intervienne auparavant et ne remette en question les perspectives de croissance du PIB suisse pour 2019.

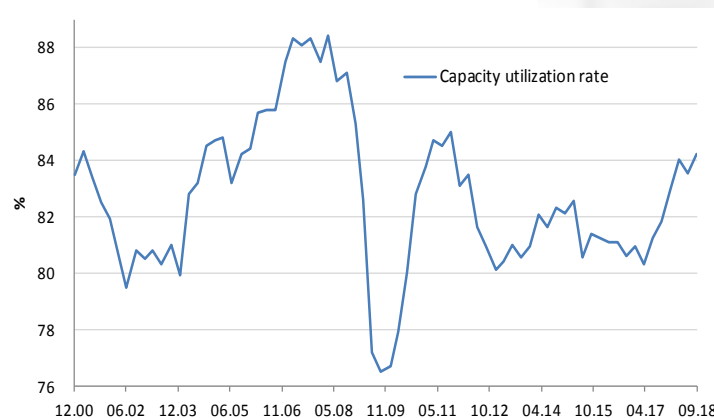
Les indicateurs avancés pointent vers un renforcement du secteur manufacturier

L'indice du KOF a poursuivi son déclin depuis le sommet de novembre 2017 (110.3), qui marquait le plus haut degré d'optimisme depuis 2010, et s'est établi à 100.3 en août. L'indice PMI manufacturier confirme la reprise très sensible dans l'industrie et se situe (64.8) presque au plus haut (65.6) des dix dernières années. L'indicateur des nouvelles commandes souligne l'excellence des perspectives pour les prochains mois, avec une progression de 61.9 à 67.6. Du côté des services, la baisse de 63.9 à 58.2 de l'indicateur avancé suggère une perte de momentum du secteur qui semble toucher aussi bien le niveau d'activité que les nouvelles commandes, le niveau de vente et les prix. Trois ans après l'abandon du taux plancher par la BNS, le secteur manufacturier se porte donc à nouveau bien, mais les risques évoqués engagent à rester prudent et envisager une baisse de l'intensité de l'activité au cours des prochains mois.

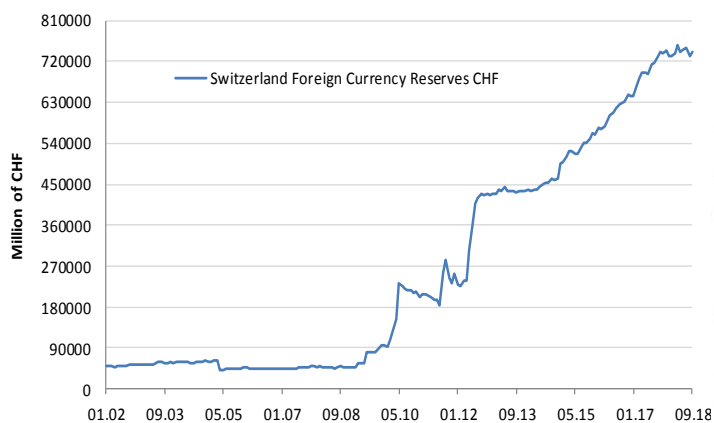
La consommation privée devrait être soutenue par un retour de la confiance

Le taux de chômage en Suisse est stable (2.4%) depuis plusieurs mois, alors même que la dynamique économique s'intensifie et que les entreprises suisses se déclarent prêtes à recruter davantage de personnel. Des tensions devraient se manifester sur le marché de l'emploi et permettraient peut-être, enfin, une progression des salaires nominaux. Ces facteurs sont positifs pour l'évolution de la confiance des ménages et surtout pour l'évolution de la consommation dans notre pays qui reste une composante majeure du PIB.

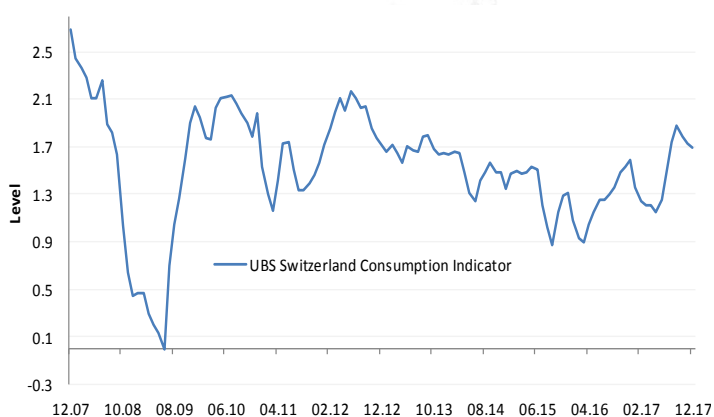
Taux d'utilisation des capacités



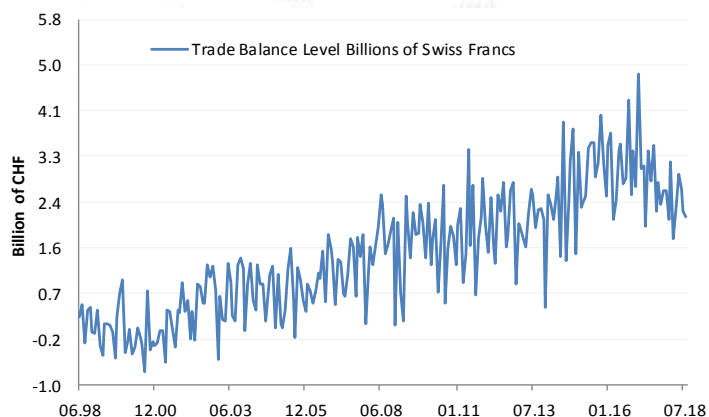
Réserves de change de la BNS



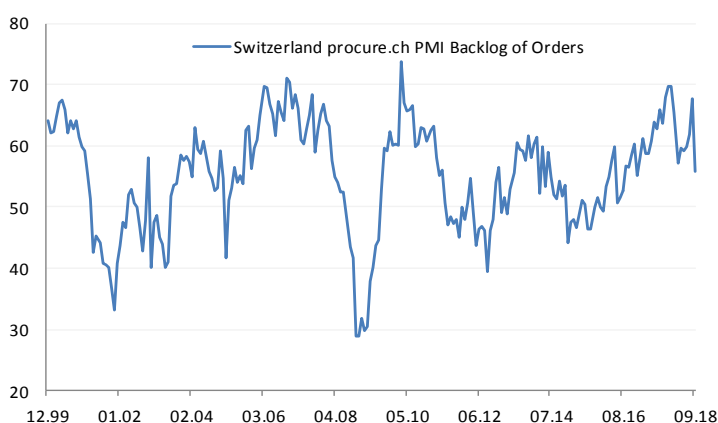
Indicateur UBS de la consommation en Suisse



Solde de la balance commerciale



Carnet de commandes



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 aux dépenses publiques pour contribuer positivement au PIB.

Relance attendue du commerce extérieur

Depuis le pic de janvier 2017, le solde mensuel du commerce extérieur (2.13 en août) s'est stabilisé entre CHF 2 et 3 milliards sans montrer de signes clairs de reprise pour l'instant. Nous estimons cependant que l'amélioration des conditions économiques internationales et un franc moins fort devraient enfin permettre une relance des exportations. La reprise du secteur horloger se poursuit à un rythme cependant moins élevé, avec des exportations en hausse de +5.5% sur un an en août. Globalement, après deux trimestres plus difficiles, les exportations de marchandises ont à nouveau progressé de +2.6% ; une tendance qui nous semble devoir s'affirmer au cours des prochains mois et soutenir la croissance du PIB.

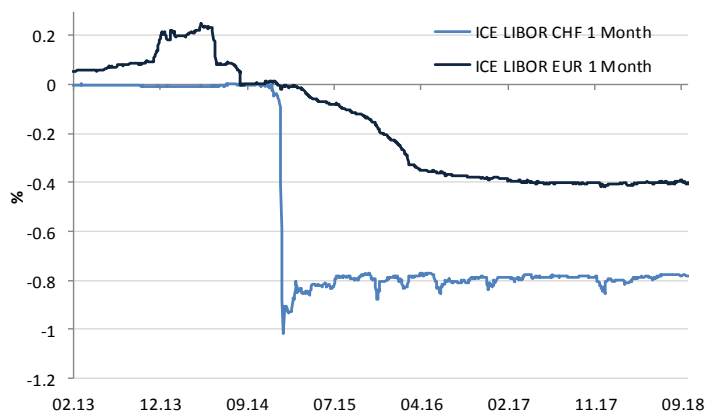
L'accélération de la croissance renforce temporairement le franc suisse

Notre prévision à long terme faite en janvier 2015 d'un retour du taux de change euro/chf à 1.20 s'est réalisée le 20 avril 2018. Nous indiquions alors qu'une poussée de l'euro à 1.20 était probable à long terme, 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 des derniers mois s'est produite dans un contexte politique incertain en zone euro, ce qui a conduit à une appréciation du franc initialement attendue comme temporaire. Dans le contexte présent de conjoncture économique particulièrement favorable dans notre pays, nous considérons maintenant que le différentiel de croissance économique est, pour l'instant, en faveur du franc suisse. Désormais, il devient donc impératif de pouvoir observer une performance économique de la zone euro sensiblement plus importante que la croissance actuelle, pour permettre d'envisager une nouvelle phase de faiblesse du franc. Le différentiel de taux d'intérêt entre le franc et l'euro n'a pas sensiblement changé et nous estimons toujours que la BNS ne remontera pas aussi rapidement ses taux directeurs que ne le fera la BCE. Entre temps, le taux de change devrait se stabiliser entre 1.12 et 1.17 contre euro, comme les réserves de devises de la BNS, qui n'ont diminué de 757 milliards à 730.9 milliards qu'en raison de l'appréciation du franc.

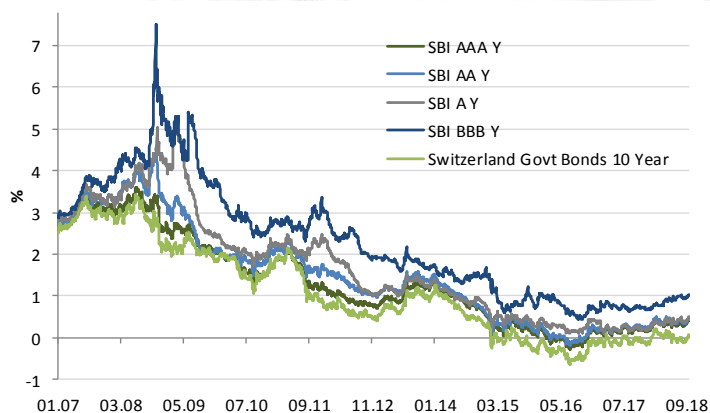
Pentification en cours de la courbe des taux

La normalisation des taux longs en Suisse a bien débuté à l'été 2016, mais cette première phase d'ajustement s'est rapidement stabilisée au niveau de 0% sur les taux à dix ans de la Confédération. Désormais, l'accélération du rythme de croissance du PIB et la reprise de l'inflation suisse au-delà de 1.3% sur un an suggèrent une normalisation des taux longs plus sensible. Nous prédisons, au trimestre précédent, la fin des « micromouvements » sur les taux longs et une accélération du processus de normalisation des taux qui nous semblent désormais enclenchés. En conséquence, nous devrions encore assister en 2019 à une pentification de la courbe des taux, puisque la politique monétaire de la BNS restera inchangée et retiendra la hausse de rendement sur la partie courte. La tendance haussière pour les taux longs suisses devrait donc légèrement s'affirmer, alors que le différentiel de rendement avec les taux longs allemands devrait s'accroître, en raison notamment du renforcement de la dynamique européenne et de la fin programmée des achats d'obligations de la BCE.

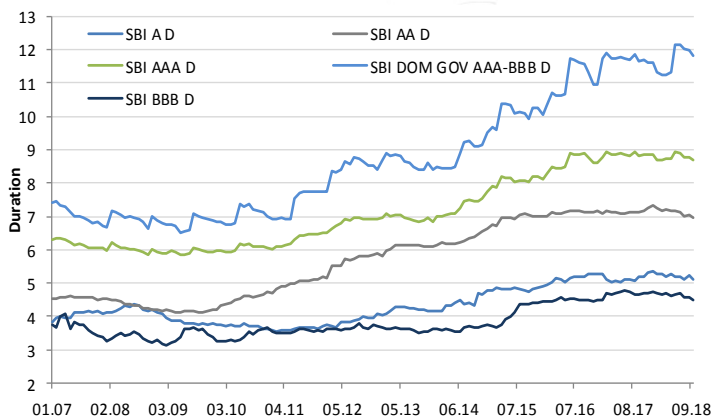
Différentiel de taux Libor 1 mois



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



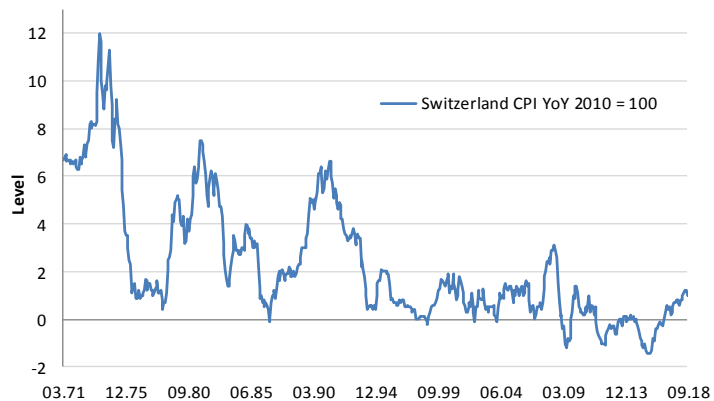
Duration des obligations suisses



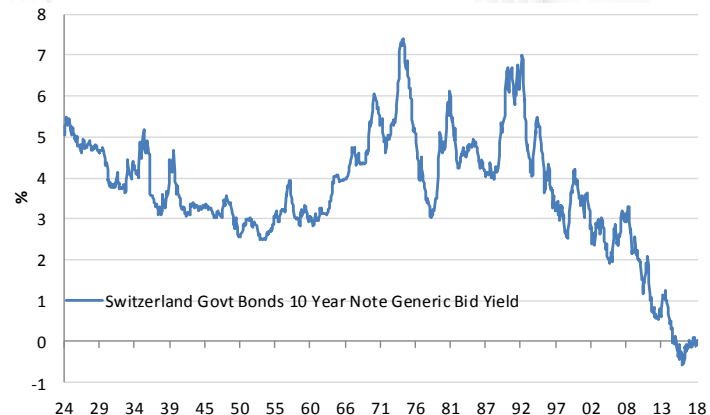
Ecart de rendement



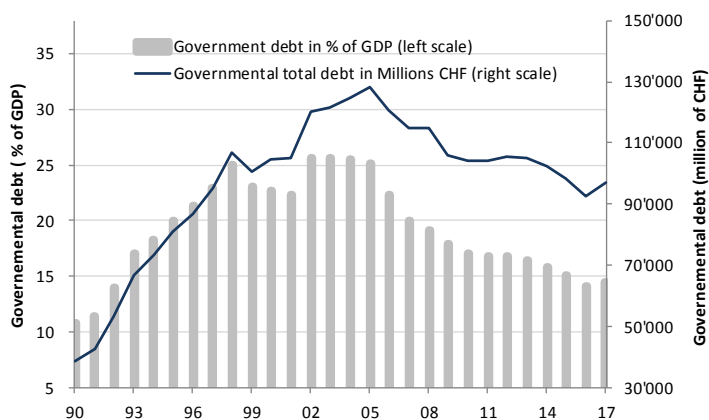
Inflation CPI



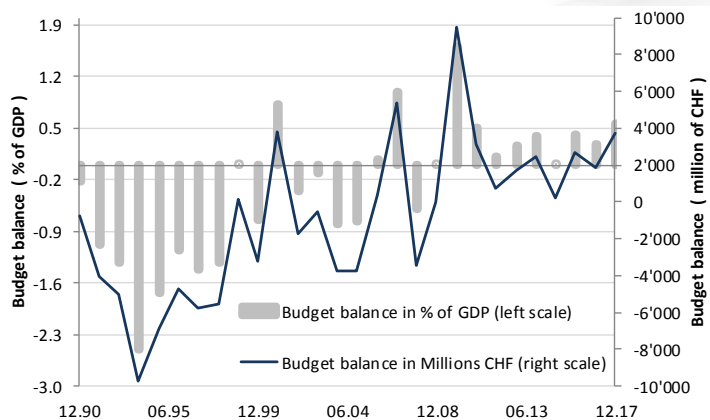
Taux longs de la Confédération depuis 1924



Dette totale de la Confédération



Solde budgétaire de la Confédération



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Zone Euro

- La croissance du PIB est plombée par le commerce extérieur
- Indicateurs avancés en perte de vitesse
- Trump est le principal facteur d'incertitude
- La BCE repousse l'échéance pour une hausse de taux directeurs
- Prochaines tensions sur les taux longs



La croissance du PIB est plombée par le commerce extérieur

L'évolution du PIB européen a encore été marquée au T2 par divers facteurs freinant la dynamique exceptionnelle enregistrée en 2017. En effet, l'économie européenne avait, pendant une courte période, réalisé une performance (+2.7%) supérieure à celle des Etats-Unis (+2.5%) au T4 2017. Mais depuis le début de l'année, la croissance trimestrielle s'est stabilisée à +0.4% pour un résultat sur un an de +2.1% plutôt décevant et nettement en dessous des performances réalisées par l'économie américaine. Les contributions principales à la hausse du PIB ont encore été la consommation des ménages, l'investissement des entreprises, les dépenses publiques et la variation des stocks. Les investissements en capital ont été le plus fort contributeur au T2 (+0.3%), grâce à une progression de +1.2%. Les trois autres sources de contribution positive ont apporté chacune +0.1%.

A contrario, le commerce extérieur a pénalisé la croissance du PIB, en raison d'une hausse plus faible des exportations (+0.6%) que des importations (+1.1%). La force de l'euro a certainement été un facteur essentiel de dégradation du solde de la balance commerciale, qui s'est poursuivie au cours des derniers mois. En juillet, le solde positif se réduisait à 12.8mrds d'euros enregistrant un déclin de -45% par rapport à la fin décembre 2017 (22.7mrds).

Cependant, on devrait pouvoir considérer que, malgré la hausse des tensions commerciales entre l'UE et les Etats-Unis pendant l'été, la correction de l'euro de près de -10% de 1.24 à 1.14 contre le dollar puisse développer à nouveau des effets positifs sur les exportations européennes à l'avenir. Mais à court terme, il semblerait au contraire que l'incertitude prime encore et affecte négativement la demande extérieure. L'évolution de l'économie allemande est restée une composante essentielle du résultat globalement positif de la dynamique européenne. Avec une croissance de +0.5%, la première économie de la zone euro a, en effet, enregistré un meilleur résultat que l'ensemble

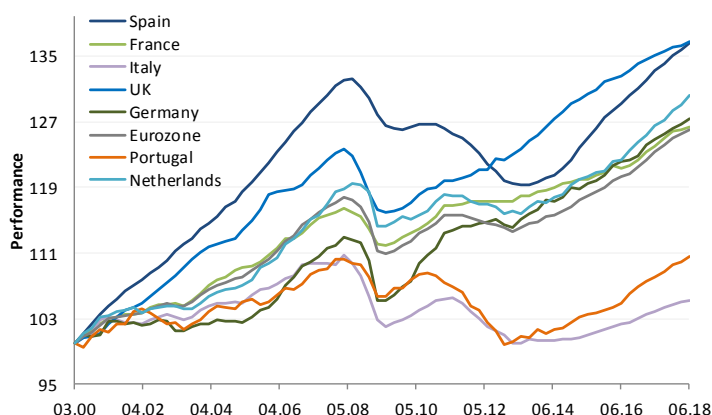
des dix-neuf pays membres. Les contreperformances de la France (+0.2%), de l'Italie (+0.2%) et de l'Irlande (-0.6%) ont pesé sur le résultat de la zone euro. Leurs contributions n'ont pas pu être compensées par les performances positives de plus petits pays plus dynamiques tels que le Luxembourg (+2%), Malte (+1.9%), l'Estonie (+1.4%) ou la Slovaquie (+1.1%). Il y a quelques mois, nous relevions qu'il convenait de rester prudent en matière de prévisions conjoncturelles pour la zone euro, dans un contexte d'affaiblissement notable des indicateurs avancés et de l'émergence de nouveaux risques politiques. Au cours des derniers mois, l'économie européenne a dû faire face à l'accroissement des tensions commerciales avec les Etats-Unis, aux effets indirects causés par la crise turque et à la question italienne toujours préoccupante.

Indicateurs avancés en perte de vitesse

Les indicateurs avancés restent heureusement positifs, mais ils sont encore en déclin. Ils ne montrent, par conséquent, toujours pas de signes permettant d'envisager une relance et une nouvelle accélération de la conjoncture. L'indice Markit PMI composite a, en effet, encore glissé de 54.5 à 54.1 en septembre, montrant un affaiblissement de la tendance, confirmé par la composante des nouvelles commandes également en baisse de 54.3 à 53.9. Les perspectives semblent quelque peu meilleures pour les services, dont l'indicateur progresse de 54.4 à 54.7. La performance de l'économie de la zone euro est étroitement liée à celle de l'Allemagne ; on pourrait donc s'inquiéter de la chute régulière de l'indice PMI manufacturier allemand, en nette repli de 63.3 en décembre 2017 à 53.7.

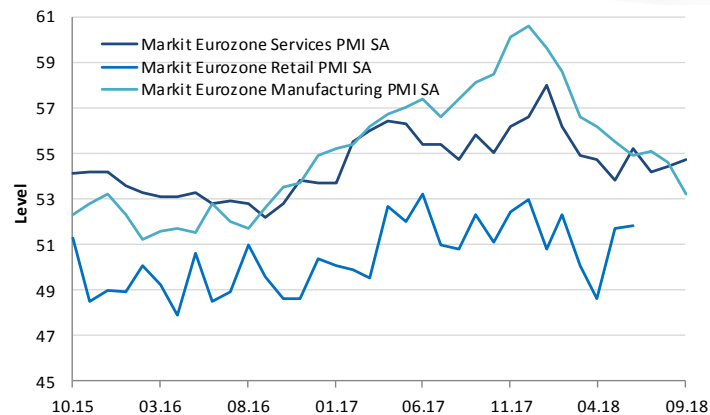
Cette tendance négative se poursuit dans le contexte de tensions commerciales croissantes, de contraction de la production industrielle et de baisse des commandes. Cette constatation est similaire en Hollande et en Espagne. Les prévisions de croissance pour la zone euro sont ainsi sensiblement plus incertaines aujourd'hui.

Croissance du PIB - Eurozone

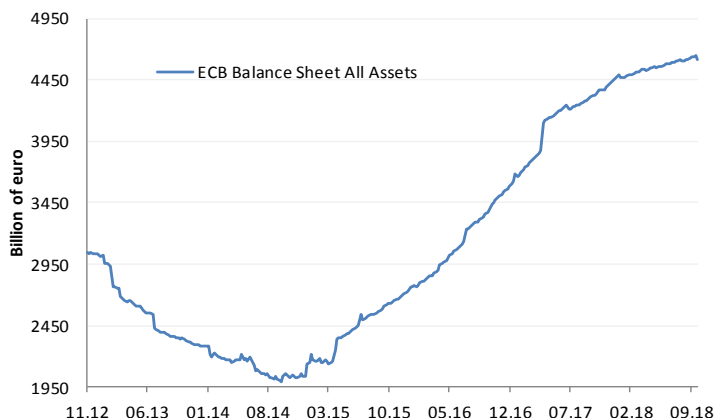


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PMI manufacturier, service et détail - Eurozone



Bilan de la BCE



Trump est le principal facteur d'incertitude

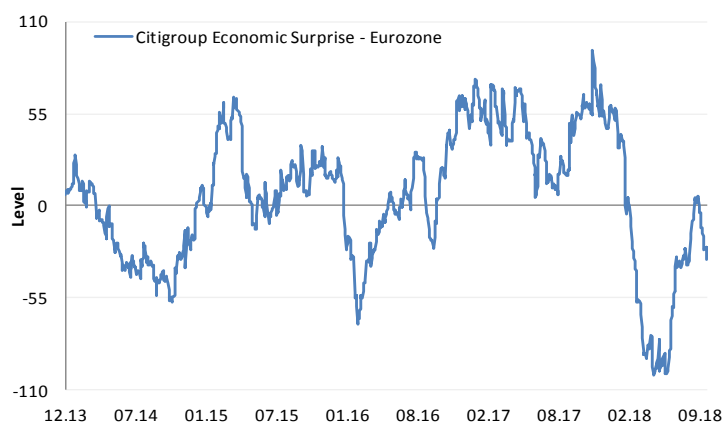
Le Brexit n'est plus une source d'inquiétude majeure pour la zone euro. Il a été largement relégué au second plan par la crise italienne et, surtout, par la montée des tensions entre Washington et Bruxelles sur la question du déficit commercial. C'est désormais clairement le facteur d'inquiétude principal affectant le climat des affaires et le sentiment des consommateurs. Le président de la Commission européenne avait pourtant fait des concessions au président américain pour tenter de désamorcer la guerre commerciale initiée par ce dernier. Il avait alors été convenu que l'UE s'engage à importer plus de soja américain et de gaz liquéfié. L'union avait également accepté de réduire les droits de douane sur certains produits importés.

Pourtant, ces mesures n'ont pas complètement écarté les risques d'introduction de taxes douanières pouvant frapper davantage les importations de véhicules européens. L'Europe veut, à tout prix, éviter de nouvelles tensions et s'apprête même à rouvrir un dossier de plus de trente ans sur la question des quotas d'importation de bœuf américain. La pression imposée par Donald Trump est sérieuse. L'incertitude subsiste donc, malgré les concessions faites, en raison de son acharnement à vouloir considérer l'excédent commercial allemand presque au même titre que celui de la Chine, faisant ainsi craindre de nouvelles mesures coercitives.

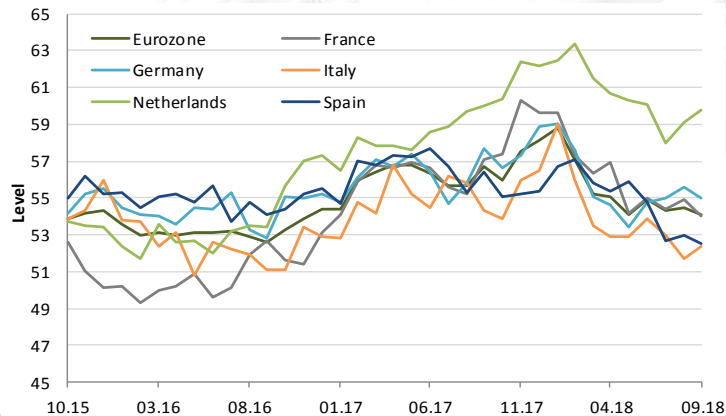
Climat de confiance mis à l'épreuve

L'indicateur de la Commission européenne, mesurant le degré de confiance économique, a enregistré son neuvième mois consécutif de déclin. Les ménages, comme les industriels, semblent de plus en plus concernés par l'évolution du contentieux commercial entre les grandes puissances économiques. Le déclin de l'indice du climat industriel a été plus fort en Allemagne et en France, deux pays dont les industries automobiles risquent de faire les frais d'une guerre commerciale. Il faut finalement se tourner du côté des services pour voir une amélioration des indicateurs avancés, car le sentiment des consommateurs a lui aussi marqué le pas, malgré un taux de chômage tou-

Citigroup Indicateur de surprise économique - Eurozone



PMI Composite - Pays



jours en diminution. La crise des marchés émergents et la situation en Turquie ont aussi pesé sur l'évolution du sentiment général. L'Europe est certainement plus directement concernée par une dégradation des fondamentaux des pays émergents, en raison de liens économiques plus importants.

Encore un peu de stabilité pour l'euro

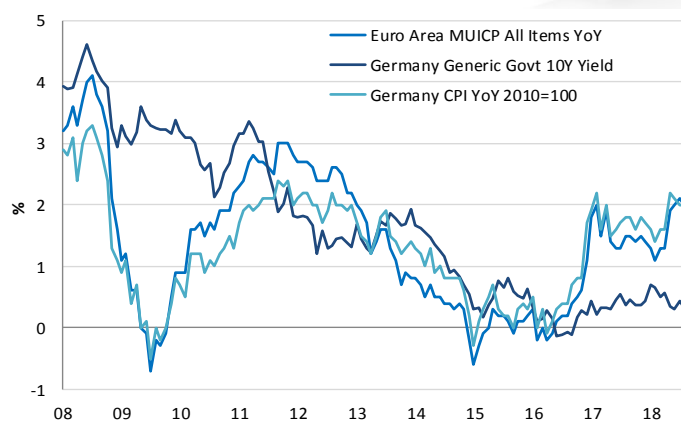
A court terme, l'euro est affecté négativement par la crise italienne. Mais c'est, avant tout, l'accroissement du différentiel de taux d'intérêt avec le dollar US et les divergences de performances économiques qui pèsent sur la paire. La BCE devait s'inquiéter de la force de l'euro en première partie d'année, elle doit désormais être rassurée par sa récente faiblesse.

L'euro devrait poursuivre sa stabilisation contre le dollar, mais il devrait s'apprécier pour se rapprocher une nouvelle fois du niveau de 1.20 CHF. Le différentiel de taux longs devrait, à notre avis, s'accroître en début d'année 2019 en faveur de l'euro.

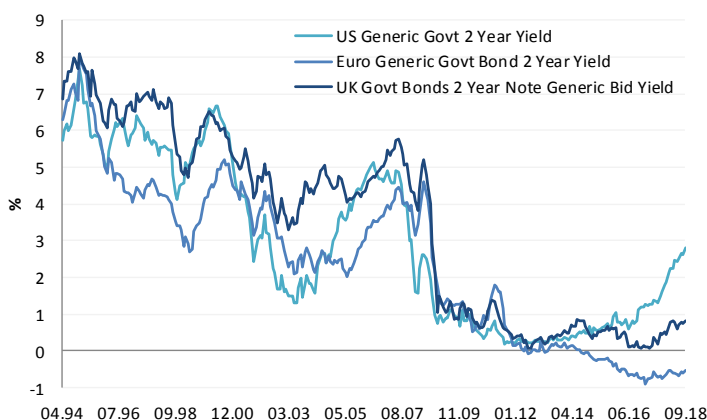
La BCE reste confiante mais repousse l'échéance pour une hausse de taux directeurs

Lors de sa dernière réunion, la BCE a annoncé qu'elle révisait ses perspectives de croissance du PIB pour 2018. La révision est modeste puisqu'elle porte sur une diminution de +2.1% à +2%, soit à peine 0.1% de croissance de moins qu'initialement attendu. Elle motive sa décision par les risques de diminution de la demande extérieure, tout en considérant malgré tout que les risques entourant les perspectives de croissance peuvent encore être évalués comme étant globalement équilibrés. Par ailleurs, elle confirme aussi que les risques liés au protectionnisme et à la vulnérabilité des marchés émergents ont gagné en importance. Lors de sa réunion de septembre, la BCE a donc maintenu, sans surprise, ses taux directeurs inchangés à -0.4% pour les dépôts (réserves excédentaires des banques) et 0.25% pour son taux de prêt, tout en confirmant qu'elle ne remonterait ses taux sans doute pas avant l'été 2019.

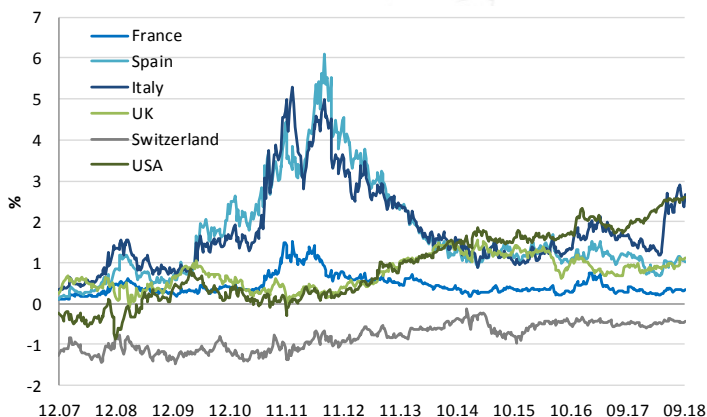
Taux d'intérêt à 10 ans - CPI



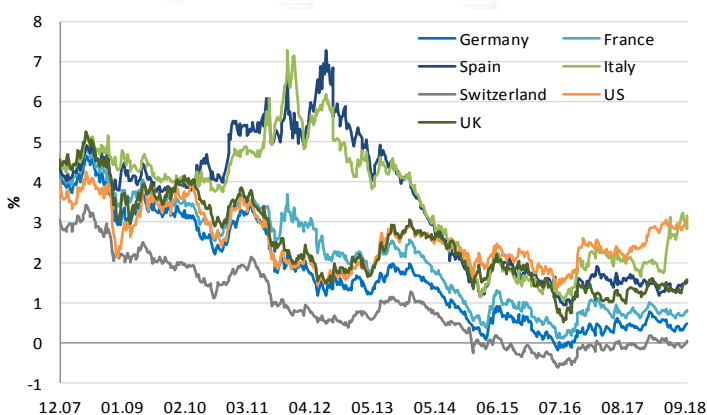
Taux gouvernementaux à 2 ans (US, Euro, UK)



Prime de risque gouvernement vs Bund



Taux à 10 ans des obligations gouvernementales



Cependant, le ralentissement conjoncturel actuel pourrait repousser à plus tard une première hausse de la BCE, en particulier si l'économie mondiale devait également connaître une croissance plus faible au second semestre 2019. En ce qui concerne, le « quantitative easing », le rythme actuel de 30mrds d'euros par mois sera réduit à 15mrds par mois jusqu'en décembre, puis à zéro dès 2019. La BCE poursuivra ensuite, pendant une période prolongée, le réinvestissement de la dette arrivant à échéance après la fin des achats nets, afin de maintenir aussi longtemps que nécessaire les conditions de liquidité favorables et un degré élevé de soutien monétaire.

Nous estimons que la BCE ne prendra pas de risque de normalisation de sa politique de taux directeurs avant le dernier trimestre 2019. Il faudra encore quelques trimestres de relance de la croissance et d'amélioration de l'emploi pour que la BCE agisse. L'inflation devra être « résiliente » pour conforter l'institution de modifier sa position sans risquer d'affecter la dynamique conjoncturelle et les conditions financières. Par ailleurs, la BCE attendra certainement une faiblesse de l'euro et une relance de l'inflation pour remonter ses taux directeurs.

Prochaines tensions sur les taux longs

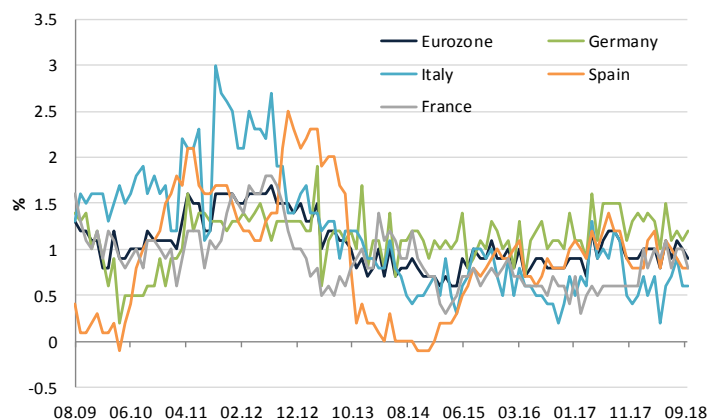
La BCE évoque une inflation vigoureuse dans la zone euro. Le président Draghi semble convaincu que le marché de l'emploi montrera toujours plus de signes de pressions à la hausse sur les salaires, ce qui conduira à une progression de l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois. Il est vrai que la tendance est positive et que les salaires ont effectivement enregistré une certaine accélération à la hausse (+2.2%) au 2ème trimestre ; le taux de chômage est au plus bas depuis dix ans (8.3%) et le taux d'emploi (67%) de la population est également au plus haut.

L'inflation a atteint +2.1% en septembre, un résultat qui semble confirmer la vision du président de la BCE, mais dont la composante « core » a ralenti à +0.9% pendant la même période. Nous pensons que cette évolution à court terme contredit quelque peu l'appréciation de la BCE et pourrait contribuer à repousser en fin 2019 une première hausse de taux directeurs. Ce développement affecte également la perception du niveau normal des taux longs qui reste liée à l'appréciation de l'évolution de l'inflation, du taux de croissance et de la politique quantitative de la BCE. Le changement annoncé par la BCE modifiera très prochainement la dynamique de l'offre et de la demande.

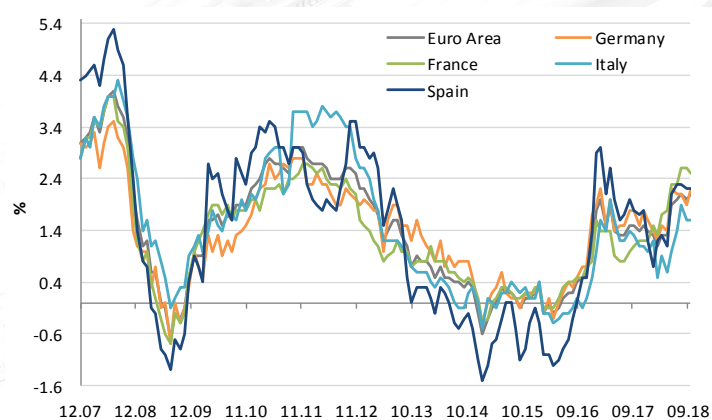
Les achats de la BCE avaient presque absorbé la totalité des nouvelles émissions nettes de titres souverains de la zone euro ; leur disparition soutiendra la hausse des rendements. La chute de la demande dans un contexte économique positif ne manquera pas de provoquer une hausse des taux longs en début 2019. Le taux à dix ans du Bund allemand a dépassé 0.55% et réagira désormais certainement plus nettement à toute nouvelle concernant l'inflation. Après une longue phase de consolidation autour de 0.5% à dix ans, les taux des obligations d'Etat allemandes devraient à nouveau se tendre et remonter vers 0.75%-1% en début 2019.

L'évolution de la crise italienne reste un facteur, temporaire sans doute, qui pourrait freiner ou interrompre cette tendance. L'affaiblissement de l'euro contre dollar est également une variable importante dans l'appréciation du potentiel de hausse des taux longs. Nous pensons désormais que ce facteur n'est plus un frein à l'ajustement logique de la courbe des taux en zone euro. Bien que la décision de la BCE ne soit pas une surprise, nous estimons que son impact réel ne se fera sentir que dans les prochains mois. Ce n'est qu'à ce moment que les investisseurs prendront complètement en considération les risques de correction des cours. Nous recommandons de ne pas attendre avant de réduire encore le risque obligataire en euro.

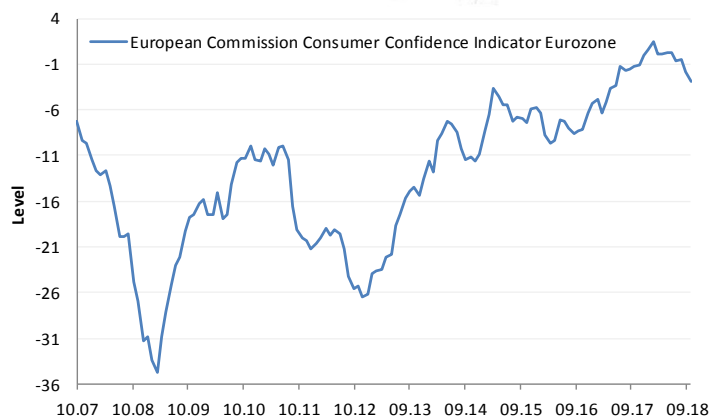
Eurostat CPI - inflation sous-jacente (Eurozone, YoY)



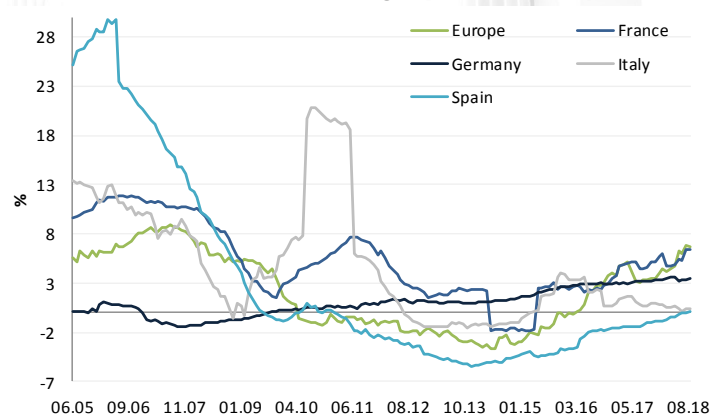
Eurostat CPI - all items (Eurozone, YoY)



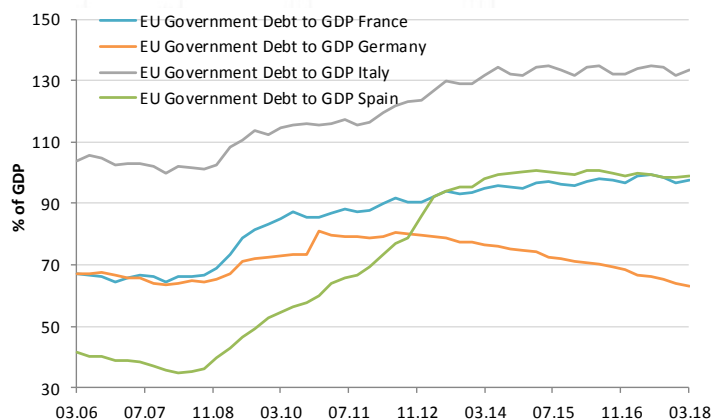
Confiance des consommateurs - Eurozone



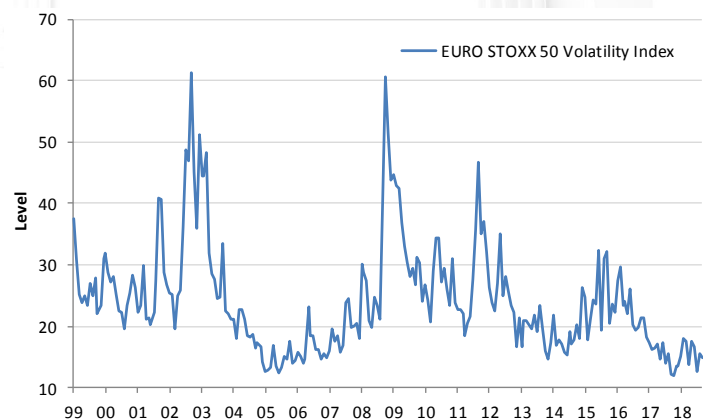
Prêts et crédits aux ménages (Eurozone - YoY)



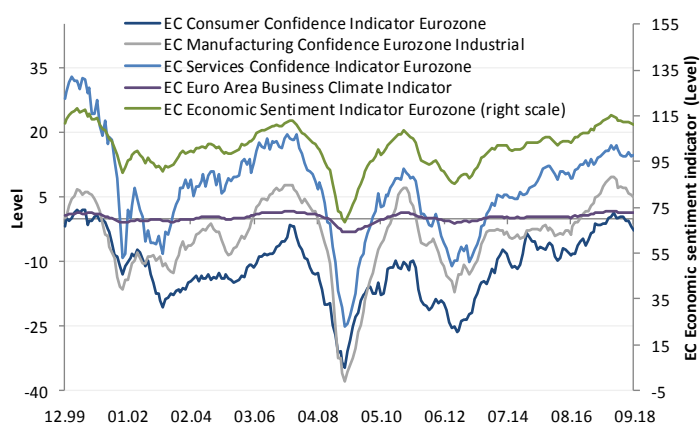
Endettement des gouvernements



Indicateur de volatilité - Eurozone



Confiance en Europe (Economic Confidence Index)



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Royaume-Uni

- Theresa May affaiblie par le rejet de l'UE du « plan de Chequers »
- La Livre reste l'otage de la situation politique
- PIB meilleur qu'attendu au T2 (+0.4%)
- Faibles perspectives de relance du PIB
- Nouvelle période d'inaction pour la BoE

Theresa May encore un peu plus affaiblie par le rejet de l'UE du « plan de Chequers »

Les dirigeants européens ont rejeté le « plan de Chequers » et affaiblissent encore un peu plus Theresa May, qui va avoir beaucoup de difficultés à rassembler son parti derrière elle lors du congrès des conservateurs. A seulement six mois de l'échéance, la confusion règne et la guerre de position s'intensifie. L'ex-ministre des Affaires étrangères, Boris Johnson, durcira sans doute davantage le ton en tentant d'imposer la ligne dure qu'il a toujours souhaitée. La Première ministre est, elle en revanche, dans une situation inextricable, car elle ne dispose que d'une faible majorité au Parlement, qui pourrait être insuffisante en cas de rébellion d'une partie de ses députés. Elle a beau soutenir que sa proposition était la seule permettant d'assurer des échanges commerciaux transfrontaliers et de maintenir une frontière ouverte sur l'île d'Irlande, elle aura la plus grande difficulté à convaincre que sa proposition est dans l'intérêt national. Elle devra pourtant revoir rapidement sa proposition pour présenter une nouvelle version acceptable lors du sommet européen des 18-19 octobre. Sans avoir l'air de faire de concession à l'UE, cette tâche sera bien ardue.

Les tensions s'accroissent chez les conservateurs. Les diverses fractions fourbissent leurs armes pour ce qui semble désormais se dessiner comme l'un des tournants du Brexit. Il est peut-être encore un peu tôt pour craindre un renversement soudain de la position occupée par la Première ministre, car il semblerait que personne n'ait réellement envie de relever le challenge de remplacer Theresa May pour gérer le Brexit à ce jour. Mais on s'approche toutefois du moment où le parti pourrait bien s'affronter non plus sur la définition de la forme que pourrait prendre le Brexit, mais bel et bien sur la question de l'organisation d'un nouveau référendum pour sortir de l'impasse dans laquelle le vote du 23 juin 2016 a poussé la politique britannique. Theresa May s'est engagée à mener le Royaume-Uni vers la sortie de l'UE. Elle cherche sans doute la meilleure voie possible pour atteindre ce but. Mais du côté de l'aile droite, on ne veut entendre parler que d'un Brexit « dur » et sans

concession, comme cela avait été « promis » au peuple lors du référendum. Désormais, une fraction de plus en plus importante du parti semble prête à vouloir remettre en question le concept même du Brexit. L'aile europhile du parti fera donc entendre sa voix et ne devrait pas hésiter à proposer une approche plus pragmatique, face à la complexité et au coût astronomique représenté par le Brexit.

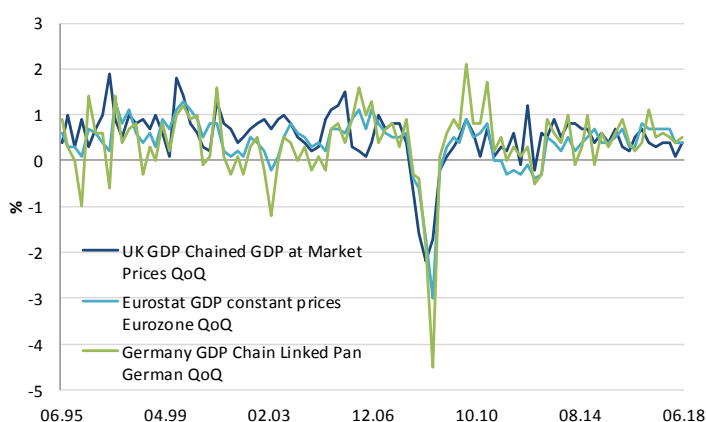
La voie d'un nouveau référendum fait son chemin pour sortir de l'impasse

Theresa May reste opposée à l'organisation d'un nouveau référendum ; mais les sondages montrent que les britanniques voteraient différemment aujourd'hui face à l'incertitude qui pèse depuis deux ans sur l'avenir du Royaume-Uni et sur les perspectives économiques du pays, alors que les risques d'un « no deal » s'intensifient avec le rejet du « plan de Chequers ». Les partisans d'un maintien dans l'UE se sont, en effet, renforcés au cours des derniers mois et l'on observe aujourd'hui une chute des partisans du Brexit de 52% en 2016 à seulement 41% aujourd'hui. Un récent sondage de YouGov indique que 45% des personnes interrogées sont favorables à un nouveau vote, tandis que seulement 34% semblent vouloir s'y opposer. « Ce que le peuple à fait, seul le peuple peut le défaire », voilà un adage peut-être très utile dans les prochains mois pour justifier d'un revirement complet d'attitude qui pourrait bien résoudre simplement le casse-tête sur lequel s'épuise la politique britannique depuis des mois, sans trouver de solution acceptable.

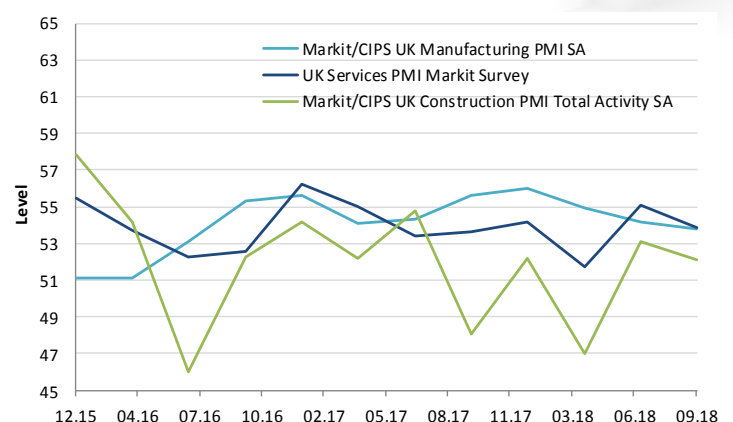
Une partie de la société civile britannique s'est déjà positionnée sur la question, en souhaitant l'organisation d'un nouveau référendum. D'autres figures, comme le très charismatique maire travailliste de Londres, Sadiq Khan, ont apporté leurs soutiens à l'idée d'une nouvelle consultation, une idée également supportée par Tony Blair (travailliste) et John Major (conservateur). Le chef du Parti libéral-démocrate, Vince Cable, a également soutenu cette idée en déclarant que le Brexit n'était pas inévitable et pouvait être arrêté.



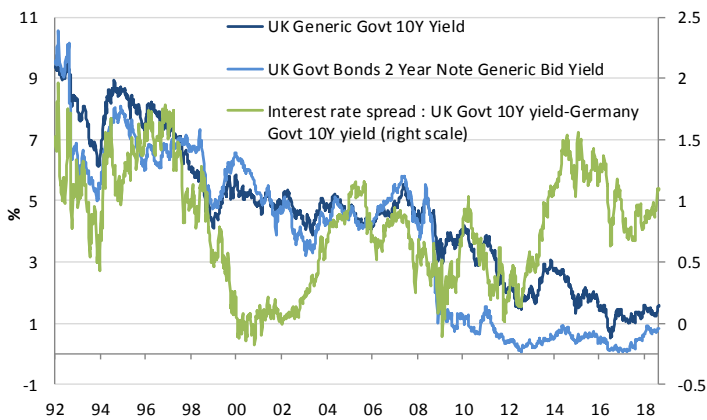
Croissance trimestrielle du PIB - UK



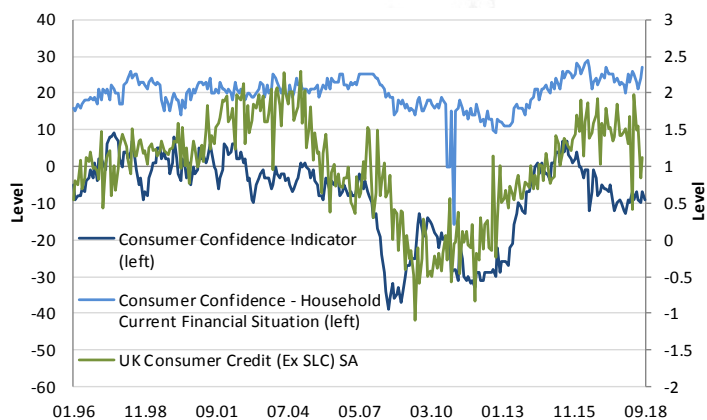
PMI manufacturier, services et construction - UK



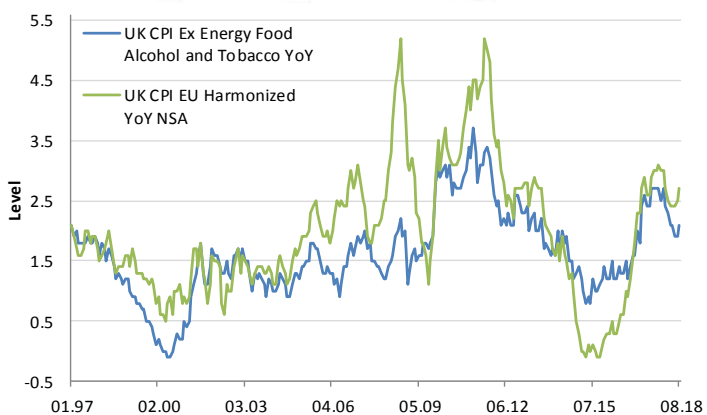
Taux gouvernementaux UK à 2 ans et 10 ans



Confiance des consommateurs



Inflation CPI



Indicateur avancé



Chez les travaillistes, on assiste à un changement radical de position de Jeremy Corbyn. Ce dernier se montre désormais ouvert à un nouveau référendum, influencé sans aucun doute par le sondage de YouGov qui indique que 86% des membres de son parti sont favorables à cette proposition et que 93% d'entre eux voteraient en faveur du maintien du Royaume-Uni dans l'UE.

Du côté de la majorité gouvernementale, les europhiles du parti conservateur considèrent, aujourd'hui, que l'heure est enfin venue de faire entendre leur voix et d'oser proposer un nouveau vote sur le Brexit à la population britannique. Sans prendre position clairement sur la question, il semblerait que la plupart des dirigeants européens souhaiteraient et soutiendraient un second référendum.

Dès lors, il n'est plus improbable que cette solution puisse faire son chemin et gagner toujours plus en popularité au cours des prochains mois pour tenter de renverser le destin du Royaume-Uni. Le Brexit n'est donc peut-être plus une fatalité ! Mais le temps presse et il n'est peut-être pas simple non plus d'organiser un nouveau référendum avant la date butoir du 29 mars. Il faudra encore davantage de pressions, sans doute, afin de pouvoir envisager politiquement cette issue. Et, peut-être, sera-t-il même nécessaire d'étendre les délais prévus à l'art. 50 et retarder la date de sortie pour mettre en œuvre ce processus.

La crise persiste. Un compromis au sein des conservateurs semble difficile à trouver, ce qui pourrait forcer dans l'urgence à la tenue de nouvelles élections ou à l'émergence de la voie médiane. Celle-ci semble être souhaitée par une proportion grandissante de britanniques de plus en plus prêts à mettre fin au psychodrame politique qui n'en finit plus, depuis le vote de 2016.

La Livre reste l'otage de la situation politique

Dans ce contexte, la Livre ne subit plus de dommages majeurs, malgré l'absence d'avancées concrètes 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 sa chute historique suite au Brexit.

Après avoir privilégié le scénario d'une stabilisation du taux de change au 1er semestre 2018, laquelle s'était effectivement produite après la relance du processus de négociations de décembre 2017, nous avons ensuite envisagé un regain de faiblesse, provoqué par le retour des incertitudes liées à l'absence probable d'un accord, à quelques mois seulement de l'entrée en vigueur du Brexit. Le regain de la volatilité annoncé s'est essentiellement produit en juillet et en août par une correction toutefois limitée de la Livre sterling sur le niveau de 1.10 contre euro.

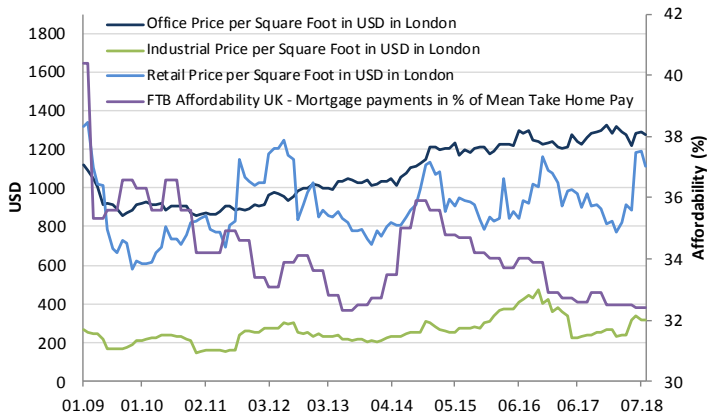
Nous estimons que la Livre devrait rester dans une bande de fluctuation relativement étroite comprise entre 1.12 et 1.15 au cours des prochains mois, soutenue en particulier par la performance économique légèrement meilleure du 2e trimestre.

PIB meilleur qu'attendu au T2 (+0.4%)

Nous attendions une croissance du PIB britannique un peu meilleure au T2 que celle enregistrée au T1, sur la base d'indicateurs avancés plus encourageants et d'une amélioration de la confiance des ménages et des entreprises. La publication du chiffre de croissance du PIB pour le 2ème trimestre s'est effectivement avérée un peu meilleure, essentiellement en raison de la bonne tenue du secteur des services. La croissance de +0.4% était supérieure à celle du 1er trimestre (+0.1%) et dans la tendance des performances trimestrielles de 2017. En rythme annuel, la croissance du PIB s'est stabilisée à +1.2% en juin, un résultat similaire à celui enregistré en mars 2018.

L'économie britannique reste donc à la peine et pourrait rapidement se retrouver dans une situation encore plus délicate, sans une réelle reprise prochaine. La dernière publication des chiffres pour la production industrielle ne montre pas d'amélioration. En base annuelle, la production industrielle ne progresse plus que de +1.1%, après avoir atteint une hausse de +3% en mars.

Prix de l'immobilier au m2



Dans le secteur manufacturier, la production suit le même chemin, en rythme annuel. Elle enregistre en juillet (+1.1%) un net déclin, par rapport au résultat de mars 2018 (+2.5%) qui ne laissait pas présager d'un renversement prochain de tendance et de la hausse surprise en septembre de la production industrielle.

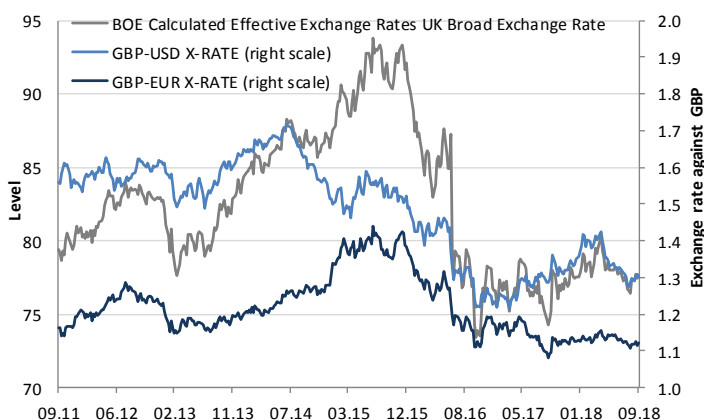
Le déficit de la balance des comptes courants s'est accru plus fortement qu'attendu et s'est monté à 20.3 milliards de Livres, soit l'équivalent de 3.9% du PIB. Les investisseurs se montrent plus inquiets de l'issue du Brexit et s'interrogent sur le bien-fondé de financer le déficit public britannique, si le Royaume-Uni quitte l'UE. Les investisseurs étrangers ont réduit leurs positions en dette gouvernementale britannique de 17.2 milliards de Livre en juillet, ce qui constitue l'un des plus forts retraits des dernières années.

Le déficit de la balance commerciale s'est accru et a ainsi pesé sur la croissance du PIB. Les investissements ont baissé de -0.7%, après un déclin de -0.5% au 1er trimestre. La hausse du PIB a donc été soutenue par la reprise de la consommation (+0.4%). La demande intérieure peut, fort heureusement, bénéficier encore ce trimestre du soutien de la consommation, mais si l'incertitude du Brexit finit par affecter plus significativement le moral des consommateurs, ceux-ci pourraient décider d'épargner un peu plus (+3.9%) que de coutume. Le taux d'épargne est faible au Royaume-Uni ; il pourrait donc aisément progresser et réduire la capacité de consommation des ménages en contrepartie.

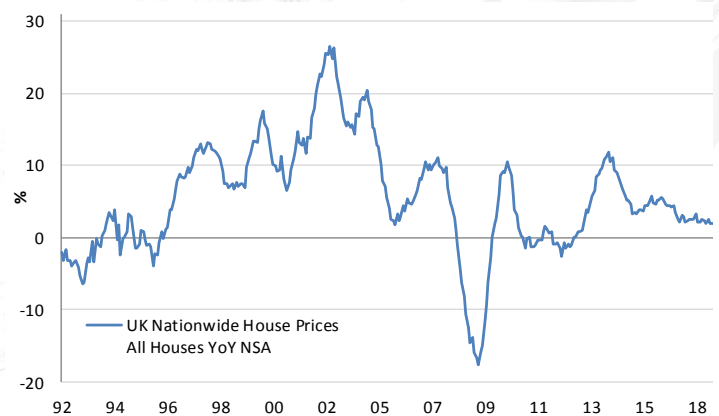
Faibles perspectives de relance du PIB

La croissance du Royaume-Uni reste à la traîne des autres pays de l'Europe, même si les indicateurs économiques suggèrent que le rebond du 2ème trimestre est probablement en train de se poursuivre. L'économie britannique est encore sur une tendance d'un ralentissement qui pourrait faire chuter sa croissance globale à moins de +1.5% sur l'ensemble de l'année. A quelques mois du Brexit et toujours sans visibilité sur l'issue possible du processus, il est bien difficile de ne pas considérer les risques et les dégâts économiques qui pourraient intervenir en l'absence d'un accord.

Taux de change effectifs de la livre sterling



Croissance des prix de l'Immobilier



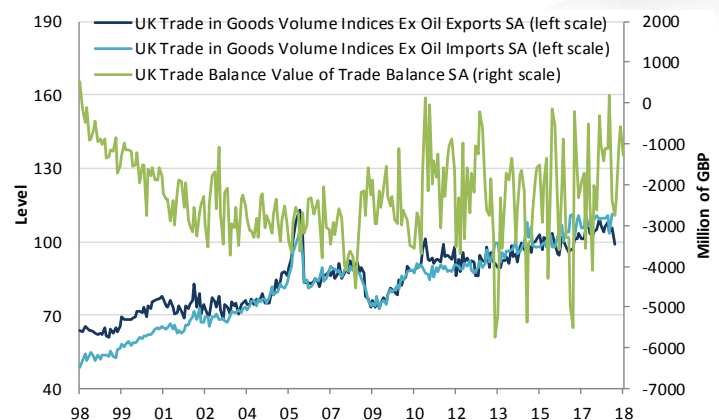
Le secteur manufacturier a enregistré une hausse relativement inattendue du PMI en septembre. L'indice des directeurs d'achat a progressé à 53.8, après trois mois de déclin, ce qui constitue une surprise positive à quelques mois de l'échéance du Brexit. Cependant, il faut rester prudent dans le contexte actuel, même si les commandes à l'exportation se sont légèrement reprises en septembre et que la production industrielle a pu enregistrer une hausse sensible. Les industriels restent prudents, en l'absence de visibilité sur la question du Brexit.

Les perspectives de croissance pour l'économie britannique devraient rester plutôt limitées dans l'environnement actuel. Une reprise en fin d'année semble peu probable.

Nouvelle période d'inaction pour la BoE

Nous attendons une hausse modeste des taux directeurs en seconde partie d'année, qui s'est concrétisée en août par la décision de la BoE de remonter de ses taux 0.25%. Désormais, la politique monétaire devrait rester stable et dans la ligne évoquée par la BoE, qui a laissé ses taux inchangés lors de sa dernière réunion le 12 septembre. La BoE considère que l'évolution de l'inflation est encourageante et que celle-ci devrait progressivement revenir vers l'objectif de 2% qu'elle s'était fixé. Les autorités monétaires britanniques semblent aujourd'hui relativement satisfaites des développements récents dans l'économie et ont donc décidé de maintenir leur taux de référence à 0.75%. Les membres du MPC (Monetary Policy Committee) semblent convaincus, à l'unanimité, du bien-fondé de la stratégie à l'œuvre, qui ne devrait pas mener à de nouvelles hausses de taux en 2018, mais qui pourrait impliquer deux nouvelles hausses en 2019. Les projections économiques se réalisent conformément aux attentes, en particulier en ce qui concerne le rythme de croissance, toujours considéré comme légèrement supérieur au potentiel de l'économie britannique, suggérant, de facto, quelques tensions inflationnistes modérées au cours des prochains mois. Les membres du MPC sont confiants dans l'issue favorable du Brexit et s'attendent à de possibles surprises positives en matière de croissance justifiant leur prévision de futures hausses de taux en 2019.

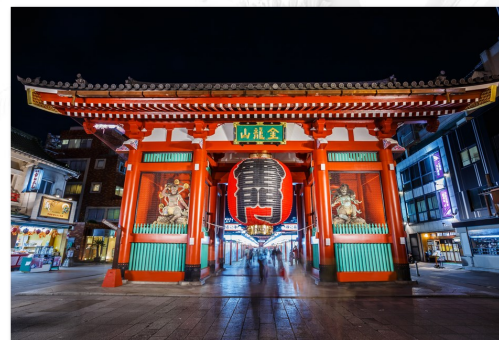
Balance commerciale - Exportations - Importations



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Japon

- Le PIB japonais enregistre un rebond bienvenu après un T1 faible
- La conjoncture devrait rester soutenue au second semestre
- Négociations bilatérales pour éviter le pire
- Profits des entreprises en hausse
- L'inflation profite de la faiblesse du yen



Le PIB japonais enregistre un rebond bienvenu après un T1 faible

Nous avons prévu un tassement de la performance économique du Japon au 1er trimestre qui s'était effectivement matérialisé avec l'annonce du recul de -0.2% du PIB réel pendant le trimestre, notamment en raison d'un contexte monétaire difficile et caractérisé par l'appréciation du yen de +10% contre le dollar. Les aspects monétaires restaient importants, à notre avis, pour l'évolution du PIB japonais au deuxième trimestre et pour le reste de l'année. Nous évoquons, en particulier, la nécessité d'un nouvel affaiblissement du yen vers la zone de 110-115 contre dollar, qui devait permettre à l'économie nipponne d'éviter une récession technique et de retrouver une croissance décente en seconde partie de l'année 2018. La faiblesse du yen s'est concrétisée au deuxième trimestre et s'est ensuite amplifiée pour s'approcher du niveau de 115 yens pour 1 dollar à la fin septembre, soit proche du haut de notre fourchette prévisionnelle de 110 à 115.

Les performances conjoncturelles de l'économie japonaise ont ainsi été instables au cours du 1er semestre 2018. On peut donc légitimement se demander si cette dernière performance, qui s'est avérée nettement supérieure aux attentes, sera durable ou si elle ne sera qu'un feu de paille ? Une croissance de +0.7% au T2 et de +3% annualisée représente la plus forte croissance depuis le début 2016 ; il n'y aura donc certainement que peu de prévisionnistes pour « parier » sur une poursuite à ce rythme élevé de la croissance pour l'ensemble de l'année. D'autant que les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis s'intensifient et que l'archipel n'est pas immunisé contre une éventuelle diminution de l'activité en Chine et en Asie.

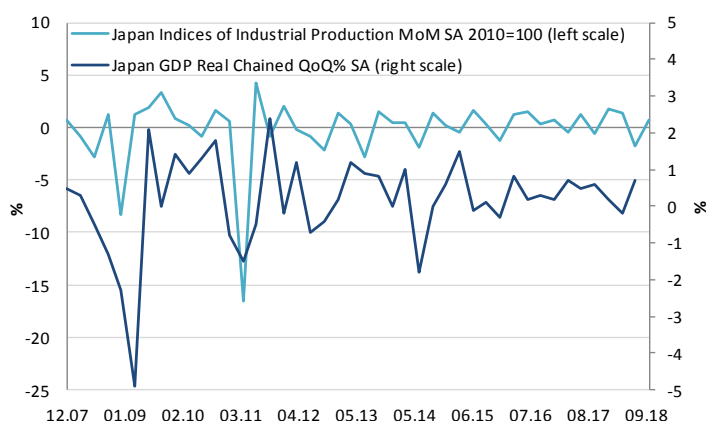
Nous avons évoqué l'affaiblissement de la devise japonaise comme devant être le facteur essentiel à la reprise économique et boursière du Japon. Mais le facteur monétaire n'est certes pas le seul élément expliquant l'évolution récente plus positive du PIB. Les dépenses d'investissement ont contribué favorablement en progressant de +3.1%, soit nettement plus qu'au premier trimestre. Cette nouvelle tendance constitue un développement réjouissant, qui témoigne égale-

ment de l'évolution positive de la confiance des industriels, malgré des indicateurs avancés encore peu optimistes. Au cours du trimestre, la très belle progression de la consommation est, peut-être, le développement le plus intéressant de la dynamique constatée au T2. En effet, après avoir marqué le pas au T1 (-0.1%), la contribution de la consommation privée en hausse de +0.7% a été particulièrement remarquable. Ainsi, la consommation représentant 60% du PIB japonais, une amélioration durable de la tendance de ce segment aurait un impact significatif sur l'évolution du PIB en seconde partie d'année. Nous estimons probable de voir cette tendance positive de la demande intérieure se maintenir en seconde partie d'année. La hausse du yen avait nettement freiné les exportations japonaises au 1er trimestre ; elles voyaient pendant cette période leur taux de croissance plonger de +9.4% sur un an, à la fin décembre à seulement +2.1% à la fin mars. La reprise est donc sensible puisque les exportations japonaises ont avancé de +6.7% en rythme annuel à la fin juin. Une nouvelle tendance positive qui s'est produite dans le contexte évoqué plus haut d'affaiblissement du yen et qui devrait, à notre avis, se poursuivre au second semestre.

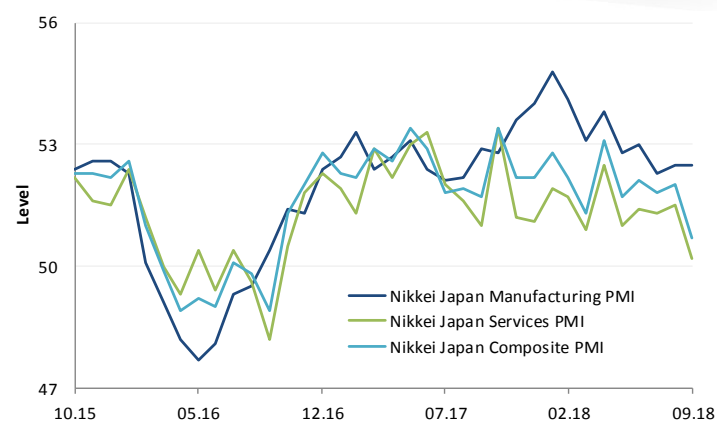
La conjoncture devrait rester soutenue au second semestre

Les tensions commerciales restent certainement l'une des principales sources d'incertitude dans l'appréciation des perspectives macroéconomiques, pour cette fin d'année et pour 2019. L'économie japonaise n'est évidemment pas immunisée contre d'éventuels effets secondaires, qui ne manqueront pas de toucher le Japon, si la crise devait se durcir. Par ailleurs, le président américain pourrait tout à fait vouloir s'attaquer aux excédents commerciaux du Japon, ce qui ajouterait de nouvelles incertitudes sur l'évolution du secteur exportateur nippon. Cela dit, à trois mois de la fin de l'année, il semblerait que les paramètres clés pour l'évolution des exportations et du commerce extérieur japonais restent favorables. La correction du yen a renforcé la compétitivité des produits et services japonais, comme le suggère la progression des exportations globales (+6.6% en août), tant vers l'Asie (50% des exportations) que vers les Etats-Unis.

PIB et production industrielle

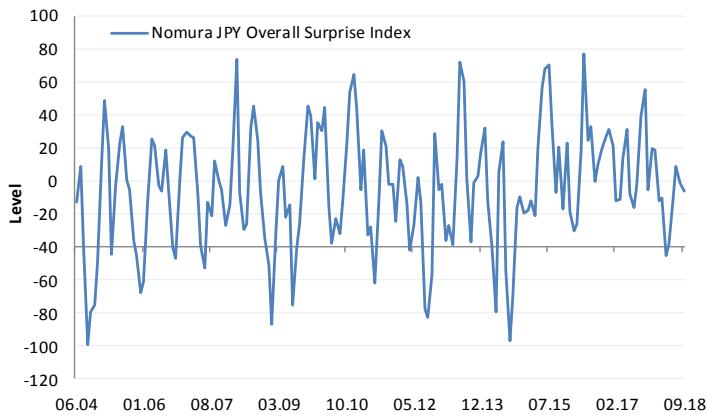


PMI Composite, manufacturier, services - Japon



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Indicateur de surprise économique



Cependant, le commerce extérieur s'est dégradé, malgré la progression des ventes de semi-conducteurs, de véhicules et de bateaux, en raison de la plus forte hausse des importations (+15.4%), phénomène essentiellement dû à l'augmentation des prix de l'énergie. La balance commerciale affiche donc un déficit de 4 milliards de dollars pour le deuxième mois consécutif. Ces développements devraient permettre de diminuer les risques de futures pressions du président américain, d'autant que les importations japonaises en provenance des Etats-Unis ont augmenté de +21.5% sur un an.

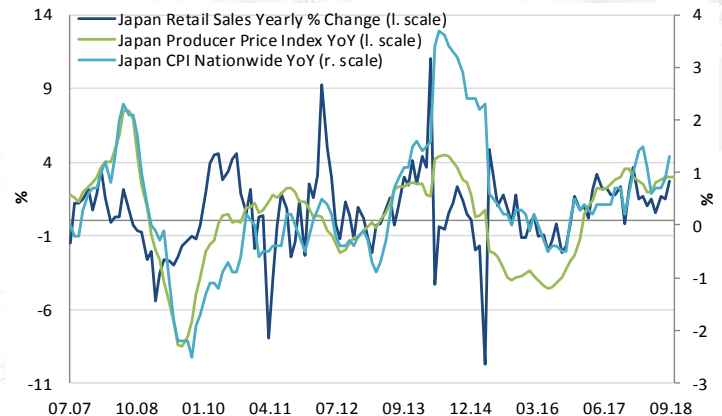
Négociations bilatérales pour éviter le pire

L'économie japonaise peut donc, pour l'instant, à nouveau compter sur un yen légèrement plus faible contre dollar. Elle pourra peut-être aussi compter sur un processus de négociation finalement entamé avec l'administration américaine, qui semble avoir de bonnes chances d'aboutir à un compromis acceptable pour l'industrie japonaise. Le premier ministre Shinzo Abe a, en effet, accepté d'entrer en matière avec l'administration Trump pour entamer de nouvelles négociations bilatérales avec les Etats-Unis. Même si celle-ci ne semble pas être disposée à accepter de concessions importantes, cette nouvelle a tout de même immédiatement profité aux valeurs du secteur automobile visé par les Etats-Unis, qui leur reprochent de ne produire que 50% des véhicules vendus sur le sol américain.

Profits des entreprises en hausse

Les entreprises japonaises devraient profiter du contexte macro-économique favorable ainsi que de l'affaiblissement du yen. Le dernier sondage publié dans l'enquête « Tankan » de la Banque du Japon, suggérait plutôt un repli du baromètre de confiance des grandes entreprises manufacturières, mais les prévisions moyennes en matière de taux de change se situaient, pour la fin de l'année (107.4 yen), bien en dessous du niveau actuel (114 yen). Ce différentiel, s'il devait se maintenir comme nous le pensons, devrait permettre des révisions à la hausse des profits des entreprises japonaises. Le gouvernement espère toujours que la croissance des profits des entreprises se transmettra au consommateur par une hausse progressive des salaires. Il peut donc à

Inflation (CPI et PPI) et ventes de détail



nouveau se réjouir de la hausse de +17.9% sur un an des profits annoncée à la fin juin, après un premier trimestre particulièrement anémique (+0.2%) et inquiétant. La consommation bénéficiera, sans doute en seconde partie d'année, de ce facteur positif. Les dépenses des ménages sont attendues en hausse, grâce à l'évolution positive des salaires. La croissance du PIB devrait donc encore bénéficier d'une progression de la demande extérieure et d'une nouvelle dynamique de la consommation. L'affaiblissement du yen devrait soutenir la relance de l'économie japonaise en fin d'année.

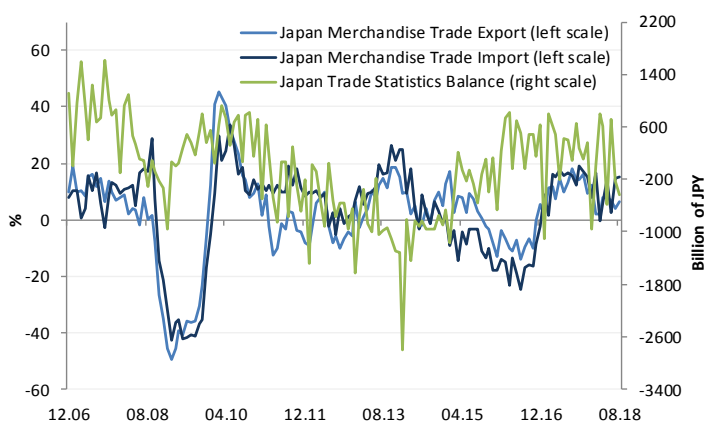
Relance timide des dépenses des ménages

La progression des dépenses des ménages est évidemment faible (+0.1%) en juillet, mais elle a le mérite d'interrompre une séquence de cinq baisses consécutives de la consommation. Les consommateurs japonais restent donc particulièrement prudents, malgré un niveau de chômage toujours très bas (2.4%), les ventes de détails avançant tout de même de +0.9% en août. La croissance des salaires progresse légèrement plus rapidement, comme le suggère d'ailleurs le chiffre du mois de juin, qui fait état d'une hausse sur un mois de +3.3%, la plus forte des dix dernières années. Il en faudra sans doute un peu plus encore pour qu'une tendance plus marquée et durable ne puisse s'installer. Mais la situation du marché du travail ne cesse de s'améliorer et l'évolution positive des profits des entreprises permettra certainement une hausse des salaires plus nette et toujours indispensable à l'amélioration de la confiance des consommateurs.

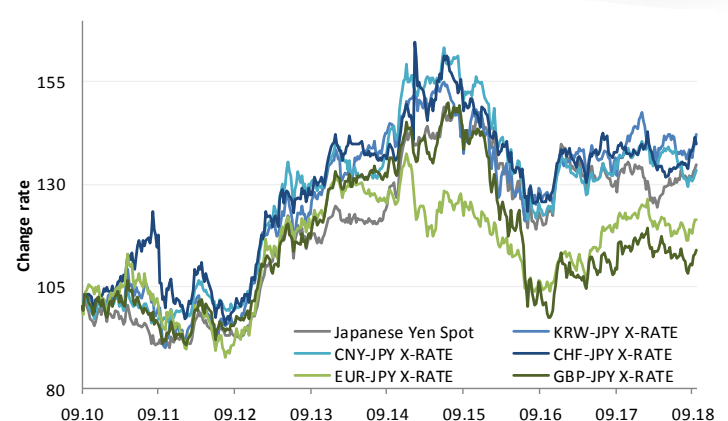
L'inflation profite de la faiblesse du yen

Reprise bienvenue des indices de prix au deuxième trimestre. L'essoufflement n'aura duré que le temps de la hausse du yen. L'inflation (CPI) repasse la barre de 1% et s'établit à 1.3% en août. L'affaiblissement du yen était la condition d'une relance des prix, mais on est encore loin de l'objectif de la BoJ (2%) et les prix à la production ne montrent pas de dynamique suffisante pour espérer une tendance globale plus robuste. Cependant, le contexte actuel n'est clairement pas favorable au marché obligataire qui n'offre toujours pas de perspectives séduisantes pour l'investisseur étranger.

Balance commerciale en Milliards de JPY



Taux de change (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Chine

- Le PIB chinois ne fléchit pas
- La PBoC ajuste sa politique aux risques de ralentissement
- Ne pas surestimer les effets des tensions commerciales
- Le yuan, une devise toujours plus internationale

Le PIB chinois ne fléchit pas

La production industrielle augmente encore de +6.5%, sur un an, en août et ne montre toujours pas de signe d'affaiblissement consécutif à l'intensification des tensions commerciales. Les ventes de détail ont progressé à un rythme stable et encore significatif de +9% indiquant que la consommation reste solide. Les investissements fixes enregistrent tout de même leur plus faible progression depuis 1999, mais c'est surtout l'évolution des investissements en infrastructure qui poursuivent leur net ralentissement depuis le pic de croissance de +20% atteint en début 2017, en n'enregistrant qu'une modeste progression de +4.2%. Le gouvernement chinois soutiendra ces secteurs au cours des prochains trimestres ; le déclin devrait donc se stabiliser. L'économie chinoise a, pour l'instant, évité une nette décélération. La banque centrale est en mesure de faciliter le crédit, elle a ainsi réduit le « Reserve Requirement Rate » (RRR) à trois reprises en 2018 de 17% à 14.5%. A court terme, le ralentissement craint ne se concrétise pas et les perspectives pour le 4ème trimestre sont encore de +1.5%. L'économie chinoise devrait ainsi croître de +6.6% en 2018 et ralentir à +6.3% en 2019.

La PBoC ajuste sa politique monétaire aux risques de ralentissement

L'inflation reste modérée en Chine, malgré une légère reprise au cours des derniers mois de l'indice CPI (+2.3%) et des prix à la production (+4.1%). Les prix de l'alimentation et de l'énergie, la hausse des loyers à Pékin et la baisse de la devise ont contribué à cette progression. L'évolution des prix reste inférieure à l'objectif fixé de +3% par la PBoC, ce qui n'affectera pas la politique monétaire à court terme. Les pressions inflationnistes restent donc faibles, ce qui donne également plus de marge de manœuvre à la PBoC pour ajuster sa politique aux développements qui interviendront dans la guerre commerciale qui s'installe. La PBoC a déjà réduit à quatre reprises son RRR, en réponse à la progression des incertitudes liées aux tensions commerciales. Le ministère des finances pourrait annoncer d'autres mesures de soutien telles que la baisse des taxes pour les entreprises et des mesures fiscales sou-

nant l'économie, par exemple. Une baisse des taux d'intérêt directs, encore à 4.35% malgré une inflation de +2.3%, pourrait aussi être considérée.

Ralentissement de la croissance des excédents chinois

La Chine a révisé à la baisse le surplus de ses comptes courants de 5.8 à 5.3 milliards de dollars pour le 2ème trimestre et annonce une légère diminution de son excédent de la balance commerciale en août à 27.9 milliards de dollars. La croissance des exportations chinoises a décéléré à +9.8%, ce qui reste un résultat encore solide. La baisse par rapport au taux de croissance enregistré en juillet (+12.2%) demeure modeste et n'annonce pas un effondrement prochain de cette variable. Les importations ont au contraire nettement progressé (+17.7%), mais à un rythme cependant inférieur à celui du mois précédent (+27.3%). La tendance actuelle devrait toutefois se poursuivre avec la diminution de la demande externe.

Les indicateurs avancés reflètent une montée des incertitudes

L'inquiétude qui règne auprès des observateurs occidentaux sur l'évolution de l'économie chinoise dans le contexte de bras de fer entre Washington et Pékin ne semble pas tout à fait partagée par les décideurs chinois, pour l'instant tout au moins. Les indicateurs avancés font en effet preuve d'une relative sérénité. L'indice des services montre par exemple une progression du degré de confiance encore en septembre ; le PMI Caixin des services avance en effet de 51.5 à 53.1. Du côté de l'indice manufacturier, l'optimisme est nettement plus mesuré, le déclin s'est poursuivi depuis février pour atteindre le seuil critique de 50. La baisse de cet indice est corroborée par celle du PMI manufacturier chinois en déclin de 51.3 à 50.8, mais il s'agit en fait d'une tendance générale affectant les économies asiatiques et européennes. L'incertitude est naturellement aussi présente en Chine, et le restera jusqu'à ce que l'on puisse constater les effets positifs des mesures pro-croissance du gouvernement.



Croissance du PIB YoY



PMI et production industrielle



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Investissement immobilier, infrastructures et industrie (YoY)



Exportations - Importations (YoY)



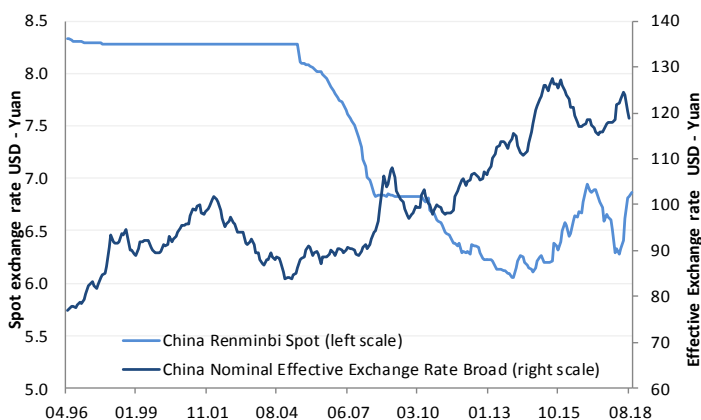
Ne pas surestimer les effets des tensions commerciales sur le PIB chinois

La guerre commerciale est désormais bien engagée et les chances de voir une solution à ce conflit avant la fin de l'année apparaissent bien minces. Il est désormais de plus en plus probable que le président américain pousse jusqu'au bout sa stratégie et veuille à tout prix pénaliser la totalité des importations chinoises. Dans un avenir désormais de plus en plus proche, la totalité des 550 milliards d'importations américaines de Chine feront l'objet de nouvelles taxes douanières de 25%, tandis que les 60 milliards d'importations chinoises des Etats-Unis seront impactées par une hausse des tarifs d'environ 10%. Compte tenu de la relativement faible substituabilité des biens importés par les Etats-Unis, on peut tout d'abord estimer que ces augmentations de prix n'auront pas d'effets majeurs sur les importations de ces deux économies dans leur ensemble et ensuite sur leurs taux de croissance. Car il est, en fait, probable que les prélèvements (nouvelles taxes) effectués par les deux gouvernements soient, d'une manière ou d'une autre, réinjectés dans leurs économies respectives. Les calculs d'impact sur la croissance, que l'on estime être de l'ordre de -0.25% aux Etats-Unis et de moins de -0.05% en Chine, bien que relativement faible dans l'absolu, seraient en définitive, sans doute, surestimés. Finalement, l'impact de cette crise commerciale sur l'économie chinoise, en particulier, sera donc plutôt réduit.

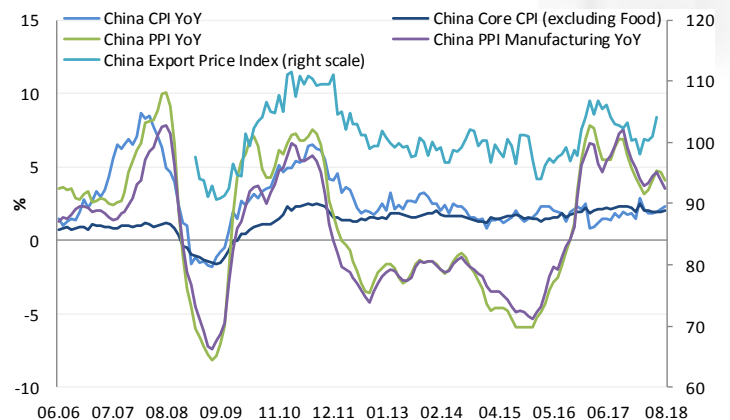
Le yuan, une devise toujours plus internationale

Il y a maintenant deux ans, nous écrivions que le FMI avait donné ses lettres de noblesse au yuan en introduisant la devise chinoise dans les droits de tirage spéciaux (DTS) à hauteur de 10.92%. Le yuan devenait ainsi une devise de réserve des banques centrales au même titre que le dollar, l'euro, le yen et la livre sterling. Nous évoquions alors déjà l'impact de cette décision sur l'évolution de la demande de yuan et sur la perception globale de la devise chinoise. Un récent rapport du FMI relève désormais que les réserves en yuan des 149 banques centrales publiant le détail de leurs réserves monétaires ont progressé à 1.84%. La hausse récente de +32.6% des réserves en yuan est significative et permet au yuan de passer devant le dollar australien pour la première fois dans la statistique des devises de réserve des banques centrales. Les pressions politiques des Etats-Unis, pour tenter de régler le déficit commercial américain, pourront évidemment avoir un impact négatif à court terme sur la monnaie chinoise. Mais ce comportement des banques centrales témoigne de leur confiance croissante à l'égard de cette devise, qui ne devrait pas faiblir au cours des prochaines années. La demande de yuan devrait ainsi croître avec l'internationalisation de la devise chinoise bien au-delà du cercle des banques centrales. La Chine s'efforce de faire progresser l'ouverture de son marché financier et son rôle indiscutable dans le commerce mondial assurera un développement de la demande de yuan pour les besoins d'investissements et de transactions. Le yuan a donc un très grand potentiel d'internationalisation et d'appréciation qui dépendra de l'attractivité des actifs en yuan.

Taux de change effectif et USD/Yuan



Inflation CPI - Core CPI



SCENARIO MACROECONOMIQUE

Émirats Arabes Unis

- Le Gouvernement approuve un budget d'USD 49 milliards
- Des dépenses publiques pour compenser la consommation privée
- Les ventes immobilières à Dubaï ont chuté de 20% en 2018
- La baisse des loyers et des prix de l'immobilier continue à Dubaï
- Est-il temps de repenser le plafond hypothécaire des EAU ?

Le Gouvernement des Émirats arabes unis approuve un budget d'USD 49 milliards pour 2019-2022

Le Cabinet des EAU a approuvé un budget plus élevé, sans déficits de 180 milliards de dirhams (49 milliards de dollars) pour les trois prochaines années et de 60.3 milliards de dirhams (16.4 milliards de dollars) pour l'exercice 2019, le plus important de l'histoire du pays. L'augmentation des recettes pétrolières as en effets permis au gouvernement d'accroître les dépenses consacrées au bien-être des citoyens et des résidents. Cela représente une augmentation de 17,3% par rapport au budget de 51.4 milliards de dirhams (13.99 milliards de dollars) de l'année dernière. Selon Son Altesse le Cheikh Mohammed bin Rashid Al Maktoum, vice-président et Premier ministre des Émirats arabes unis, 59% du budget sera consacré à l'éducation et au développement social. Lors de la réunion du Cabinet, une nouvelle loi fédérale a été adoptée pour ouvrir le secteur spatial aux investissements, à la recherche et à la création de partenariats. En mai dernier, les Émirats arabes unis avaient déjà annoncé de nouvelles incitations pour attirer des investissements étrangers, notamment une participation à 100% dans les entreprises et des visas de 10 ans pour les professionnels et les investisseurs.

Des dépenses publiques croissantes pour compenser la consommation privée plus faible

La forte augmentation des dépenses publiques a pour principale ambition de compenser le ralentissement de l'activité économique et la baisse de la consommation privée. En effet, la composante « emploi » de l'indice des directeurs d'achat d'Emirates NBD UAE est tombée sous le seuil neutre de 50.0 en août et en septembre, un nombre croissant d'entreprises interrogées ayant signalé une suppression d'emplois par rapport à celles ayant déclaré avoir embauché, mais aucune croissance salariale n'a été enregistrée au cours de la même période. Par ailleurs, la consommation privée a reculé de -1.3% en 2017 et devrait encore se contracter cette année, alors que les ménages devront faire face à une augmentation des coûts de carburant et du coût de la vie en général, sans grandes perspectives d'augmentations salariales. Les investissements du secteur privé devraient également rester faibles, car

la croissance du secteur privé a ralenti, passant de 8.8% en 2016 à 0.6% en 2017, selon les statistiques officielles.

Forte augmentation de la production pétrolière

Selon les estimations de Bloomberg, la production de pétrole brut des Émirats arabes unis a atteint 2,87 millions de b / j en septembre, avec une moyenne inchangée par rapport à l'année dernière. Si les EAU maintenaient leur production de pétrole au rythme actuel, la production moyenne de pétrole serait supérieure de 1% à celle de l'année dernière, ce qui constituerait un soutien bienvenu à la croissance du PIB du pays. Le consensus du marché prévoit que les Émirats arabes unis augmenteront leur production de pétrole en 2019, contribuant ainsi à accélérer la croissance du PIB l'année prochaine.

Nouvelle loi permettant au gouvernement fédéral d'émettre des obligations souveraines

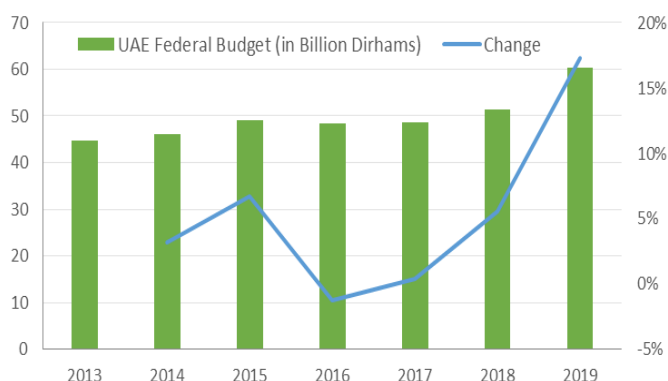
Les Émirats arabes unis ont fait un grand pas en avant dans le renforcement de leurs marchés financiers, en promulguant une loi permettant au gouvernement fédéral de commencer à émettre de la dette souveraine. Jusqu'à présent, plusieurs des sept émirats, dont Abu Dhabi et Dubaï, émettent déjà des obligations sur les marchés internationaux. Autoriser le gouvernement central à émettre des obligations pourrait ainsi profiter aux émirats les plus pauvres, car les obligations fédérales auraient des cotes de crédit plus élevées que celles que ces mêmes émirats pourraient obtenir individuellement. D'autre part, les banques des Émirats arabes unis pourront acheter des obligations d'État libellées en dirhams ou en devises, ce qui leur confèrera des actifs très bien notés leur permettant de gérer leurs liquidités tout en se conformant aux normes réglementaires mondiales de Bâle III applicables aux banques.

Vers une courbe des rendements aux EAU et un marché secondaire de la dette publique

La banque centrale des Émirats arabes unis utilisera les obligations souveraines pour gérer le marché monétaire interbancaire, tandis que

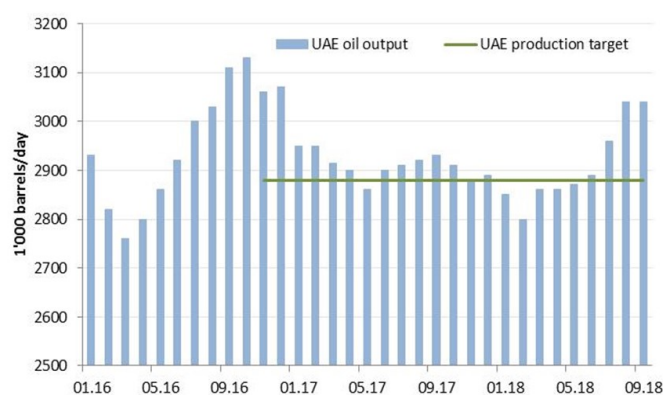


Budget fédéral (en milliards de Dirhams)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group /UAE Central Bank

Production pétrolière et objectif de l'OPEP



les obligations favoriseront la création d'un marché secondaire de la dette publique. Ceci développera une courbe de rendement en dirhams émiriens servant de référence aux entreprises locales pour l'émission de dette. Cette loi, longtemps attendue, prévoit également que le gouvernement central crée un bureau de gestion de la dette publique. Le bureau proposera des politiques en coordination avec la banque centrale des Émirats arabes unis, surveillera les risques liés à la dette, fixera des objectifs à court et à long termes et conseillera sur l'investissement de tout excédent de dette publique.

Les ventes immobilières à Dubaï ont chuté de 20% au cours des neuf premiers mois de 2018

Le Département foncier de Dubaï (DLD) a enregistré des transactions immobilières d'une valeur de 162 milliards AED (44.1 milliards USD) au cours des neuf premiers mois de 2018. Ces chiffres représentent une baisse de plus de 40 milliards AED (20%) par rapport à la même période de l'année dernière (204 milliards AED), bien que le nombre total de transactions ait augmenté de plus de 2 000 à 39'802. Selon le dernier rapport publié par le département d'études et de recherches immobilières de DLD, 25'473 transactions de vente d'une valeur supérieure à 56.6 milliards AED, environ 11'000 transactions hypothécaires d'une valeur supérieure à 86 milliards AED et 3'486 transactions évaluées à 19.3 milliards ont été réalisées. Au total, les investissements provenaient de 163 nationalités différentes. Les 10 premiers investisseurs par nationalité étaient les émiratis et les indiens, suivis des saoudiens, des pakistanais et des britanniques. Des résidents de Chine, d'Égypte, de Jordanie, du Canada et de Russie ont complété la liste.

La baisse des loyers et des prix de l'immobilier continue à Dubaï

Cette année a constitué une période critique pour le marché immobilier de Dubaï, alors que les prix de vente continuent de se modérer, parallèlement aux fortes baisses des loyers dans le pays. Selon le dernier rapport d'Asteco, les tarifs de location d'appartements et de villas ont continué de suivre une trajectoire à la baisse observée au cours des trimestres précédents. Les prix de location d'appartements ont diminué de 3% par rapport au deuxième trimestre et de 11% par rapport à la même période l'an dernier. De même, les prix de location de villas ont chuté de 2% par rapport au deuxième trimestre et de 9% par rapport au troisième trimestre de 2017. La diminution de la valeur locative est le résultat direct des volumes élevés d'objets immobiliers arrivant sur le marché et des incertitudes économiques croissantes qui ont amené de nombreux résidents à réduire leurs surfaces locatives ou à rechercher de meilleures options à plus faible coût dans des quartiers moins bien établis. Selon le dernier rapport sur le marché immobilier des Émirats arabes unis publié par Asteco, la baisse des prix de vente de biens résidentiels à Dubaï ont été plus prononcées que les loyers, avec des corrections de 4% par rapport au troisième trimestre de 2018. Sur une base annuelle, les prix de vente des appartements à Dubaï ont chuté de 14%, tandis que les prix de vente des villas ont baissé de 13%. Les prix de location de bureaux ont également diminué de 4% au trimestre précédent et de 13% depuis le troisième trimestre de 2017. Cela est plus visible dans Business Bay (-14% en glissement annuel), Jumeirah Lake Towers (-13% en glissement annuel) et même dans le Dubaï International Financial Centre (DIFC) (-9% sur un an). Sans stimulation supplémentaire ni incitation de la part du gouvernement, on peut s'at-

tendre à ce que cette tendance se poursuive jusqu'au début de 2019. Sur un marché immobilier de plus en plus difficile, certains des plus grands promoteurs ont lancé de nouvelles initiatives pour stimuler la demande, telles que des programmes de location-acquisition et de financement participatif. En outre, tant les promoteurs immobiliers que les professionnels de l'immobilier se font de plus en plus insistants auprès de la Banque centrale des Émirats arabes unis pour qu'elle abaisse les ratios prêt/valeur (LTV) en vigueur, afin de faciliter l'accès à la propriété pour ceux qui ne peuvent pas se permettre un apport initial de 25 % de la valeur de l'actif.

Est-il temps de repenser le plafond hypothécaire des EAU ?

Le plafond hypothécaire des Émirats arabes unis a été introduit pour la première fois en octobre 2013, lorsque la Banque centrale des Émirats arabes unis a publié un nouvel ensemble de réglementations sur les prêts hypothécaires aux banques et autres institutions financières, dans le but de freiner la spéculation immobilière. En conséquence, le gouvernement a plafonné les hypothèques à 75% de la valeur du premier achat pour les expatriés et à 80% pour les ressortissants des EAU. En outre, pour les biens d'une valeur supérieure à 5 millions de AED, le ratio prêt/valeur était plafonné à 65% pour les expatriés, tandis que le LTV des biens subséquents était plafonné à 60%. Les ressortissants des EAU s'en tirent un peu mieux avec un plafond fixé à 65% de la valeur d'achat. Cette décision est intervenue de concert avec la décision du Département foncier de Dubaï (DLD) de doubler à 4% les frais de transactions immobilières, afin de freiner la spéculation et rendre plus difficile la spéculation à court terme sur les biens immobiliers. La baisse continue de la valeur locative et des prix immobiliers conduit naturellement la plupart des acteurs du marché à demander une révision des plafonds hypothécaires et des frais de transfert compte tenu des nouvelles réalités du marché. Quand bien même certains acteurs soutiendraient que le fait de doubler les frais de transactions, parallèlement à la mise en œuvre du plafond hypothécaire, a permis d'éviter une autre crise immobilière, comme celle des EAU en 2009, où les prix de l'immobilier ont chuté de 50 à 65% en l'espace d'un an. Nous sommes d'avis que la mise en œuvre du plafond hypothécaire a certes contribué à éviter une spéculation néfaste au marché, mais il a également poussé les acheteurs potentiels à s'éloigner du marché secondaire au profit du marché primaire, ce qui a entraîné une forte baisse du nombre d'objets immobiliers déjà prêts pour l'occupation au profit de propriétés en vente sur plan. En effet, afin de stimuler la demande, de nombreux promoteurs ont proposé des plans de paiement de plus en plus intéressants, 50% lors de la construction et 50% lors du transfert, ce qui est le plus courant. Pour la plupart des résidents souhaitant accéder à la propriété avec des dépôts plus faibles, l'achat sur plan peut sembler être la meilleure sinon la seule option. Toutefois, si l'on en juge par les résultats obtenus par la plupart des développeurs, avec les plans de paiement de plus en plus agressifs proposés pour attirer les investisseurs, il est probable que, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt, la plupart d'entre eux auront du mal à tenir leurs promesses en termes de qualité et de délai. En effet, la législation des Émirats arabes unis a certes beaucoup évolué pour offrir une meilleure protection aux investisseurs, mais les recours collectifs restent illégaux aux Émirats arabes unis. Par conséquent, si le promoteur ne tient pas ses promesses, chaque investisseur se retrouvera seul pour défendre sa cause.

Evolution des prix de ventes à Dubaï et Abu Dhabi

	Y-o-Y	Since Peak	Since Market Low
	Since Q3 2017	Q2 2014	Q3 2011
% Change			
Dubai Apartment Sales Prices	-14%	-28%	31%
Dubai Villa Sales Prices	-13%	-30%	18%
Dubai Office Sales Prices	-13%	(Q1 2015) -21%	(Q2 2012) 23%
	Y-o-Y	Since Peak	Since Market Low
	Since Q3 2017	Q4 2015	Q3 2012
Abu Dhabi Apartment Sales Prices	-8%	-20%	28%
Abu Dhabi Villa Sales Prices	-4%	-5%	33%

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group /Asteco UAE Real Estate Report Q3 2018

Règlement hypothécaire émirati

	UAE National	Non UAE National
First Property (Built)	Property valued at AED 5 Million or less: LTV = 80%	Property valued at AED 5 Million or less: LTV = 75%
	Property valued at more than AED 5 Million: LTV = 70%	Property valued at more than AED 5 Million: LTV = 65%
Second or subsequent Properties (Built)	LTV = 65% (irrespective of value of property)	LTV = 60% (irrespective of value of property)
Property bought off plan	LTV = 50% (irrespective of value of property)	LTV = 50% (irrespective of value of property)

Source : UAE Central Bank

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Marchés émergents

- La croissance économique indienne supérieure à +7% en 2018
- L'inflation turque accélère fortement en septembre
- Les devises émergentes se déprécient vis-à-vis du dollar



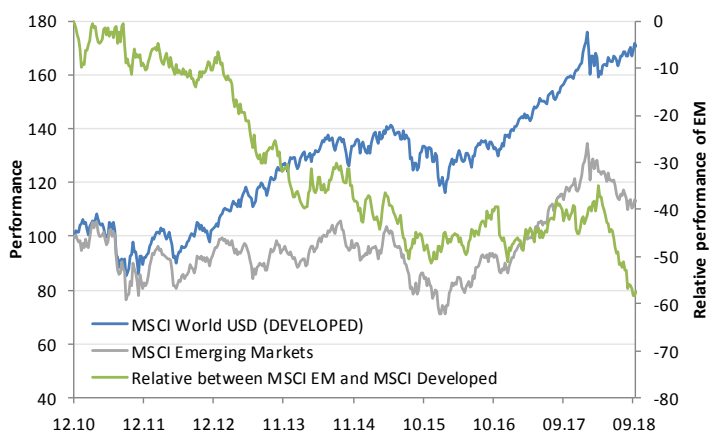
Situation économique par pays

Brésil – Les récents indicateurs de l'activité économique laissent entrevoir une reprise de l'économie brésilienne à un rythme cependant plus graduel que prévu au début de cette année. Les perspectives mondiales restent difficiles, avec notamment une réduction de l'appétit au risque pour les économies émergentes. Les principaux risques continuent d'être associés à la normalisation des taux d'intérêt, dans certaines économies avancées, et à l'incertitude concernant le commerce international. Les anticipations d'inflation pour 2018 et 2019 recueillies par l'enquête « Focus » sont d'environ 4.1%. Les attentes pour 2020 restent autour de 4.0% et celles pour 2021 sont retombées à environ 3.9%. Le Copom souligne que les risques liés à son scénario de base demeurent dans les deux sens. D'une part, le ralentissement économique pourrait conduire à une inflation inférieure aux attentes. D'autre part, la frustration des attentes concernant la poursuite des réformes et les ajustements nécessaires de l'économie brésilienne pourraient affecter les primes de risque et élargir la trajectoire de l'inflation sur l'horizon pertinent à la conduite de sa politique monétaire. Compte tenu du scénario de base, de la balance des risques et du large éventail d'informations disponibles, le Copom a décidé à l'unanimité de maintenir le taux « Selic » à 6.50% par année. Le Comité estime que cette décision reflète son scénario de référence concernant l'inflation future ainsi que la balance des risques associée et tout à fait compatible avec la convergence de l'inflation vers son objectif à l'horizon 2019. Le Copom souligne que l'évolution des réformes et les ajustements nécessaires de l'économie brésilienne sont essentiels pour maintenir une inflation faible à moyen et long termes, pour réduire son taux d'intérêt structurel et pour assurer une reprise économique durable. Le Copom répète que les conditions économiques imposent toujours une politique monétaire stimulante, impliquant des taux d'intérêt inférieurs au niveau structurel. Un changement de politique surviendra progressivement, si les perspectives d'inflation commencent à se détériorer. Dans l'évaluation du Copom, l'évolution du scénario de référence et de la balance des risques prescrit de maintenir le taux Selic à son niveau actuel. Le Copom souligne que les prochaines étapes de la conduite

de la politique monétaire continueront à dépendre de l'évolution de l'activité économique, de l'équilibre des risques et des prévisions et anticipations d'inflation.

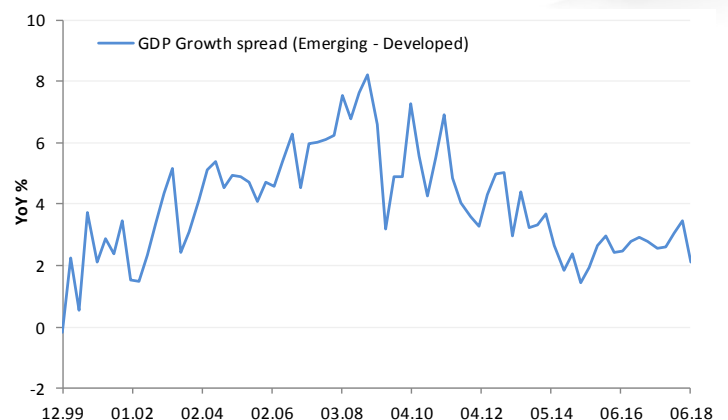
Russie – Le 14 septembre 2018, le conseil d'administration de la Banque de Russie a décidé de relever le taux directeur de +0.25% à 7.50% par année. L'évolution des conditions extérieures observée depuis la précédente réunion du conseil d'administration a considérablement accru les risques d'inflation. La Banque de Russie prévoit une inflation annuelle de 5 à 5.5% en 2019 et un retour à 4% en 2020. Cette prévision tient compte des décisions prises en matière de taux directeur et de l'arrêt des achats de devises sur le marché domestique. La Banque de Russie examinera la nécessité d'augmenter à nouveau le taux directeur, en tenant compte de l'inflation et de la dynamique économique vis-à-vis des prévisions, ainsi que des risques liés aux événements internationaux et à la réaction des marchés financiers. La croissance annuelle des prix à la consommation a atteint 3.1% en août, soit légèrement au-dessus de la limite supérieure de la prévision établie par la Banque de Russie. Selon les estimations de la Banque de Russie, la plupart des indicateurs d'inflation annuels, reflétant les mouvements de prix les plus durables, sont en croissance. La dépréciation du rouble est liée aux sorties de capitaux dues à des modifications de la conjoncture internationale. Dans le même temps, le solde du compte courant reste élevé, en raison de la stabilité des prix des produits d'exportation russes, et dépasse largement le montant du remboursement de la dette extérieure prévu pour les mois à venir. Dans ce contexte, la décision de la Banque de Russie de suspendre les achats de devises étrangères sur le marché domestique sert à réduire la volatilité du taux de change et son influence sur l'inflation au cours des prochains trimestres. Cette dernière devrait être de 3.8-4.2% au terme de cette année et atteindre 5-5.5% à fin 2019. L'inflation annuelle ralentira à 4% au premier semestre 2020, lorsque les effets de l'affaiblissement du rouble et de la hausse de la TVA se feront sentir. Les estimations pour le deuxième trimestre 2018 montrent que la croissance annuelle du PIB s'est établie à 1.9%, conformément aux attentes de la Banque de Russie. Elle maintient inchangée sa prévision de croissance annuelle du PIB de 1.5-2% pour 2018.

Performance marchés émergents et développés

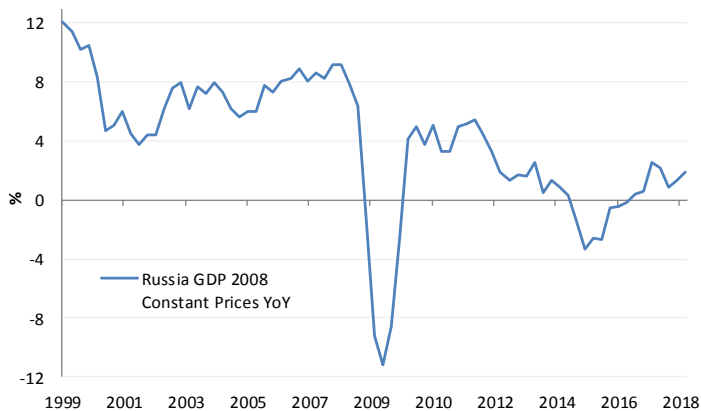


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

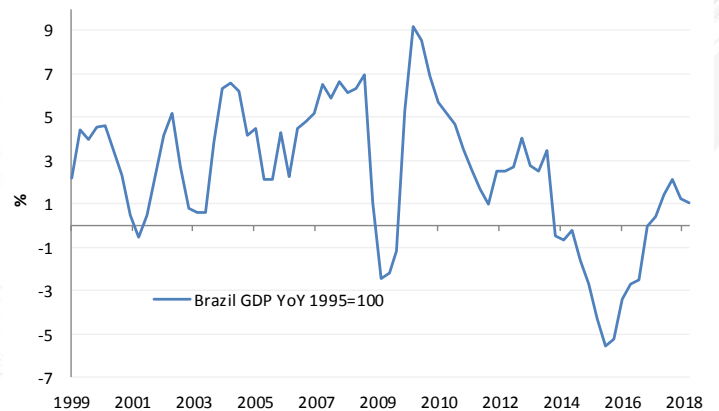
Écart de taux de croissance



PIB Russie (YoY)



PIB Brésil (YoY)



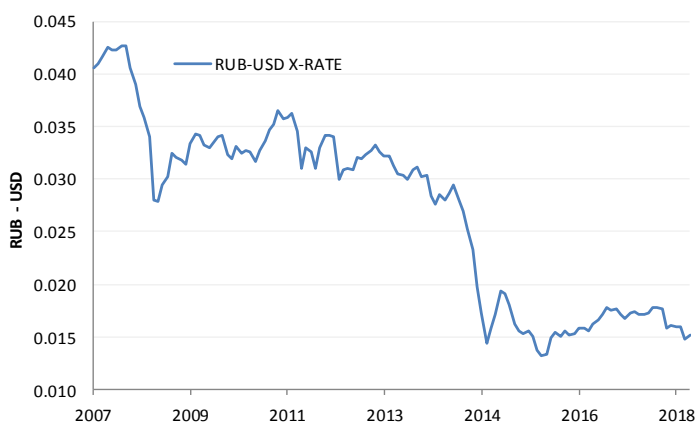
La prévision de croissance économique pour 2019-2021 a été mise à jour afin de tenir compte de l'évolution de la conjoncture internationale et de l'influence estimée de l'ensemble des mesures budgétaires et structurelles à prendre d'ici 2024. La croissance du PIB devrait être comprise entre 1.2% et 1.7% en 2019. Les années suivantes pourraient connaître des taux de croissance plus élevés au fur et à mesure de la mise en œuvre des mesures structurelles prévues.

Inde – Le Fonds monétaire international (FMI) a déclaré que l'Inde devrait afficher une croissance de 7.3% au cours des années 2018-2019, en hausse par rapport à la progression de +6.7% de l'an dernier, mais plus faible que la prévision faite en début d'année. En effet, en avril dernier, le FMI avait prévu un taux de croissance de l'économie indienne de +7.4%. Ce chiffre a été révisé à la baisse, compte tenu notamment, de la récente hausse des prix du pétrole et du resserrement des politiques monétaires internationales. En 2020, la croissance indienne devrait être d'environ 7.4%, grâce au rebond des chocs de la démonétisation, de la taxe sur les biens et services ainsi qu'à l'amélioration du climat de la consommation et de l'investissement privés. Ainsi, l'Inde est en passe de devenir l'économie mondiale affichant la croissance la plus élevée en 2018, prenant la place de la Chine, qui avait terminé l'année 2017 à la première place. Les prévisions de croissance de la Chine ont été abaissées en raison, notamment, de l'impact de la guerre commerciale entre Washington et Pékin sur les exportations chinoises, freinant la croissance de la demande extérieure. Toutefois, la hausse récente des prix du pétrole et l'affaiblissement de la roupie devraient affecter les prévisions d'inflation indienne, nécessitant probablement un resserrement de la politique monétaire actuelle. Le FMI a averti que le taux d'inflation de l'Inde est attendu à 4.7% en 2018-2019, contre 4.5% en 2016-2017, en raison de la hausse des prix des carburants et de l'accélération de la demande. Le FMI a recommandé à l'Inde de réévaluer ses prévisions, en prenant en compte un scénario avec une inflation élevée et qui continue de croître, en raison d'une forte dépréciation de la monnaie. Le comité de la politique monétaire indienne a pourtant pris la décision de maintenir ses taux

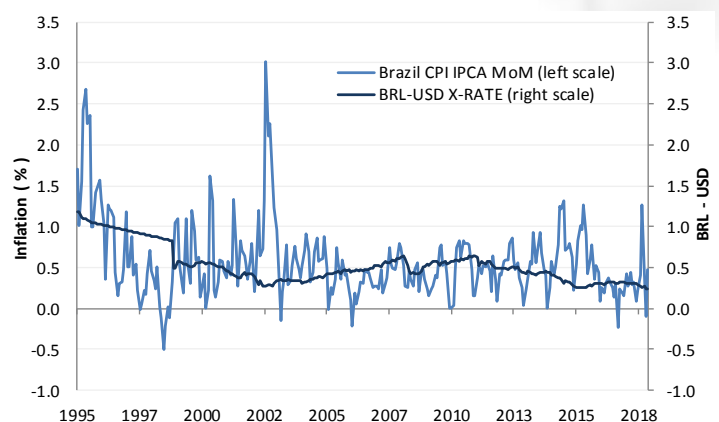
d'intérêt inchangés à 6.5%, s'attendant à ce que l'inflation soit gérable et préférant mettre en place un « resserrement calibré de la politique monétaire ».

Afrique du Sud – Le Comité de politique monétaire (MPC) estime que les risques concernant les perspectives d'inflation sont à la hausse. Le Comité reste préoccupé par les risques croissants pesant sur les perspectives d'inflation, principalement dus aux risques de change, à la hausse des prix du pétrole et à la possibilité d'une hausse des tarifs de l'électricité. Le modèle de la Banque centrale sud-africaine (SARB) prévoit une augmentation de l'inflation atteignant des sommets proches de la limite supérieure de la fourchette cible. Dès lors, l'inflation devrait se maintenir à une moyenne de 4.8% en 2018, avant de grimper à 5.7% en 2019 et de retomber à 5.4% à l'horizon 2020. Le MPC estime que les risques pesant sur les prévisions de croissance sont légèrement défavorable à cette dernière. Le Comité continue d'être d'avis que les problèmes auxquels l'économie est actuellement confrontée sont d'ordre essentiellement structurels, ne pouvant ainsi pas être résolus par la conduite de la politique monétaire uniquement. L'économie nationale est entrée dans une phase de récession technique, à la suite de deux trimestres consécutifs de contraction de l'activité économique. En effet, sur une base trimestrielle, le PIB s'est contracté de -0.7% au deuxième trimestre, alors que les données du PIB pour le premier trimestre ont été révisées à la baisse, passant de -2.2% à -2.6%. Malgré tout, sur une base annuelle, la croissance du PIB au premier trimestre a été de +0.8% et de +0.4% pour le deuxième trimestre. La SARB prévoit désormais une croissance moyenne de +0.7% en 2018 (contre une prévision de +1.2% en juillet). Les prévisions pour 2019 et 2020 restent, quant à elles, inchangées à +1.9% et +2.0% respectivement. Le MPC a ainsi décidé de maintenir les taux directeurs inchangés à 6.5% et continue de qualifier la politique monétaire sud-africaine d'accommodante.

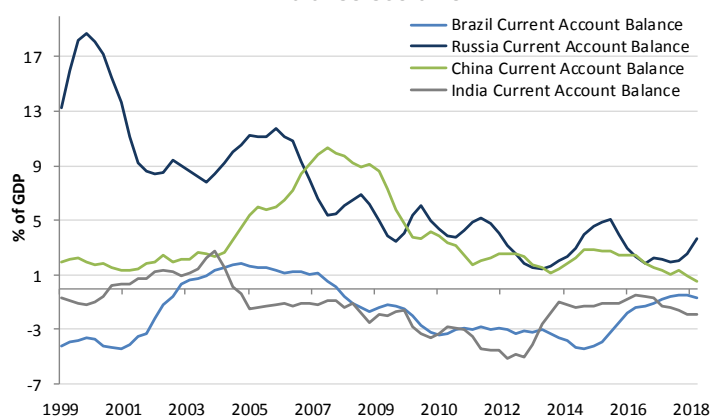
Rouble VS USD



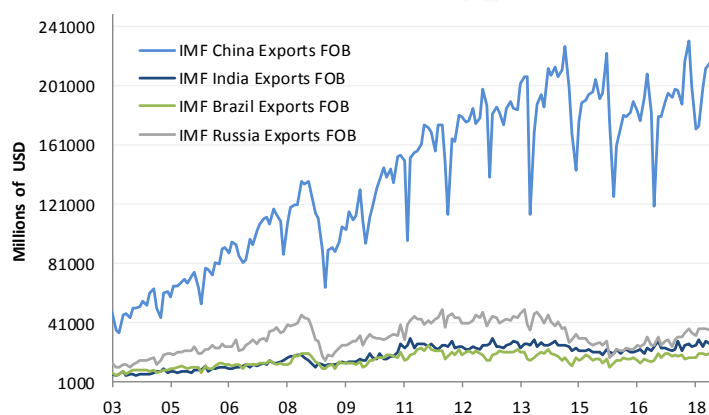
Inflation et taux de change



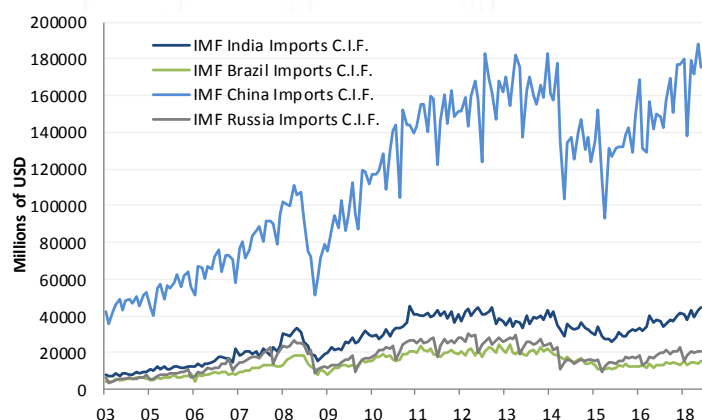
Balance courante



Exportations BRIC



Importations BRIC



Colombie – En août, l'inflation s'est établie à 3.1%, à un niveau similaire au mois précédent mais inférieur à celui du mois d'août 2017. Les produits alimentaires et les biens et services les plus touchés par le taux de change sont les groupes de l'indice des prix à la consommation (IPC) qui contribuent à maintenir l'inflation à un niveau proche de la cible de 3.0%. D'autres grands groupes, tels que les biens non échangeables et réglementés, poussent quant à eux l'inflation à la hausse. Les anticipations d'inflation ont légèrement évolué et restent supérieures à 3.0%. Les anticipations des analystes sont en moyenne de 3.2% et 3.3% pour décembre 2018 et 2019, respectivement. Les indicateurs de l'activité économique disponibles pour le troisième trimestre laissent penser que la croissance de l'économie aurait continué à progresser lentement, bien que plus rapidement qu'au premier semestre. En raison de ces informations intermédiaires, la Banque centrale a maintenu sa prévision de croissance pour 2018 à 2.7%. Cependant, cette dernière a estimé que la sous-utilisation de la capacité de production persistait et qu'elle serait supérieure à celle de 2017, d'ici la fin de l'année 2018.

Mexique – Le taux directeur mexicain est resté stable entre les mois de juin et septembre, conservant son niveau le plus élevé depuis 2009 (7.75%). L'économie mexicaine a connu une croissance nettement supérieure que sur le trimestre précédent et s'établit à +2.6% au terme du premier semestre.

Indonésie – La Banque centrale indonésienne a relevé son taux directeur de 50 points de base à 5.75% sur ce troisième trimestre de l'année, 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 +5.27% au deuxième trimestre de l'année, tandis que l'inflation retrouve un niveau inférieur à +3% (+2.88%) en septembre.

Taiwan – La Banque centrale de Taïwan a laissé son taux directeur inchangé à 1.375% le 27 septembre 2018, conformément aux attentes du marché. La banque centrale a déclaré qu'une politique monétaire accommodante continuerait à contribuer à assurer la stabilité des prix et des finances ainsi qu'à favoriser la croissance économique.

Turquie – Le 13 septembre 2018, la Banque centrale de Turquie a relevé son taux directeur de 625 points de base, le portant à 24% et surprenant les marchés qui tablaient sur une hausse de 425 points de base. La décision a porté le niveau des taux d'intérêt au plus haut depuis 2004, afin de lutter contre la progression impressionnante de l'inflation (24.52% en septembre) et d'éviter une crise monétaire suite à la forte dépréciation de la lire turque.

Roumanie, République Tchèque, Pologne, Hongrie

L'économie roumaine progresse très légèrement plus rapidement au deuxième trimestre (+4.1%) qu'au cours des trois premiers mois de l'année (+4%). Bien que l'inflation conserve un niveau supérieur à +5% en septembre (+5.03%), la banque centrale estime que l'inflation devrait diminuer en direction de l'objectif de 3.5% à la fin de cette année. Les taux directeurs sont, quant à eux restés, inchangés sur le trimestre (2.5%).

La Banque centrale nationale a rehaussé son taux directeur de 25 points de base en septembre (1.5%), ce qui constitue la quatrième hausse depuis le début de l'année. L'inflation est restée supérieure à +2% en septembre (+2.3%), tandis que la croissance du PIB s'est contractée sur le deuxième trimestre (+2.4%).

Alors que les taux directeurs stagnent en Pologne (1.5%), la croissance de l'économie conserve un niveau supérieur à +5% au deuxième trimestre 2018 (+5.1%). Le taux d'inflation annuel au 30 septembre (+1.9%) continue d'être soutenu par la hausse des prix des carburants, tandis que le taux d'inflation de base, qui exclut les aliments et l'énergie, reste faible (+0.8%).

L'économie hongroise (+4.8%) affiche un rythme de croissance légèrement supérieur qu'au premier trimestre (+4.4%). L'inflation (+3.6%) devrait rester au-dessus de 3% à court terme et atteindre l'objectif de 3% en seconde partie de l'année prochaine. Les taux directeurs sont, quant à eux, restés inchangés sur le trimestre (0.9%) et conservent ainsi le même niveau depuis le mois de mai 2016.



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

JETAVIATION
A GENERAL DYNAMICS COMPANY

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Devises

- L'accélération de la croissance renforce temporairement le franc suisse
- Encore un peu de stabilité pour l'euro
- Baisse de l'attrait relatif du dollar
- Le yuan, une devise toujours plus internationale

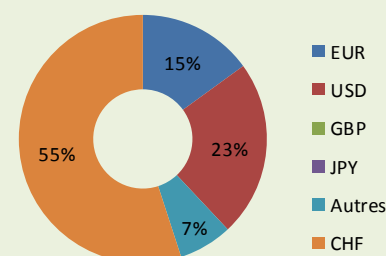
LIQUIDITES/DEVICES	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
	3mois	1an	sous exposition			neutre surpondération				
			---	--	-	=	+	++	++	
EUR vs CHF	↗	↗								
USD vs CHF	↗	↗								
GBP vs CHF	↘	↘								
JPY vs CHF	↘	↘								
EUR vs USD	↗	↗								
USD vs JPY	↗	↗								
GBP vs USD	↘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

L'accélération de la croissance renforce temporairement le franc suisse

Notre prévision à long terme de janvier 2015 sur un retour du taux de change euro/chf à 1.20 s'est réalisée le 20 avril 2018. Nous indiquions alors qu'une poussée de l'euro à 1.20 était probable à long terme, 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 des derniers mois s'est produite dans un contexte politique incertain en zone euro, ce qui a conduit à une appréciation du franc initialement attendue comme temporaire.

Dans le contexte présent de conjoncture économique particulièrement favorable dans notre pays, nous considérons maintenant que le différentiel de croissance économique est, pour l'instant, en faveur du franc suisse. Désormais, il devient donc impératif de pouvoir observer une performance économique de la zone euro sensiblement plus importante que la croissance actuelle, pour permettre d'envisager une nouvelle phase de faiblesse du franc. Le différentiel de taux d'intérêt entre le franc et l'euro n'a pas sensiblement changé et nous estimons toujours que la BNS ne remontera pas ses taux directeurs aussi rapidement que ne le fera la BCE. Entre temps, le taux de change devrait se stabiliser entre 1.12 et 1.17 contre euro, comme les réserves de devises de la BNS, qui n'ont diminué de 757 milliards à 730.9 milliards, qu'en raison de l'appréciation du franc. Le franc devrait s'affaiblir contre l'euro et atteindre en 2019 le niveau de 1.20. Contre le dollar US, le franc devrait aussi s'affaiblir et repasser au-dessus de la parité dans les prochains mois.

Allocation devises - portefeuille CHF



Allocation tactique

- Sous-pondérer le franc suisse
- Privilégier le dollar US et australien
- Augmenter l'exposition en euros
- Éviter le yen

Encore un peu de stabilité pour l'euro

A court terme, l'euro est affecté négativement par la crise italienne. Mais c'est, avant tout, l'accroissement du différentiel de taux d'intérêt avec le dollar US et les divergences de performances économiques qui pèsent sur la paire. La BCE devait s'inquiéter de la force de l'euro en première partie d'année, elle doit désormais être rassurée par sa récente faiblesse. L'euro devrait poursuivre sa stabilisation contre le dollar, mais il devrait s'apprécier pour se rapprocher une nouvelle fois du niveau de 1.20 CHF. Le différentiel de taux longs devrait, à notre avis, s'accroître en début d'année 2019 en faveur de l'euro. Entre temps, la BCE est bien forcée de reconnaître que les perspectives de croissance favorables de la zone euro ne sont malheureusement pas immunisées au ralentissement global et à la montée d'incertitudes. La volatilité pourrait bien s'accroître avec un contexte politique en Europe qui reste incertain entre les élections allemandes, la crise italienne et la question du Brexit.

Baisse de l'attrait relatif du dollar

La politique menée a été favorable aux investissements en dollar et aux flux de fonds en direction des Etats-Unis. Le dollar profite encore de différentiels de rendement tout à fait attractifs contre la majorité des devises. Mais on se rapproche désormais d'un point d'inflexion dans l'évolution des tendances pour les taux d'intérêt qui pourraient être moins favorables au billet vert. A l'horizon 2019, les différentiels de rendement devraient être attaqués par la hausse des taux en zone euro et dans d'autres pays développés et émergents. Entre temps, les flux de fonds pourraient bien commencer à se diriger, à nouveau, vers les actifs émergents dépréciés et vers la zone euro, dont les marchés actions présentent des valorisations attractives.

Nous maintenons une prévision haussière pour le dollar/franc suisse pouvant atteindre 1 à 1.05 franc. La devise américaine devrait très progressivement reperdre de son attrait par rapport à l'euro et aux devises émergentes, dans un contexte caractérisé par une amélioration du climat boursier en fin d'année.

Yen encore un peu plus faible en 2019

Nous annonçons, depuis plusieurs trimestres, que la faiblesse du yen était une condition indispensable à la relance de l'activité au Japon. Celle-ci devait apporter une nouvelle bouffée d'oxygène à l'économie japonaise et lui permettre de reprendre un rythme de croissance plus soutenu. Nous estimions qu'une dépréciation de dix pour cent contre le dollar, qui porterait le taux de change d'environ 105 en mars à 115 au second semestre, serait suffisante pour contribuer à la reprise 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 nippone. La mise en œuvre de la normalisation de la politique monétaire américaine et des perspectives de nouvelles hausses des taux longs aux Etats-Unis devraient ainsi peser plus nettement sur la valeur du yen en 2018 et 2019. Après avoir atteint notre objectif de 115, le yen devrait se stabiliser, avant de s'affaiblir à nouveau en 2019.

La Livre reste l'otage de la situation politique

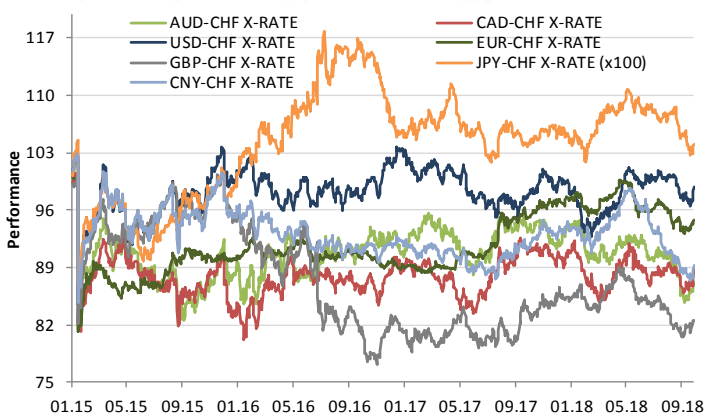
La Livre ne subit plus de dommages majeurs, malgré l'absence d'avancées concrètes sur la définition du modèle commercial post-Brexit. Nous estimons toujours que la Livre est entrée dans une phase de stabilisation contre la plupart des principales monnaies, après avoir enregistré sa chute historique suite au Brexit. Après avoir privilégié le scénario

d'une stabilisation du taux de change au 1er semestre 2018, laquelle s'était effectivement produite après la relance du processus de négociations de décembre 2017, nous avions ensuite envisagé un regain de faiblesse, provoqué par le retour des incertitudes liées à l'absence probable d'un accord, à quelques mois seulement de l'entrée en vigueur du Brexit. Le regain de la volatilité annoncé s'est essentiellement produit en juillet et en août par une correction, toutefois limitée, de la Livre sterling sur le niveau de 1.10 contre euro. Nous estimons que la Livre devrait rester dans une bande de fluctuation relativement étroite comprise entre 1.12 et 1.15 au cours des prochains mois, soutenue en particulier par la performance économique légèrement meilleure du 2e trimestre. L'évolution de la Livre sera encore fortement liée à l'actualité politique entourant la problématique du Brexit. Les probabilités d'un accord avec l'UE en octobre nous semblent toujours très faibles.

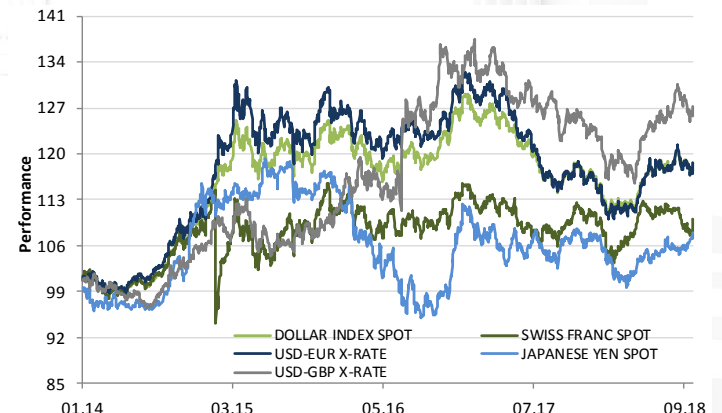
Le yuan, une devise toujours plus internationale

Il y a maintenant deux ans, nous écrivions que le FMI avait donné ses lettres de noblesse au yuan, en introduisant la devise chinoise dans les droits de tirage spéciaux (DTS) à hauteur de 10.92%. Le yuan devenait ainsi une devise de réserve des banques centrales, au même titre que le dollar, l'euro, le yen et la livre sterling. Nous évoquions alors déjà l'impact de cette décision sur l'évolution de la demande de yuan et sur la perception globale de la devise chinoise. Un récent rapport du FMI relève désormais que les réserves en yuan des 149 banques centrales publiant le détail de leurs réserves monétaires ont progressé à 1.84%. La hausse récente de +32.6% des réserves en yuan est significative et permet au yuan de passer devant le dollar australien, pour la première fois, dans la statistique des devises de réserve des banques centrales. Les pressions politiques des Etats-Unis pour tenter de régler le déficit commercial américain pourront évidemment avoir un impact négatif à court terme sur la monnaie chinoise.

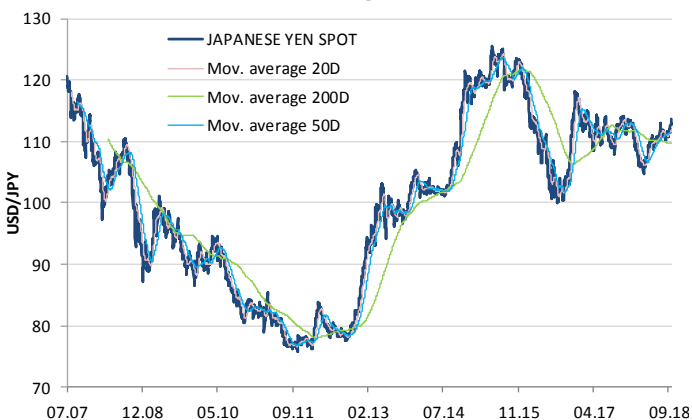
Evolution des 7 principales devises contre CHF (base 100)



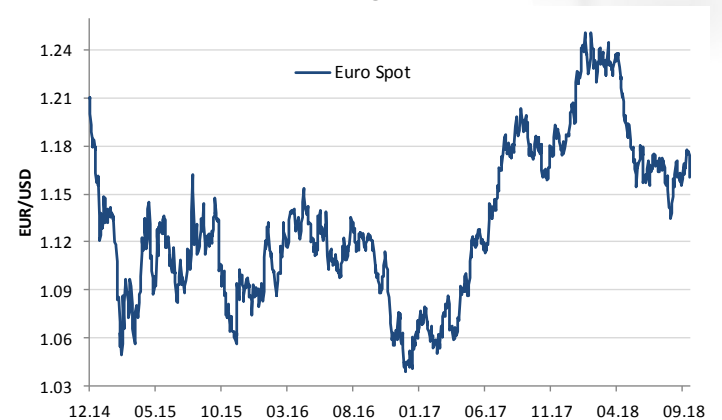
Dollar Trade-weighted index & cross rates (base 100)



Taux de change JPY/USD



Taux de change EUR/USD



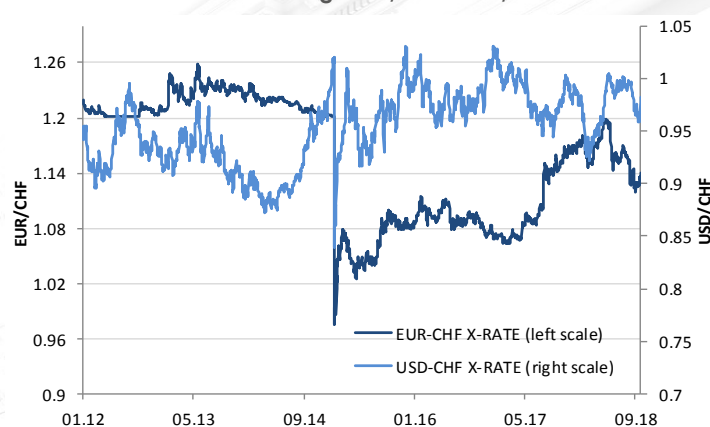
Mais ce comportement des banques centrales témoigne de leur confiance croissante à l'égard de cette devise, qui ne devrait pas faiblir au cours des prochaines années. La demande de yuan devrait ainsi croître avec l'internationalisation de la devise chinoise, bien au-delà du cercle des banques centrales. La Chine s'efforce de faire progresser l'ouverture de son marché financier et son rôle indiscutable dans le commerce mondial assurera un développement de la demande de yuan pour les besoins d'investissements et de transactions. Le yuan a donc un très grand potentiel d'internationalisation et d'appréciation qui dépendra de l'attractivité des actifs en yuan. En 2018, la volatilité de la devise chinoise a une nouvelle fois été importante. Après une première phase d'appréciation de près de +5% contre le dollar au 1er trimestre, depuis le mois de mars et l'intensification des pressions économiques, le yuan a lâché plus de -10% contre le billet vert et se situe, à nouveau, proche du cours de la fin décembre 2017, à environ 7 yuans pour 1 dollar.

DEVISES

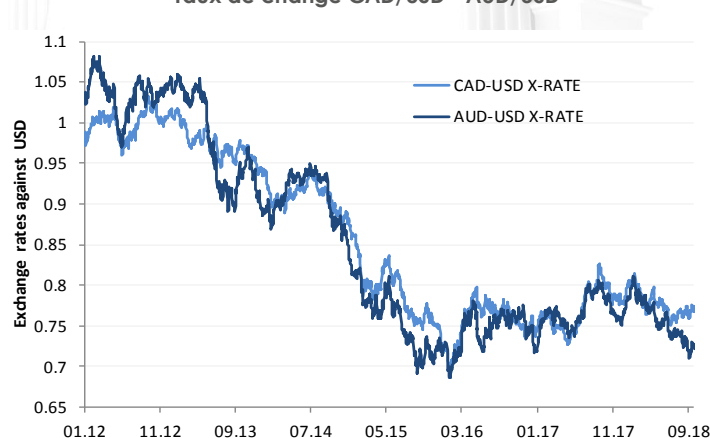
30.09.2018

Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
CONTRE DOLLAR						
EUR-USD X-RATE	1.2	-1.2	0.0	-0.3	-5.4	-3.3
CHF-USD X-RATE	1.0	-2.3	-1.3	1.2	-2.3	-0.7
GBP-USD X-RATE	1.3	-0.3	0.5	-0.9	-7.3	-3.6
JPY-USD X-RATE	0.0	-1.0	-2.3	-2.5	-6.2	-0.9
CAD-USD X-RATE	0.8	0.0	1.0	2.2	-0.8	-2.6
AUD-USD X-RATE	0.7	-0.9	0.5	-1.6	-6.0	-7.5
RUB-USD X-RATE	0.0	1.3	2.8	-3.3	-12.2	-12.1
CNY-USD X-RATE	0.1	-0.2	-0.5	-2.9	-8.4	-5.2
INR-USD X-RATE	0.0	-0.4	-2.4	-5.3	-10.5	-12.0
BRL-USD X-RATE	0.2	0.0	0.1	-3.4	-17.5	-18.2
CONTRE FRANC SUISSE						
USD-CHF X-RATE	1.0	2.4	1.3	-1.2	2.4	0.8
EUR-CHF X-RATE	1.1	1.2	1.4	-1.4	-3.1	-2.6
GBP-CHF X-RATE	1.3	2.1	1.9	-2.0	-5.1	-2.8
JPY-CHF X-RATE (x100)	0.9	1.4	-1.0	-3.6	-4.0	-0.1
CAD-CHF X-RATE	0.8	2.5	2.4	0.9	1.6	-2.0
AUD-CHF X-RATE	0.7	1.4	1.8	-2.8	-3.8	-6.8
RUB-CHF X-RATE	0.0	3.8	4.3	-4.3	-10.0	-11.4
CNY-CHF X-RATE	0.1	2.2	0.8	-4.1	-6.2	-4.5
INR-CHF X-RATE	0.0	1.5	-1.5	-6.9	-8.8	-11.8
BRL-CHF X-RATE	0.2	2.1	1.3	-4.7	-15.7	-17.7

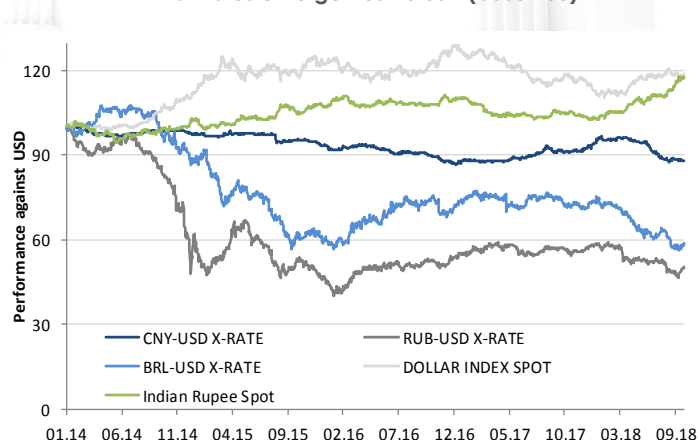
Taux de change EUR/CHF - USD/CHF



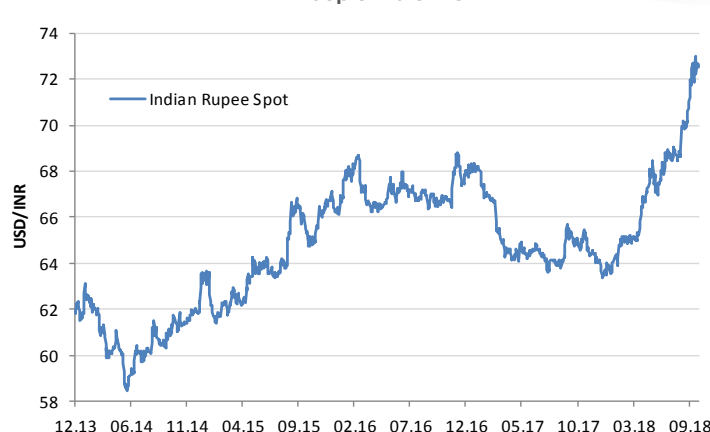
Taux de change CAD/USD - AUD/USD



Monnaies émergentes VS USD (base 100)



Roupie Indienne



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Obligations internationales

- Difficile de résister à l'attrait du marché américain
- Prochaines tensions sur les taux longs en zone euro
- Ajustement des taux longs au Royaume-Uni
- Correction des primes de risque dans le High Yield

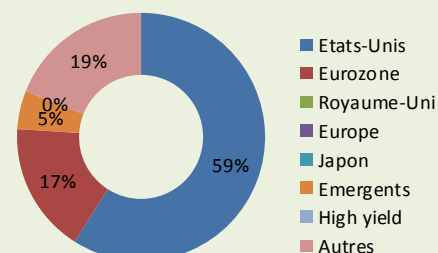
OBLIGATIONS (Régions/devises)	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)						
	3mois	1an	sous exposition	neutre	surpondération				
Suisse	↘	↘							
Etats-Unis	→	↘							
Eurozone	↘	↘							
Royaume-Uni	↘	↘							
Europe	↘	↘							
Japon	↘	↘							
Emergents	↘	↘							
Autres (AUD, CAD, NOK...)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

Difficile de résister à l'attrait du marché américain

La croissance exceptionnelle du PIB de +4.2% sème le doute sur l'évolution de la politique monétaire. Jusqu'à cette dernière hausse de 0.25% des taux directeurs, la banque centrale américaine maintenait que sa politique restait accommodante. Lors de sa dernière décision annoncée à la fin septembre, elle a pourtant souhaité donner un nouveau signal, en évitant de qualifier l'état actuel de sa politique monétaire. Ainsi, la Fed annonce certainement toujours plus clairement que le processus de normalisation est de plus en plus largement engagé et que, désormais, le niveau des taux directeurs s'approche de plus en plus du taux normal correspondant au contexte de croissance actuelle. Les autorités monétaires semblent encore engagées à piloter la politique monétaire de manière graduelle et sans risque pour la croissance économique en cours, pour ne pas raviver les inquiétudes d'une action excessive. La Réserve fédérale est confiante et a relevé une nouvelle fois ses perspectives de croissance pour le PIB américain de +2.8% à +3.1% en 2018 et de +2.4% à +2.5% pour 2019, sans pour autant modifier de manière notable son appréciation de la situation économique présente et future. La croissance américaine est toujours jugée comme forte, en particulier à la suite de la publication des chiffres du 2ème trimestre. Pas de changement non plus d'appréciation sur les perspectives d'inflation. La vigueur du marché du travail ne devrait pas développer d'effets majeurs, selon la Fed, sur l'inflation, qui est maintenant considérée comme proche de l'objectif. A court terme, une hausse de l'inflation au-dessus de l'objectif de 2 % est toutefois considérée comme probable et sans doute acceptable, puisqu'elle ne devrait pas causer de risque de dérapage. Petit déclin inattendu dans le taux de progression de l'inflation qui glisse de +2.9% (juillet) à +2.7% en août. Parallèlement, les attentes inflationnistes ont aussi légèrement diminué de +3% à +2.8% sur un an. A plus long terme, l'inflation anticipée à 5-10 ans baisse de +2.6% à +2.4%. Le taux d'utilisation des capacités de production reste élevé (78%), tandis que le chômage stagne à 3.9%, son probable niveau de quasi plein-emploi. Une prochaine poussée de l'inflation devrait, à notre avis, être soutenue ultérieurement par des tensions attendues dans le marché du travail. Celles-ci tardent pourtant à se concrétiser, malgré un marché proche du plein-emploi. La dernière décision d'Amazon de relever le salaire horaire minimum de ses employés de +20% est, peut-être, l'un des premiers indicateurs témoignant de la difficulté à recruter des employés à ce point du cycle. Ce fait annonce peut-être l'arrivée prochaine de la tendance décrite plus haut. Ainsi, l'accélération du taux de salaire horaire, en hausse de +2.9% en août, sème aussi quelque peu le trouble et replace, à notre avis, les risques de surprise à la hausse pour l'inflation. Nos perspectives de hausse des taux longs vers 3% se sont

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Allocation obligations internationales



Allocation tactique

- Réduire l'allocation à la zone euro
- Surpondérer les obligations US
- Diversifier les risques par des expositions en dollars canadiens et australiens
- Vendre les obligations high yield

concrétisées et nous estimons aujourd'hui que ceux-ci devraient pouvoir dépasser à terme ce niveau. L'inflation, principal catalyseur probable de la hausse, est insuffisante pour provoquer une nouvelle phase de progression des taux à dix ans, pour l'instant. Cependant, à un peu plus long terme, la hausse des déficits budgétaires ou un changement d'attitude de la Chine en matière de financement du déficit américain pourraient contribuer à la hausse des taux longs. Dans ce contexte cependant, la vigueur de l'économie relance certaines anticipations de normalisation des taux directeurs et des taux à long terme. Les rendements à 5, 10 et 20 ans avaient convergé depuis plusieurs mois vers 3% et provoqué un aplatissement de la courbe des taux d'intérêt, faisant disparaître la prime de risque sur les échéances plus longues. Au moment où justement on s'interroge sur le niveau adéquat des taux longs, dans cet environnement de croissance solide et d'inflation supérieure aux objectifs de la Fed, l'incertitude progresse et pousse les taux longs un peu plus haut. A court terme les taux longs devraient reconstituer une prime de risque qui pourrait faire évoluer les taux à dix ans entre 3% et 3.5%.

INDICES OBLIGATIONS (en monnaies locales)

30.09.2018		Total Return Performance						
	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
OBLIGATIONS SUISSES	SBI AAA-BBB	134.6	CHF	-0.1	-0.8	-0.8	-0.7	-1.3
OBLIGATIONS UE	Barclays EuroAgg	247.6	EUR	-0.3	-0.3	-0.8	-1.1	-0.5
OBLIGATIONS UE - SHORT DURATION	ISHARES EURO GOV BND 1-3	143.2	EUR	-0.2	0.1	-0.5	-1.1	-0.8
OBLIGATIONS US	JPM U.S. Aggregate Bond Index	621.8	USD	0.2	-0.7	0.1	0.0	-1.7
OBLIGATIONS US - SHORT DURATION	BGF-USD ST DURATN BOND-USA1	8.4	USD	0.3	0.0	0.4	0.4	0.3
OBLIGATIONS EMERGENTES	JPMorgan Emerging Markets Bond	531.8	USD	0.8	1.8	2.6	-1.7	-3.6
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - USD	JPM Global Aggregate Bond Index	556.5	USD	-0.4	-0.8	-0.6	-3.1	-2.4
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - EUR	JPM Global Aggregate Bond Index	629.2	EUR	0.8	-0.6	-0.7	2.4	1.0
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - CHF	Barclays Global Agg Corporate	141.2	CHF	1.7	0.6	-1.2	0.1	-2.5
OBLIGATIONS CONVERTIBLES (UE)	Exane Europe Convertible Bond	7784.5	EUR	-0.2	-0.2	0.9	2.5	0.7
OBLIGATIONS HIGH YIELD	Markit iBxx Gbl Dev Lq HY USD	145.6	USD	-0.4	0.3	2.4	0.8	0.7
OBLIGATIONS HIGH YIELD - SHORT DURATION	AB SHORT DURATION HI YD-AT	14.7	USD	0.1	0.2	1.7	1.9	1.3

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

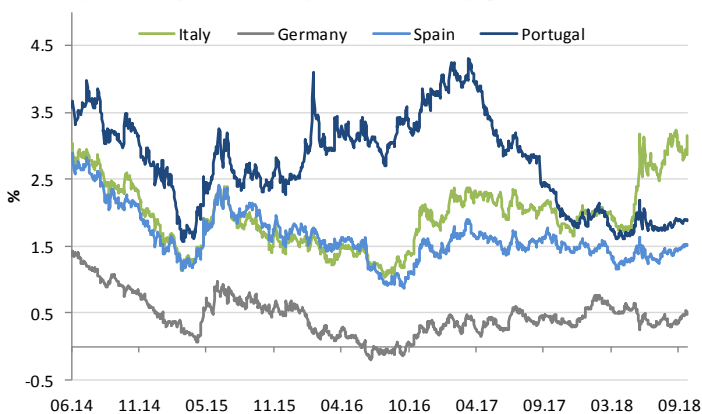
Les derniers développements sur le marché obligataire américain nous semblent particulièrement intéressants. Les niveaux de rendement observables sur l'ensemble de la courbe de taux gouvernementaux et « corporate » offrent de réelles opportunités d'investissement. Nous estimons que la hausse des rendements sur la dette gouvernementale offre, aujourd'hui, une excellente opportunité de diversification dans l'univers des placements à revenus fixes. En effet, le rendement actuel protège l'investisseur d'une éventuelle poursuite de la hausse de la tendance récente, ce qui n'est pas le cas en zone euro notamment. Le marché américain devrait donc assez rapidement profiter d'un regain d'intérêt d'investisseurs en quête de rendement de qualité dans une devise sûre et d'un probable transfert de risque et de flux de fonds en provenance du marché européen. En ce qui concerne le risque débiteur, nous recommandons dans ce contexte de rapidement réduire l'exposition au marché High Yield américain, qui présente des risques importants de déséquilibre et de corrections de cours en phase de réajustement des primes de risque. La hausse des rendements de débiteurs « investment grade » devrait effectivement attirer des fonds jusqu'à ce jour investis dans ce segment de marché risqué. Dès lors, la prime de risque actuelle, qui se situe au plus bas des dix dernières années et proche du niveau observé juste avant l'écroulement de la crise financière en 2007-2008, pourrait subir un ajustement brutal significatif.

Prochaines tensions sur les taux longs en zone euro

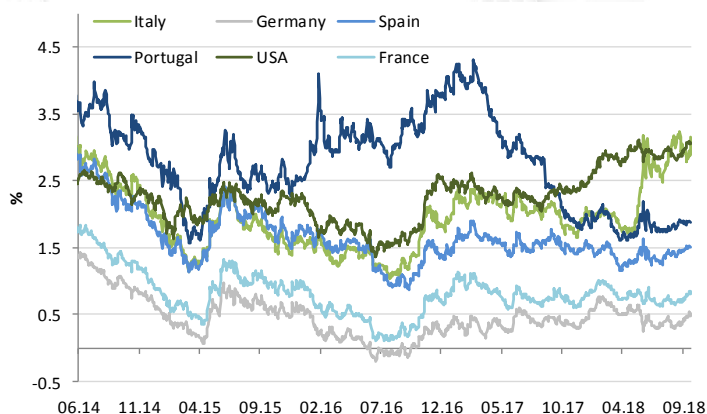
La BCE évoque une inflation vigoureuse dans la zone euro. Le président Draghi semble convaincu que le marché de l'emploi montrera toujours plus de signes de pressions à la hausse sur les salaires, ce qui conduira à une progression de l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois. Il est vrai que la tendance est positive et que les salaires ont effectivement enregistré une certaine accélération à la hausse (+2.2%) au 2ème trimestre ; le taux de chômage est au plus bas

depuis dix ans (8.3%) et le taux d'emploi (67%) de la population est également au plus haut. L'inflation a atteint +2.1% en septembre, un résultat qui semble confirmer la vision du président de la BCE, mais dont la composante « core » a ralenti à +0.9% pendant la même période. Nous pensons que cette évolution à court terme contredit quelque peu l'appréciation de la BCE et pourrait contribuer à repousser une première hausse de taux directeurs en fin 2019. Ce développement affecte également la perception du niveau normal des taux longs qui reste liée à l'appréciation de l'évolution de l'inflation, du taux de croissance et de la politique quantitative de la BCE. Le changement annoncé par la BCE modifiera, très prochainement, la dynamique de l'offre et de la demande. Les achats de la BCE avaient presque absorbé la totalité des nouvelles émissions nettes de titres souverains de la zone euro ; leur disparition soutiendra la hausse des rendements. Dans un contexte économique positif, la chute de la demande ne manquera pas de provoquer une hausse des taux longs en début 2019. Le taux à dix ans du Bund allemand a dépassé 0.55% et réagira désormais plus nettement à toute nouvelle concernant l'inflation. Après une longue phase de consolidation autour de 0.5% à dix ans, les taux des obligations d'Etat allemandes devraient, à nouveau, se tendre et remonter vers 0.75%-1% en début 2019. L'évolution de la crise italienne reste un facteur, temporaire sans doute, qui pourrait freiner ou interrompre cette tendance. L'affaiblissement de l'euro contre dollar est également une variable importante dans l'appréciation du potentiel de hausse des taux longs. Désormais, nous pensons que ce facteur n'est plus un frein à l'ajustement logique de la courbe des taux en zone euro. Bien que la décision de la BCE ne soit pas une surprise, nous estimons que son impact réel ne se fera sentir que dans les prochains mois. Ce n'est qu'à ce moment que les investisseurs prendront complètement en considération les risques de correction des cours. Nous recommandons de ne pas attendre avant de réduire encore le risque obligataire en euro.

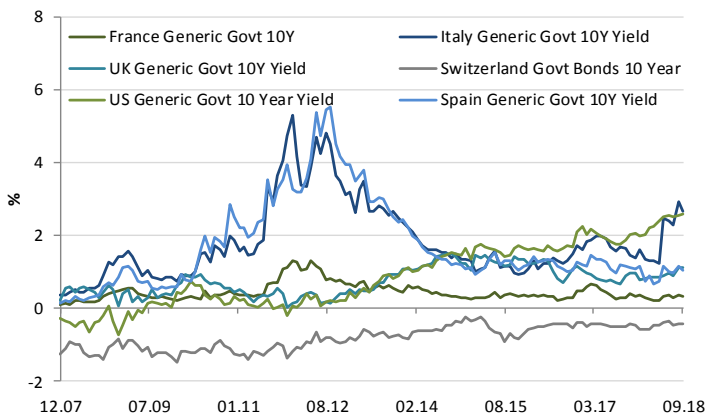
Taux à 10 ans - Gvt Europe



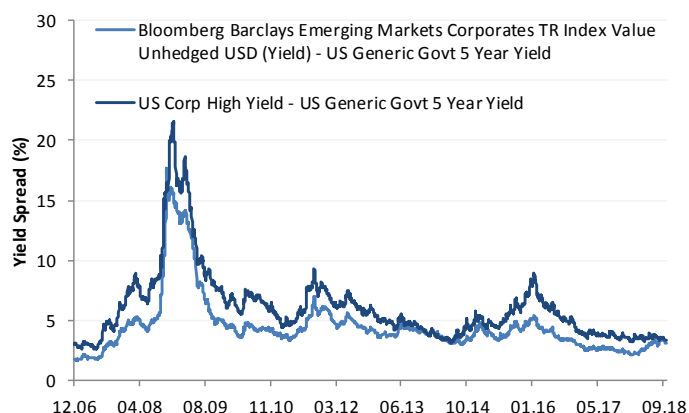
Taux à 10 ans - Gvt



Prime de risque vs Gvt allemand



Prime de risque vs US Treasury



Ajustement des taux longs au Royaume-Uni

Les derniers chiffres d'inflation pour le mois d'août ont pourtant surpris les observateurs. La hausse de +2.7% du CPI a, en effet, été bien supérieure aux attentes. Cette hausse n'est évidemment pas bienvenue car elle compensera la progression des salaires nominaux enregistrée et ne permettra donc pas une amélioration du pouvoir d'achat. Par ailleurs, l'indice des prix à la production a aussi augmenté de +2.9% sur un an le mois dernier, contre une progression annuelle de +3.1% en juillet, avec un ralentissement des prix des matériaux et carburants (coûts entrants). Les indices de prix ne montrent pas encore les signes d'apaisement espérés, aussi bien en ce qui concerne le CPI que pour le PPI. Nous maintenons notre prévision de stabilisation de l'inflation au-dessus de l'objectif de 2% de la BoE 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 encore peu probable. Cependant, nous estimons, dans ce contexte, que le marché obligataire devrait être plus attentif et affecté par les fondamentaux domestiques et par les incertitudes liées au Brexit. Nous ne pensons pas que le ralentissement de l'économie britannique soit suffisant pour justifier durablement d'un niveau de taux longs autant inférieur à celui de l'inflation et anticipons une prochaine pentification de la courbe des taux britanniques.

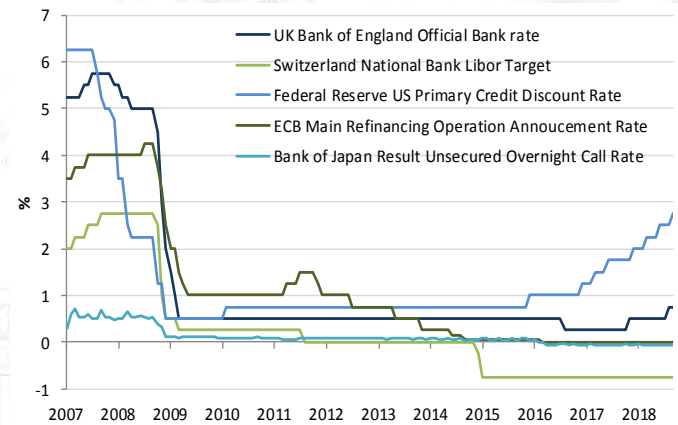
Toujours pas de perspectives au Japon

Reprise bienvenue des indices de prix au deuxième trimestre. L'es-soufflement n'aura duré que le temps de la hausse du yen. L'inflation (CPI) repasse la barre de 1% et s'établit à 1.3% en août. L'affaiblissement du yen était la condition d'une relance des prix, mais on est encore loin de l'objectif de la BoJ (2%) et les prix à la production ne montrent pas de dynamique suffisante pour espérer une tendance globale plus robuste. Cependant, le contexte actuel n'est clairement pas favorable au marché obligataire qui n'offre toujours pas de perspectives séduisantes pour l'investisseur étranger.

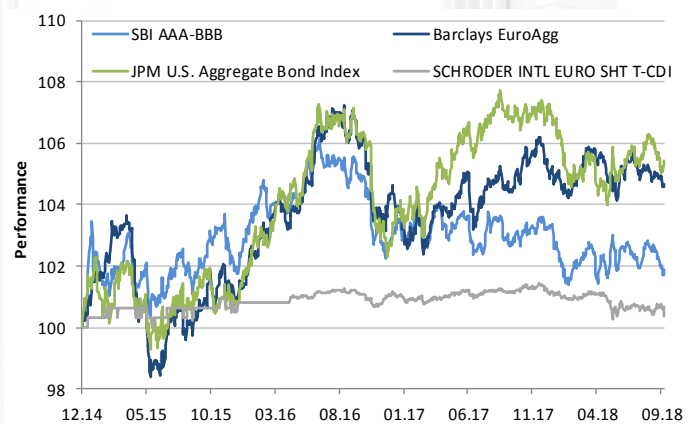
Favoriser le marché américain au détriment de la zone euro et éviter le High Yield

En cette fin d'année 2018, les marchés de taux présentent des situations conjoncturelles très différentes. Aux Etats-Unis la hausse des taux pousse les rendements à long terme au-delà de 3%, dans un mouvement conforme à nos anticipations. Nous estimons que le contexte économique américain justifie cet ajustement qui devrait perdre en intensité et se stabiliser à environ 3.5%. En particulier, si la croissance américaine décélère comme attendu en 2019. En zone euro, la politique d'achat de dettes gouvernementales européennes de la BCE a maintenu en 2018 les rendements à long terme à des niveaux bas, mais lorsqu'elle se retirera du marché au 1er janvier 2019, on devrait assister à des déséquilibres nets. Les besoins de refinancement, toujours élevés, des états européens seront confrontés à une demande d'investissement réduite. Un choc d'ajustement des rendements offerts sera, peut-être, indispensable pour équilibrer ce marché. Ainsi, nous estimons que la hausse des rendements sur la dette gouvernementale américaine offre aujourd'hui une excellente opportunité de diversification dans l'univers des placements à revenus fixes. En effet, le rendement actuel protège l'investisseur d'une éventuelle poursuite de la hausse de la tendance récente, ce qui n'est pas le cas en zone euro notamment. Le marché américain devrait donc rapidement profiter d'un regain d'intérêt d'investisseurs en quête de rendement de qualité dans une devise sûre et d'un probable transfert de risque et de flux de fonds en provenance du marché européen. En ce qui concerne le risque débiteur, nous recommandons, dans ce contexte, de rapidement réduire l'exposition au marché High Yield américain, qui présente des risques importants de déséquilibre et de corrections de cours en phase de réajustement des primes de risque. La hausse des rendements de débiteurs « investment grade » devrait effectivement attirer des fonds jusqu'à ce jour investis dans ce segment de marché risqué. Dès lors, la prime de risque actuelle, qui se situe au plus bas des dix dernières années et proche du niveau observé juste avant l'éclatement de la crise financière en 2007-2008, pourrait subir un ajustement brutal significatif.

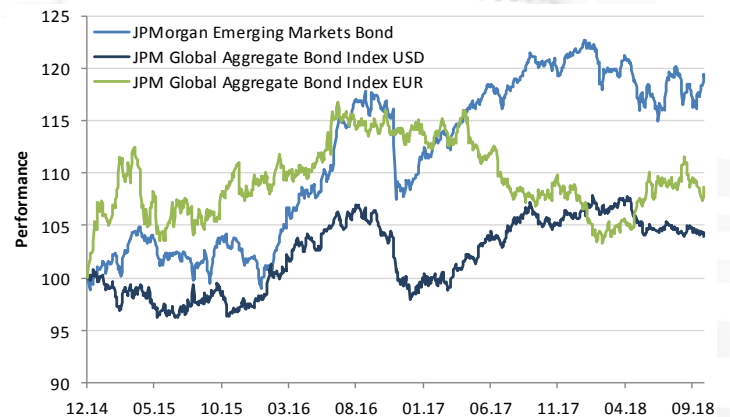
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



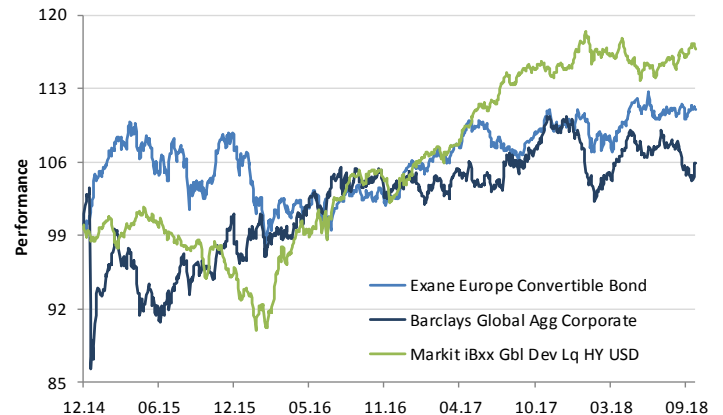
Performance YTD des indices obligataires 1- 5 ans (base 100)



Performance obligations émergentes (base 100)



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



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Obligations suisses

- Pentification de la courbe des taux
- La politique monétaire de la BCE affectera le marché suisse
- Tendance haussière plus affirmée
- Rendements réels encore négatifs en Suisse

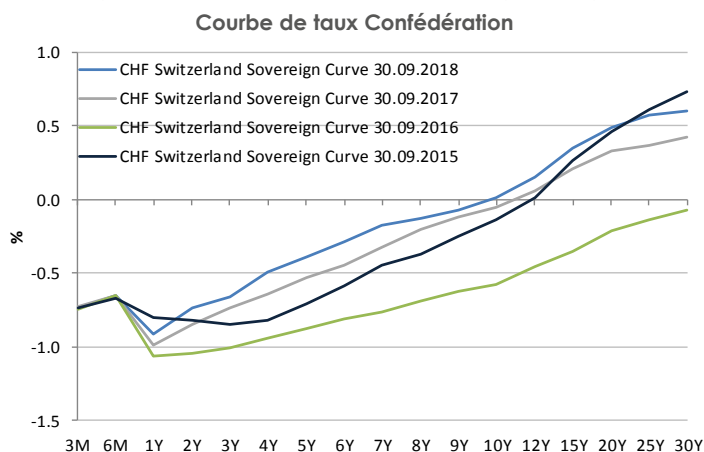
OBLIGATIONS Débiteurs	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)						
	3mois	1an	sous exposition	neutre	surpondération				
Gouvernement	↘	↘							
Corporate (IG)	↘	↘							
Autres	↘	↘							

Pentification de la courbe des taux

L'accélération du rythme de croissance du PIB (+3%) et la reprise de l'inflation suisse au-delà de 1.3% sur un an suggèrent une normalisation des taux longs plus sensible dans notre pays. L'économie suisse profite actuellement d'une dynamique favorable et d'une combinaison de facteurs qui devraient encore soutenir l'évolution positive dans l'industrie, la consommation, l'investissement et les exportations. La santé actuelle de l'économie suisse et les perspectives fondamentales positives devraient, désormais, renforcer le rythme de normalisation des rendements en francs suisses. Les taux longs à dix ans de la Confédération sont aujourd'hui en phase de stabilisation ultime légèrement au-dessus de zéro (0.1%) avant de prochainement reprendre une tendance haussière pouvant les porter à 0.5% en fin d'année 2019. Les taux directeurs de la BNS pourraient rester encore fixés à -0.75%, ce qui provoquerait sans doute l'une des plus nettes pentifications de la courbe des taux dans notre pays. Deux facteurs conjoints retiennent encore une accélération de ce processus de normalisation : la politique monétaire de la BNS et celle de la BCE.

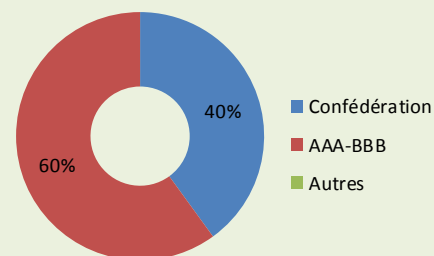
La politique monétaire de la BCE affectera le marché suisse

La politique monétaire de la BNS est le premier facteur de stabilité des taux longs pour l'instant, par la pression exercée au travers des taux directeurs sur la partie courte de la courbe des taux. Ce facteur devrait rester stable ; en effet, nous n'envisageons pas d'action de la BNS qui précéderait celle de la BCE, laquelle ne devrait de son côté pas intervenir avant la fin d'année 2019. Le second facteur tient à la politique monétaire de la BCE, qui retient la hausse des rendements en euro par une action similaire à celle de la BNS (taux directeurs négatifs), mais surtout par son programme d'achat de dette gouvernementale européenne. Ce dernier facteur devrait disparaître prochaine-



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Allocation obligations suisses



Allocation tactique

- Sous-pondérer les titres de la Confédération
- Surpondérer le segment "IG"
- Duration courtes

ment et provoquer un ajustement des rendements européens, peut-être plus brutal que ce qui semble aujourd'hui attendu. La corrélation entre les marchés de taux reste globalement élevée, mais pour le marché suisse, cette évolution attendue en 2019 du marché obligataire européen sera certainement le facteur principal d'ajustement.

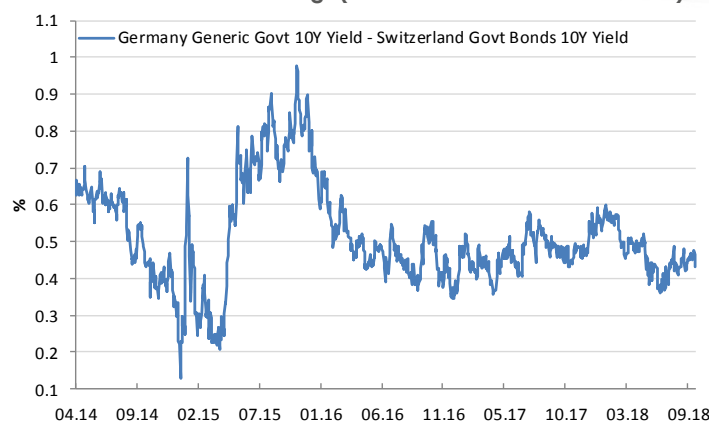
Tendance haussière plus affirmée

Nous prédisions, en juin dernier, la fin des « micromouvements » sur les taux longs et une accélération du processus de normalisation des taux qui nous semblent désormais enclenchés. Ainsi, nous devrions encore assister en 2019 à une pentification de la courbe des taux, puisque la politique monétaire de la BNS restera inchangée et retiendra la hausse de rendement sur la partie courte. La tendance haussière, pour les taux longs suisses, devrait légèrement s'affirmer, alors que le différentiel de rendement avec les taux longs allemands devrait s'accroître, en raison notamment du renforcement de la dynamique européenne et de la fin programmée des achats d'obligations de la BCE.

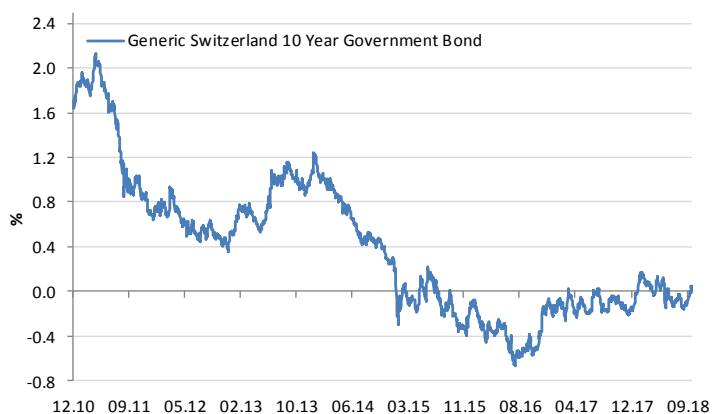
Rendements réels encore négatifs en Suisse

Le rendement réel à court terme s'est enfoncé davantage en territoire négatif avec la hausse de l'inflation de 0.8% à 1% en 2018. Mais la hausse des rendements nominaux à dix ans de -0.15% à +0.095%, pendant la même période, a stabilisé le rendement réel à long terme à environ -1%. Cette situation reste anormale ; 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. Néanmoins, ils resteront négatifs probablement pendant l'ensemble de l'année 2019. Nous privilégions les débiteurs de qualité et les maturités courtes, dans un contexte international plus compétitif pénalisant la dette « high yield ».

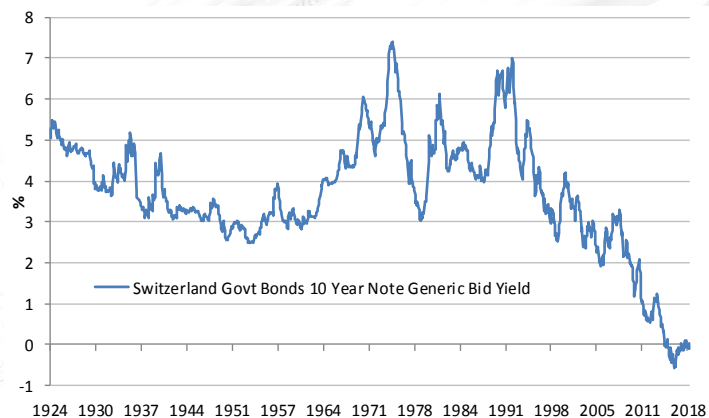
Différentiel de taux longs (Bund allemand - Confédération)



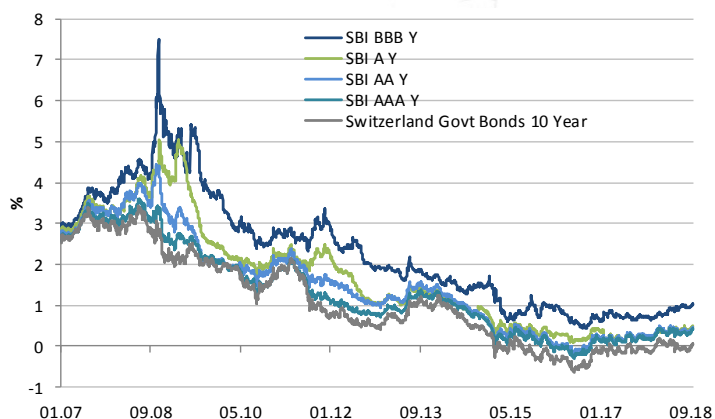
Obligations de la Confédération - taux 10 ans



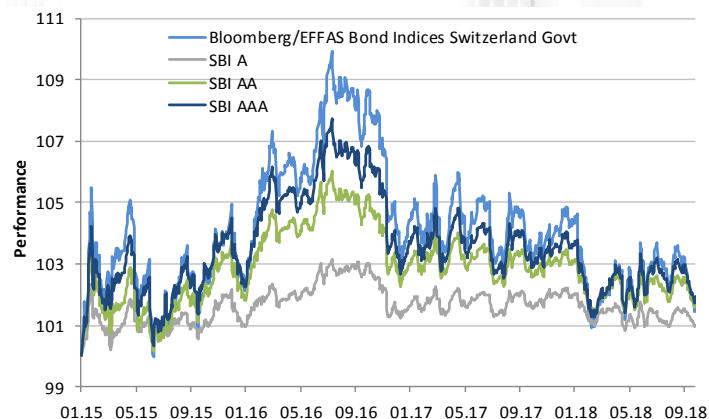
Taux longs de la Confédération depuis 1924



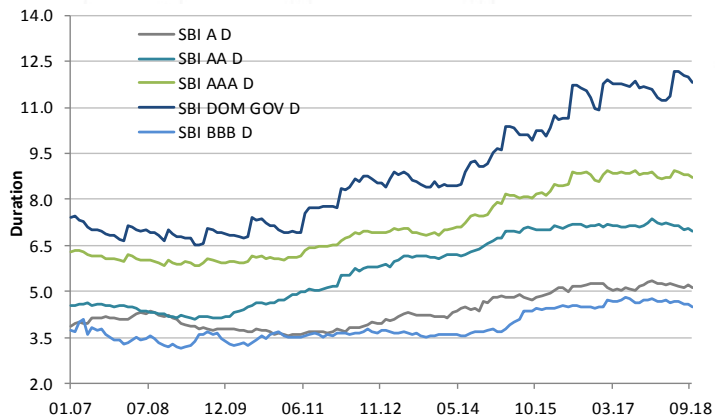
Rendement (en %) par type de débiteur



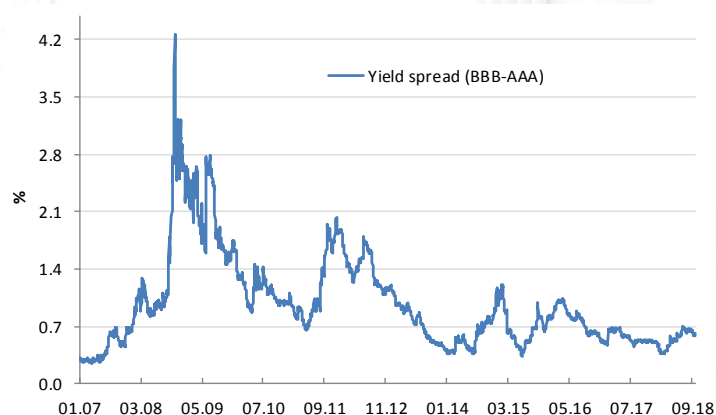
Performance des obligations suisses (base 100)



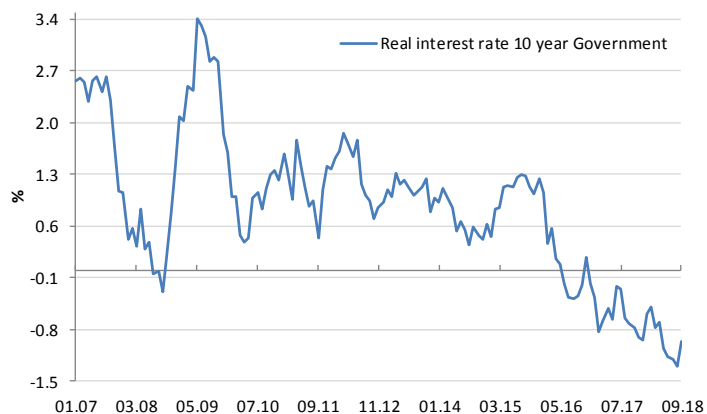
Duration des indices obligataires suisses



Ecart de rendement



Taux d'intérêt réels



INDICES OBLIGATIONS SUISSES (en CHF)

	Last price	Curr.	Total Return Performance				
			7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
Bloomberg Barclays Series-E Switzerland Govt All > 1 Yr Bond Index	255.3	CHF	0.0	-1.3	-1.6	-0.9	-2.3
SBI A-BBB	135.1	CHF	-0.2	-0.4	-0.2	-0.6	-0.8
SBI AA-BBB	133.3	CHF	-0.2	-0.6	-0.5	-0.7	-1.0
SBI AAA-AA	133.9	CHF	-0.1	-0.9	-1.0	-0.8	-1.5
SBI BBB	146.8	CHF	-0.1	-0.2	0.0	-0.5	-0.6
SBI AAA-BBB	134.6	CHF	-0.1	-0.8	-0.8	-0.7	-1.3
SBI DOM GOV AAA-BBB 1-3P	69.2	CHF	-0.1	-0.3	-0.8	-1.7	-2.4
SBI DOM GOV AAA-BBB 3-7P	87.4	CHF	-0.2	-0.8	-1.2	-2.0	-2.4
SBI DOM GOV AAA-BBB 7+ P	123.3	CHF	0.0	-1.9	-2.4	-1.6	-4.4

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Immobilier international

- Les prix de l'immobilier poursuivent leur ascension
- L'immobilier titrisé japonais s'est avéré le plus performant
- Hausse des taux US insuffisante pour pénaliser l'immobilier
- Les taux d'intérêts réels souvent négatifs favorisent l'immobilier
- L'immobilier asiatique résiste et offre une nouvelle opportunité

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

Les prix de l'immobilier poursuivent leur ascension

Les prix de l'immobilier aux Etats-Unis enregistrent une nouvelle décélération de la hausse des valeurs en juillet portant la croissance globale des valeurs immobilières à +5.9% sur un an. C'est le 4ème mois consécutif de ralentissement des prix, suggérant un tassement de l'intérêt des acheteurs dans un contexte de hausse des taux hypothécaires et de prix élevés. Cependant, la demande reste solide en raison d'un marché de l'emploi robuste et d'un degré de confiance élevé. La dynamique économique américaine restera solide, et soutiendra une poursuite de la progression des prix à un rythme très nettement inférieur. Le marché montre donc des signes d'essoufflement, mais profitera encore d'inventaires plutôt faibles. Dans ce contexte, une exposition au secteur immobilier américain reste évidemment justifiée, mais avec une allocation réduite.

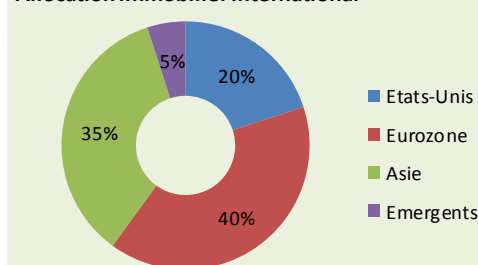
En Europe, les prix de l'immobilier ne fléchissent pas et poursuivent leur tendance haussière débutée en 2014. Les prix des logements mesurés par l'indice Eurostat ont augmenté de +4.3% dans la zone euro et dans l'ensemble de l'Union européenne au 2ème trimestre sur un an. La hausse sur le trimestre est de +1.4% et ne montre pas de fléchissement récent. Les plus fortes augmentations sur un an ont été enregistrées en Slovaquie (+13.4%), en Irlande (+12.6%) et au Portugal (+11.2%). Seules l'Italie (-0.2%) et la Suède (-1.7%) n'ont pas participé à cette embellie. On n'observe pas encore d'affaiblissement de la tendance qui pourrait être soutenue par une amélioration des conditions économiques et

du marché de l'emploi. Le financement hypothécaire dans l'UE et dans la zone euro reste particulièrement attrayant et la politique monétaire de la BCE n'a que peu de risques d'affecter les conditions d'accès au marché immobilier à court terme. Nous privilégions encore cette région dans notre allocation d'actifs immobiliers.

Au Royaume-Uni, le Brexit continue de peser sur le sentiment des investisseurs et sur les prix de l'immobilier, qui enregistrent en juillet leur plus nette baisse à Londres depuis 2009. Sur l'ensemble du pays, la croissance est encore de +3.1% sur un an, mais il s'agit de la plus faible progression depuis août 2013. Le marché britannique reste dans l'ombre du Brexit et ne présente toujours pas d'opportunité de repositionnement. Nous recommandons de rester en dehors de ce marché pour l'instant, au moment où la banque d'Angleterre évoque une chute possible de 25% des prix de l'immobilier dans le scénario pessimiste d'un Brexit sans accord.

En Chine, les prix de l'immobilier ont repris l'ascenseur pendant l'été; la croissance des prix sur un an a ainsi progressé de +5.7% en juin à +8% à la fin août dans les 70 principales villes de Chine. Cependant, la situation du marché n'est de loin pas homogène, les variations sont en effet très disparates entre les grands centres urbains et les villes de provinces. Les inquiétudes progressent logiquement dans le pays et commencent à affecter l'équilibre de certains segments du marché immobilier. Le secteur immobilier est particulièrement important pour les ménages chinois, car il représente toujours la principale forme

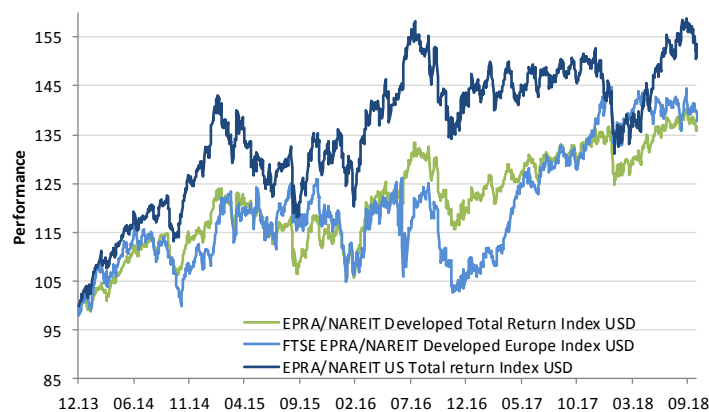
Allocation immobilier international



Allocation tactique

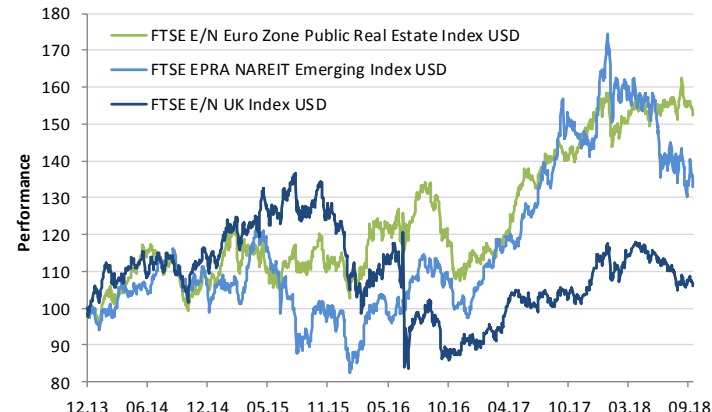
- Surpondérer l'Europe et l'Asie
- Cash 0%

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



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

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



d'épargne et d'investissement. Le gouvernement a toujours été conscient du risque inhérent à une faiblesse de ce secteur et dispose encore de moyens pour le soutenir. Nous n'envisageons pas, pour l'instant, de correction significative des prix, malgré l'évolution des anticipations liées aux tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. Une consolidation des prix est cependant probable. Dans ce contexte, nous privilégions encore le marché immobilier chinois, essentiellement en raison des niveaux de valorisation de l'immobilier titrisé, déjà largement affectée par les risques évoqués plus haut.

L'immobilier titrisé japonais s'est avéré le plus performant

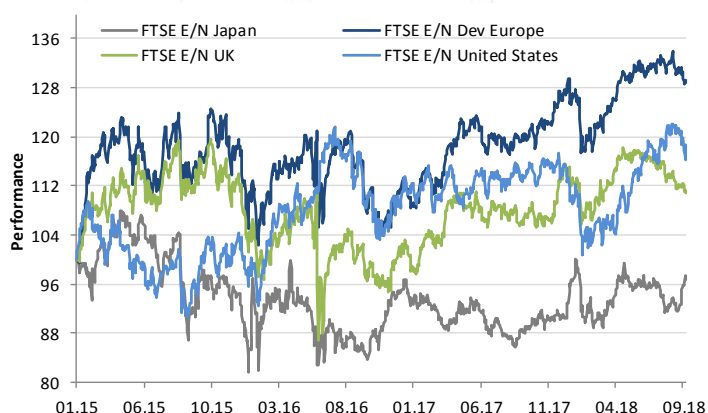
Le marché immobilier titrisé américain aurait pu être le premier touché par la hausse des taux d'intérêt en 2018, cela n'a clairement pas été le cas pour l'instant. Il avait été le premier affecté par la faiblesse conjoncturelle au 1er trimestre et s'est ensuite particulièrement bien repris pendant la période de relance économique et de hausse de taux d'intérêt. En monnaie locale, l'immobilier titrisé américain a donc réalisé une performance satisfaisante de +2.7% sur neuf mois. Le premier trimestre avait été largement favorable au marché asiatique qui, grâce à un résultat positif, surperformait nettement de près de +20% ceux de la zone euro et des Etats-Unis, encore négatifs en monnaies locales. En juin, le rebond du marché américain au 2ème trimestre lui permettait de réaliser une performance similaire à celles des deux autres régions, grâce à la chute de -20% des valeurs chinoises. Finalement le 3ème trimestre aura vu la convergence des résultats sur 9 mois de la zone euro (+2.35%) et une légère contreperformance de l'Asie (-0.67%), en raison des incertitudes qui ont pesé sur la situation des marchés émergents. Le marché australien titrisé a, de notre point de vue, profité d'un repositionnement des investisseurs réduisant leurs

risques émergent et chinois dans la zone Asie-pacifique, lui permettant de réaliser une progression assez régulière de +5.65%, dans un contexte de contraction des prix de l'immobilier résidentiel (-0.6%). L'immobilier titrisé chinois a, de son côté, tout de même progressé de +2.3%, mais ce résultat positif masque l'effondrement des cours de près de -20% qui a eu lieu pendant la deuxième quinzaine de juin et la stabilisation du marché qui a suivi au cours du 3ème trimestre. Le Japon soutient la performance de l'ensemble de la zone Asie-pacifique, grâce à son excellent résultat sur neuf mois de +6.9% en yen. L'immobilier titrisé japonais profite du repositionnement en Asie sur un marché développé, alors que les prix des terrains ont enregistré leur première hausse modeste de +0.1% en juillet sur un an depuis 27 ans.

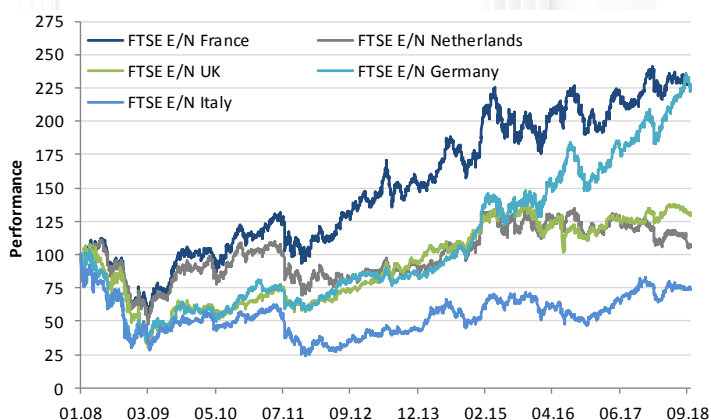
Les risques de ralentissement restent modestes

L'économie internationale reste sur une tendance solide, même si les tensions commerciales suggèrent des risques de ralentissement à brève échéance. Les avertissements du FMI et d'autres experts faisant état d'un ralentissement probable en 2019, si les Etats-Unis et la Chine vont au bout de leur confrontation sur les questions douanières, sont probablement surestimés et dépendront en particulier de ce que feront ces gouvernements des prélèvements effectués. Il est, en effet, possible que ces prélèvements ne soient finalement pas si négatifs pour la croissance, s'ils sont réinjectés dans l'économie sous la forme de dépenses budgétaires. Quoi qu'il en soit, un ralentissement n'aurait pas les mêmes effets qu'une récession sur le secteur de la construction et de l'immobilier. Par conséquent, nous estimons que la phase d'expansion de l'économie mondiale se poursuivra et sera favorable à l'immobilier.

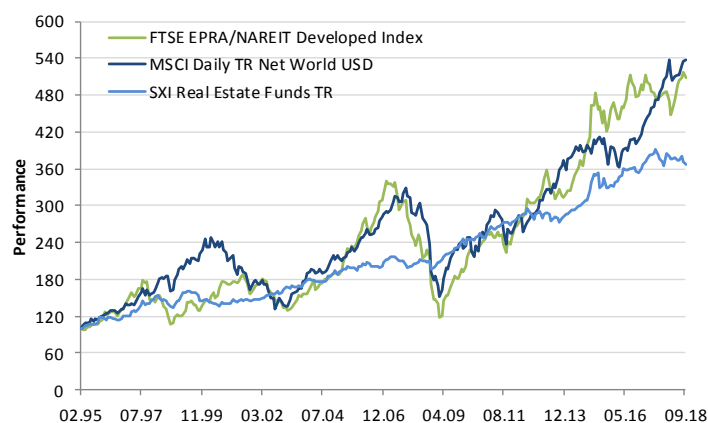
Marchés immobiliers en monnaies locales



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)

30.09.2018		Total Return Performance						
	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	FTSE EPRA/NAREIT GIB TR	2666.2	USD	-1.5	-2.4	-0.1	3.0	-0.8
DEVELOPED	EPRA/NAREIT Dev TR USD	5022.6	USD	-1.1	-2.0	0.5	5.6	0.8
DEVELOPED EUROPE	FTSE E/N Dev Europe	2192.3	EUR	-0.5	-3.0	-1.0	4.3	0.9
EUROZONE	FTSE E/N Euro Zone	2631.9	EUR	-0.4	-3.7	-0.7	5.6	2.3
USA	FTSE E/N United States	2913.7	USD	-1.1	-2.7	1.7	11.7	2.7
DEVELOPED ASIA	FTSE E/N Dev Asia	1517.9	EUR	0.7	0.1	-0.5	5.6	2.7

Hausse des taux US insuffisante pour pénaliser les placements immobiliers

Au cours des neuf premiers mois de l'année, la hausse des taux d'intérêt s'est avant tout concrétisée aux États-Unis, tandis que la zone euro et le Japon enregistraient des mouvements plus modestes. La normalisation des taux directeurs de la Fed s'est accompagnée d'une accélération des rendements à long terme en dollar, mais plus généralement c'est l'ensemble de la courbe de taux qui a subi un mouvement d'ajustement.

Nous avons évoqué, depuis plusieurs trimestres, que le processus de normalisation s'intensifierait et que les taux à dix ans du Trésor passeraient le cap des 3% avant d'atteindre 3.5%, lorsque les chiffres de l'inflation seraient supérieurs à l'objectif de la banque centrale. Le troisième trimestre s'est donc achevé dans un contexte de relance des taux longs, qui devrait pousser les rendements à long terme vers 3.5% en début d'année 2019. Pourtant, le marché immobilier titrisé américain est resté relativement calme, dans ce contexte, en enregistrant une progression de +2.7% sur neuf mois, soit légèrement moins que le rendement du dividende distribué.

L'immobilier reste favorisé par des taux d'intérêt réels souvent négatifs

Les développements récents aux États-Unis confirment notre prévision d'une progression régulière de l'inflation qui devrait durablement excéder l'objectif de la Réserve fédérale. Nous estimons toujours que les signes déjà visibles sur le marché de l'emploi annoncent une amélioration des salaires et des revenus des ménages qui auront un impact sur la demande et les prix. L'évolution des prix de l'énergie et des matières premières restera un facteur de tension sur les prix, comme pourrait l'être également le relèvement des tarifs douaniers.

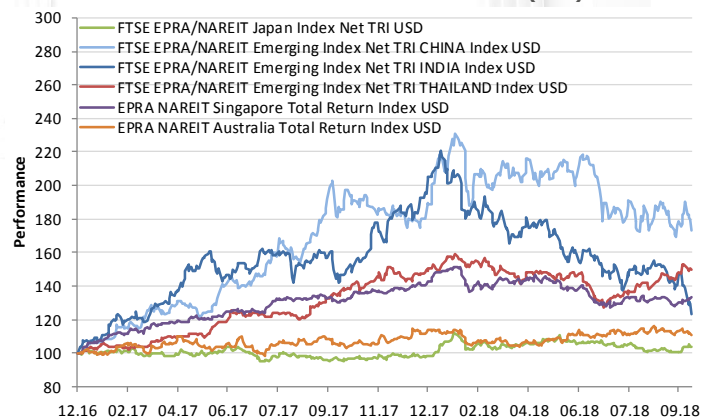
L'inflation aux États-Unis était encore de +2.7% en août, puis de +2.3% en septembre, soit légèrement en dessous des taux à 12 mois (2.9%) et des taux à dix ans (3%). Les taux réels aux États-Unis ont donc passé un cap et sont à nouveau très légèrement positifs. Insuffisamment toutefois, à notre avis, pour être un facteur pénalisant pour le marché immobilier. En zone euro, les rendements à 12 mois sont encore négatifs et le rendement à dix ans du Bund allemand à 0.5% est encore bien éloigné du niveau d'inflation de +2% atteint en septembre. Les rendements réels sont donc clairement négatifs en zone euro et c'est aussi le cas 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 que 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.

L'immobilier asiatique résiste et offre une nouvelle opportunité

L'immobilier asiatique a finalement plutôt bien résisté aux pressions et aux menaces du président américain, lesquelles avaient pourtant largement inquiété les marchés actions asiatiques et émergents. En ne corrigeant que de -0.67%, les valeurs immobilières asiatiques ont, en effet, à peine sous-performé les valeurs européennes (+2.35%) et américaines (+2.7%). Leur performance relative est effectivement meilleure que la performance relative des actions chinoises (-9%) et asiatiques (-2.6%), par rapport à celle des marchés développés européens (+1.3%) et américains (+10.1%). Une guerre commerciale aura des effets sur les dynamiques économiques régionales respectives et l'Asie sera, sans doute, également affectée. Cependant, l'immobilier asiatique peut avant tout compter sur une demande domestique et une demande d'investissement solides, qui ne seront que marginalement touchées par les tensions commerciales. Le marché chinois pourrait voir une augmentation de l'activité de relocalisation de certaines industries au profit du marché vietnamien notamment, une tendance déjà observée depuis quelques années. Mais la plupart des autres segments ne devraient pas être impactés. Les autorités chinoises ont pris des mesures pour assouplir les restrictions à l'investissement des étrangers avec un certain succès et espèrent qu'elles compenseront les éventuels effets négatifs des relocalisations en dehors de la Chine. L'appétit des investisseurs domestiques reste élevé en Chine et en Asie du sud-est.

L'immobilier titrisé asiatique devrait, à notre avis, profiter d'un changement d'appréciation des risques régionaux au cours des prochains mois, qui favorisera la demande et l'évolution des cours. La chute des cours de -20% des titres immobiliers chinois n'est peut-être pas arrivée à son terme, mais elle nous semble déjà tenir compte assez largement de l'augmentation des risques. L'immobilier asiatique est privilégié dans notre grille d'investissement.

Évolution des marchés immobiliers (USD)



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Immobilier suisse

- Avantage aux sociétés immobilières
- Rendements attrayants et ajustement net des agios
- Pas d'influence majeure de l'évolution des taux

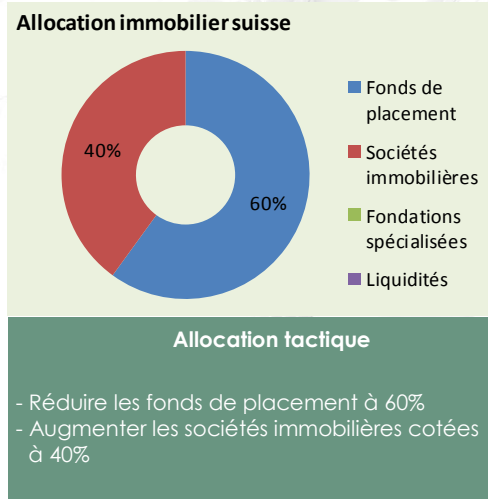
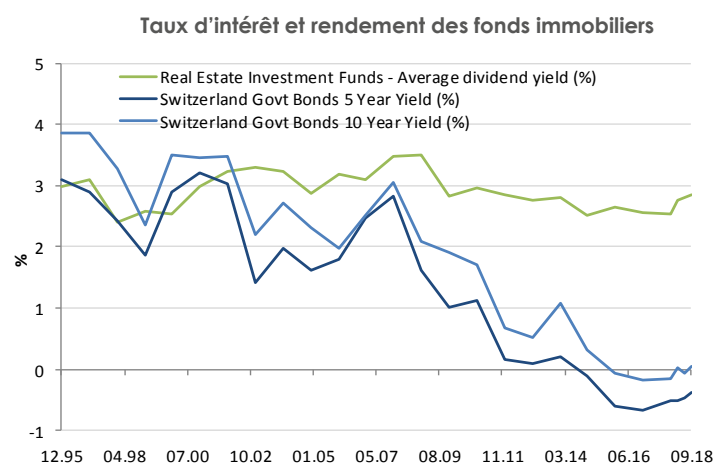
IMMOBILIER suisse	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)						
	3mois	1an	sous exposition	neutre	surpondération				
Fonds de placement	↗	↗							
Sociétés immobilières	↗↗	↗↗							
Fondations spécialisées	→	→							
Liquidités									

Avantage aux sociétés immobilières

Après un mois de février en baisse (-4%), les sociétés immobilières ont ensuite rapidement regagné du terrain, poussant leurs gains boursiers à près de +5% en mai, avant de s'effriter jusqu'à perdre à nouveau la totalité de leurs plus-values à la fin septembre, pour un résultat net final de +0.04% sur neuf mois. Elles terminent ainsi le trimestre sur une note inchangée en ayant pourtant passé l'essentiel de l'année en performance positive. Les fonds immobiliers ont, au contraire, été dans l'incapacité de générer un résultat positif pour l'instant en 2018 et terminent le trimestre en baisse de -4.3%. Les fonds de placement ont, en effet, sous-performé systématiquement les sociétés immobilières jusqu'à la fin septembre. La corrélation entre les fonds de placement et le marché des actions suisses est restée élevée, même si finalement le résultat des actions suisses (+0.5%) s'est avéré plus proche de celui des sociétés immobilières, grâce notamment à la reprise boursière de juillet. Pour les prochains mois, nous privilégions une exposition aux sociétés immobilières, tout en conservant une large exposition aux fonds de placement.

Rendements attrayants et ajustement net des agios

Les sociétés immobilières se traitent à environ 16x les bénéfices courants, mais la valorisation de 20.6x les profits estimés pour 2019 nous semble déjà élevée en comparaison historique, sans une croissance supérieure des bénéfices. Cependant, elles disposent d'un avantage relatif important en termes de rendement, puisque le rendement moyen des sociétés immobilières reste encore supérieur à 4%, ce qui offre un excès de rendement de près de 1% comparé au rendement moyen des fonds de placement, lequel s'est stabilisé à 3%. Dans les deux cas, les niveaux de rendement sont attrayants en regard des taux



d'intérêt en franc suisse qui, malgré une très légère progression, restent encore à peine au-dessus de zéro. Le niveau d'agio moyen des fonds est en contraction régulière, depuis les sommets atteints en 2017 à environ 30%, et se situe aujourd'hui à 17%. L'agio moyen est donc, à nouveau, proche de sa moyenne des trente dernières années, ce qui constitue un facteur positif de soutien pour le marché. Les primes des sociétés immobilières sont, au contraire, aujourd'hui encore relativement importantes (18%) en comparaison historique, mais elles font jeu égal avec celles des fonds immobiliers.

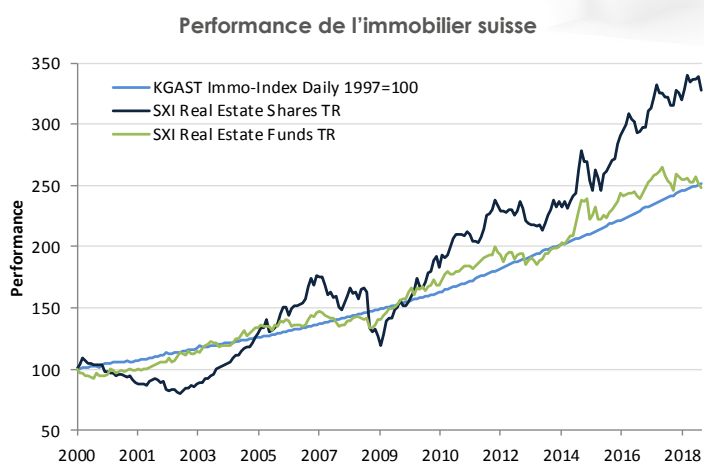
Pas d'influence majeure de l'évolution des taux

Dans son ensemble, le segment immobilier a été affecté par la hausse des rendements obligataires en franc suisse observée en janvier et en septembre. Cependant, les sociétés immobilières ont mieux tiré leur épingle du jeu en phase de stabilisation relative des rendements. Nous restons d'avis qu'avec un rendement de 3% à 3.8% et des primes similaires, les diverses formes de placement immobilier en Suisse ne devraient pas craindre une hausse modérée des taux d'intérêt. L'influence d'une hausse des taux sera limitée.

IMMOBILIER SUISSE

30.09.2018	Name	Last price	Total Return Performance				
			7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
	SXI Real Estate Funds TR	365.1	-0.5	-1.3	-1.6	-2.1	-4.4
	SXI Real Estate Idx TR	2441.7	0.3	-3.3	-1.9	0.3	0.0
	KGAST Immo-Index*	281.6				2.3	3.3

* subject to one-month lag



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions internationales - Régions

- Attention aux valorisations des actions en phase de hausse de taux
- Pourquoi les valeurs européennes sous-performent les américaines ?
- Le Nikkei s'envole vers de nouveaux sommets
- Baisse des risques et valorisations attrayantes pour les émergents

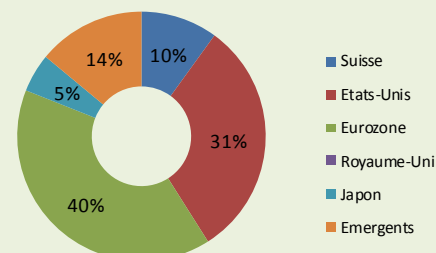
ACTIONS Régions	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
			sous exposition				neutre surpondération			
	3mois	1an	---	--	-	=	+	++	++	++
Suisse	↗	↗↗								
Etats-Unis	↗	↗								
Eurozone	↗	↗↗								
Royaume-Uni	↗	↗								
Europe	↗	↗								
Japon	↗	↗								
Emergents	↗	↗↗								

Attention aux valorisations des actions en phase de hausse de taux

Les profits des entreprises aux Etats-Unis ont progressé de 65mrd au T2, en très forte hausse par rapport à ceux enregistrés au T1 de 26.7mrd. Les sociétés financières ont enregistré des profits de 16.5mrd, après la perte de 9.3mrd du T1. La croissance des profits des autres entités non-financières a bondi de 32.3mrd à 53mrd en un seul trimestre. La croissance des bénéfices des sociétés du S&P500 est une réalité qui a soutenu la hausse de l'indice. Cependant, alors que les hausses de tarifs douaniers se mettent en place de part et d'autre, il est important de souligner que les entreprises américaines ne sont pas immunisées contre les risques induits par ce bras de fer. En effet, on estime qu'une hausse de 25% des tarifs imposés aux produits chinois aurait un impact de -7% sur les profits des entreprises américaines. Dans un contexte de stabilité des PE, la croissance des profits serait de 0% en 2019, un scénario qui ne semble de loin pas intégré dans les cours des actions. Si l'on estime qu'en phase de hausse des taux d'intérêt, les PE devraient plutôt avoir tendance à se contracter, alors une diminution du PE du S&P500 de 10%, soit de 18x à 16.2x, pourrait provoquer une chute de l'indice de plus de -10%. Depuis notre recommandation du 1er trimestre de profiter de l'opportunité qui s'était présentée, après la chute de -10% des cours des valeurs américaines pour réinvestir dans les marchés actions, le marché américain a enregistré une hausse d'environ +20% pour les valeurs du Nasdaq et de plus de +10% pour l'ensemble des titres du S&P500. Nous avons déjà relevé, dans nos précédentes analyses, que l'un des principaux risques pour le marché américain tenait dans le fait que la croissance des profits devait être

réellement au rendez-vous pour justifier des niveaux de valorisations plutôt généreux. Ce facteur restera sans doute favorable en 2018, mais la croissance organique des profits devrait marquer le pas en 2019, voire même chuter sensiblement dans un scénario extrême de mise en œuvre totale des menaces de hausse des tarifs douaniers du président américain. Dans un contexte de hausse des taux directeurs et d'une relance attendue des taux longs au-dessus de 3%, et peut-être même proche de 3.5%, la phase d'expansion des « price earnings » devrait s'inverser et constituer un autre facteur négatif retenant la progression des cours boursiers. Après la hausse des valeurs américaines du 3ème trimestre, nous recommandons à nouveau une certaine prudence sur les perspectives relatives des indices boursiers aux Etats-Unis. Les risques de déception pour 2018 nous semblent limités mais, à seulement quelques semaines de la fin de l'année, les perspectives pour 2019 sont moins brillantes, tant dans l'absolu que d'un point de vue relatif. Si l'ensemble du marché ne nous semble pas encore prêt à subir une correction majeure, les développements récents laissent entrevoir une fragilité croissante et une complaisance des investisseurs à l'égard des valeurs technologiques et des GAFA en particulier qui ne peuvent être que de mauvais augure à moyen terme. La hausse des taux d'intérêt n'a pas encore affecté le marché, mais nos prévisions de relance de la tendance ne manqueront pas d'avoir un impact notable en 2019. Dans ce contexte, les risques pour le marché américain ne sont donc pas inexistant. Mais à court terme, nous laissons le bénéfice du doute à la tendance en place, tout en recommandant d'être de plus en plus attentif à l'évolution des risques de déception sur les annonces de bénéfices des sociétés et sur l'introduction des tarifs douaniers.

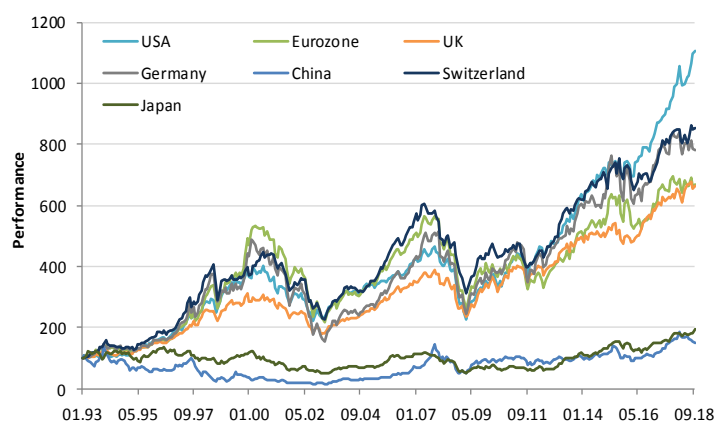
Allocation actions internationales



Allocation tactique

- Privilégier l'Eurozone
- Opportunités de rebond dans les émergents
- Sous pondérer les Etats-Unis
- Reprise des actions suisses

Marchés actions long terme (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Actions chinoises A et B (base 100)



Pourquoi les actions européennes sous-performent les valeurs américaines ?

La valorisation des actions européennes reste durablement inférieure à celle des actions américaines, sans que cela ne provoque de processus d'arbitrage ou de revalorisation des cours. Aujourd'hui encore, le PE global du marché européen (13.8x les profits 2018) reste très attractif, en comparaison à celui des Etats-Unis (18x les profits 2018). Cet écart de valorisation de 25% est particulièrement important, d'ailleurs nous essayons d'évaluer si le marché américain peut bénéficier encore longtemps d'une telle prime, après avoir enregistré une surperformance d'environ +17% à ce jour en 2018. Les valeurs européennes conservent un avantage de valorisation et de rendement (3.6% contre 1.9%) ; elles devraient bénéficier du retour des investisseurs, mais elles souffrent, pour l'instant, de manière excessive de plusieurs facteurs. La croissance des bénéfices des valeurs américaines peut compter sur le soutien de la politique fiscale qui développe ses effets principalement en 2018 et double les perspectives de croissance (+23%) par rapport à la période 2017 (+12%). La croissance des profits en zone euro avait été pourtant supérieure en 2017 (+15%), sans que cela ne provoque un arbitrage net. Le différentiel de croissance est clair en 2018 (croissance zone euro inférieure à +10%) mais s'équilibre pour 2019 et 2020, les deux marchés ayant des perspectives similaires (+10%). Ce facteur a sans doute joué temporairement en faveur des actions américaines. L'évolution des perspectives pour les marchés émergents, ainsi que leurs parcours boursiers parfois chaotiques, ont été des sources d'incertitude et de risque plus fortes en Europe. En effet, l'exposition des valeurs américaines et européennes à ce risque suggère que les sociétés européennes sont plus engagées et davantage exposées que leurs consœurs américaines. Globalement, les entreprises de la zone euro pourraient être plus affectées par le ralentissement du cycle mondial. La possibilité d'une contagion des crises émergentes sur les pays périphériques de la zone euro, sur le secteur bancaire européen, ainsi que les risques liés à la crise italienne sont aussi des facteurs qui ont pesé sur l'appréciation des risques. Mais le facteur le plus déterminant reste, à

notre avis, l'incertitude liée aux menaces protectionnistes des Etats-Unis qui a, sans doute, le plus contribué à l'élargissement de la prime de risque en faveur de la zone euro. Les actions européennes devraient profiter d'une diminution des tensions internationales et bénéficier d'un arbitrage des investisseurs, en raison de la prime de risque plutôt confortable qui leur est associée.

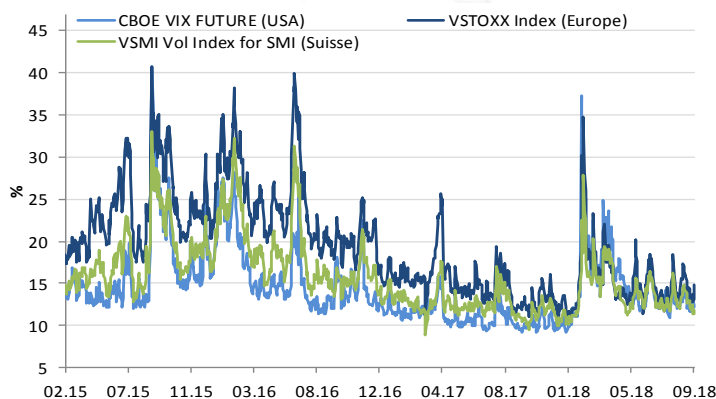
Prudence maintenue sur les actions britanniques

Dans le contexte toujours incertain des négociations liées au Brexit, le ratio rendement/risque attendu du marché actions ne nous semble toujours pas attractif. Cependant, la Livre sterling semble 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.

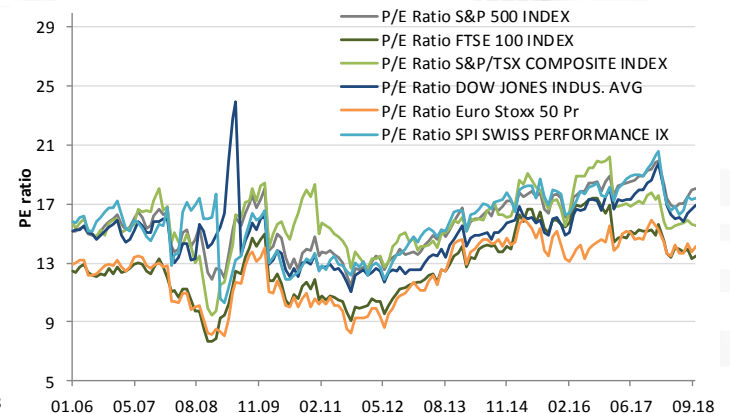
Le Nikkei s'envole vers de nouveaux sommets

Les entreprises japonaises devraient profiter du contexte macro-économique favorable et de l'affaiblissement du yen. Le dernier sondage publié dans l'enquête « Tankan » de la banque du Japon, suggérait plutôt un repli du baromètre de confiance des grandes entreprises manufacturières, mais les prévisions moyennes en matière de taux de change se situaient pour la fin de l'année (107.4 yens pour 1 dollar) bien en dessous du niveau actuel (114 yens). Ce différentiel, s'il devait se maintenir comme nous le pensons, devrait permettre des révisions à la hausse des profits des entreprises japonaises. Le gouvernement espère toujours que la croissance des profits des sociétés se transmettra au consommateur par une hausse progressive des salaires. Il peut donc à nouveau se réjouir de la hausse des profits de +17.9% sur un an annoncée à la fin juin, après un premier trimestre particulièrement anémique (+0.2%) et inquiétant. Il y a quelques mois, à la suite de la correction des valeurs japonaises du 1er trimestre, nous relevions qu'une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones était possible, dans un contexte de renforcement du cycle

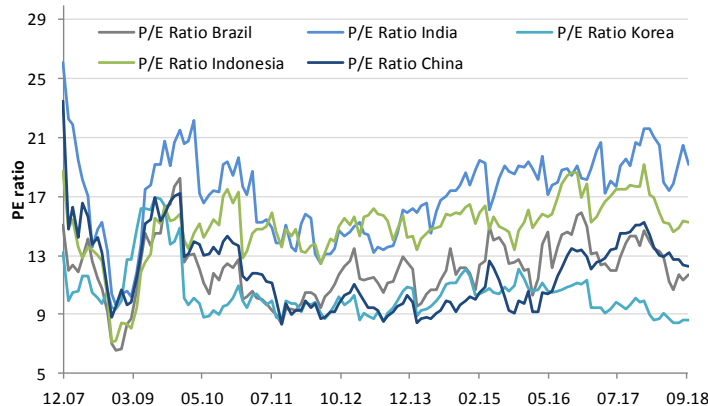
Indicateurs de volatilité (USA, Europe, Suisse)



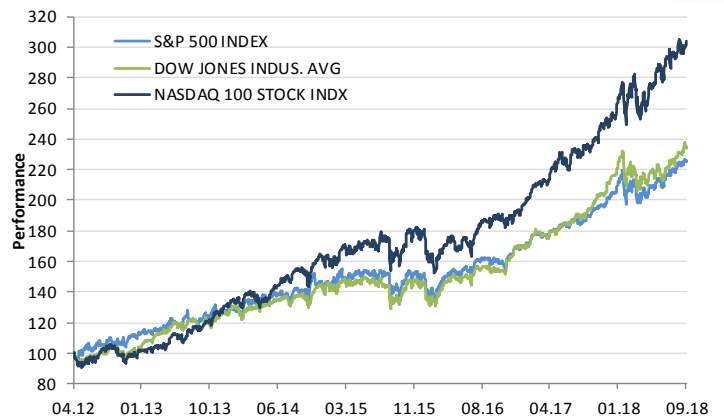
PE des marchés développés



PE des marchés émergents



Marchés actions US (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBG Group

économique mondial, si les risques de « guerre commerciale » ne s'intensifiaient pas et surtout si le yen s'affaiblissait à nouveau durablement. La chute de -15% des cours et des valorisations des actions à 17x les bénéfices offrait déjà une opportunité de repositionnement intéressante. Aujourd'hui, les « blue chips » japonais évaluent les revenus et les profits en utilisant une estimation du taux de change d'environ 107 yens pour l'exercice en cours. Nous l'avons vu, le yen se traite maintenant à près de 115 contre le dollar américain. Nous prévoyons une stabilisation du taux de change pour la fin de l'année entre 110 et 120 yens, ce qui devrait finalement renforcer très sensiblement les résultats des entreprises en fin d'année. Le déclin actuel du yen n'est donc pas étranger à l'amélioration du sentiment des investisseurs et de leur intérêt pour les titres japonais. Une poursuite de l'affaiblissement du yen devrait donc soutenir une poursuite de la hausse du Nikkei, au-delà de notre objectif annoncé de 24'000 déjà atteint, à condition toutefois que le climat des investissements reste positif.

Diminution des risques et valorisations attrayantes pour les émergents

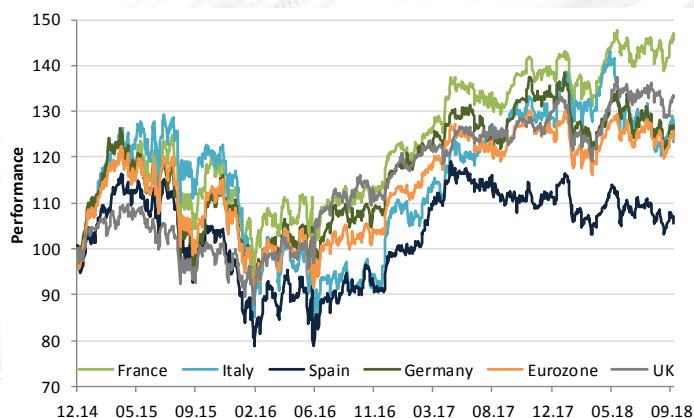
Les marchés émergents ont très largement fait les frais de l'accroissement des tensions entre les Etats-Unis et la Chine depuis la fin janvier. Après un 1er trimestre à peine positif (+1%), le choc a été brutal au 2ème trimestre (-8.6%) et la descente aux enfers de ces marchés s'est poursuivie au 3ème trimestre, bien que dans une moindre mesure, grâce à une correction limitée à -2%. Il est vrai que la Chine et les émergents ont été les premiers bénéficiaires de la libéralisation du commerce mondial et de l'abaissement des barrières douanières. Les risques d'une guerre commerciale totale ont donc logiquement été le principal facteur d'incertitude et de correction des marchés émergents. Pourtant, les fondamentaux des économies émergentes restent relativement solides, de notre point de vue. Le pire n'est pas certain non plus pour l'avenir économique des marchés émergents, alors que les Etats-Unis ont finalement trouvé un accord avec le Mexique et le Canada et que la volatilité sur les devises émergentes a fortement diminué. La hausse des taux en dollar était aussi l'un des principaux facteurs de stress pour les marchés émergents et notamment pour les pays ayant un fort déficit des comptes courants. La situation en Turquie et en Argentine n'aura certainement pas d'effet de contagion sur les autres marchés émergents. Les perspectives de développement économique en Chine et en Inde ne sont ainsi pas affectées. Ces pays contribueront à la croissance mondiale de manière substantielle et la croissance des profits devrait aussi être au rendez-vous plus généralement pour d'autres pays émergents. En termes de valorisations, la plupart de ces marchés offrent désormais des niveaux bien plus attractifs que ceux qui prévalaient en fin d'année 2017. Les incertitudes subsistent, mais une amélioration du climat des investissements sera profitable aux marchés émergents. 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.

INDICES ACTIONS - REGIONS (en monnaies locales)

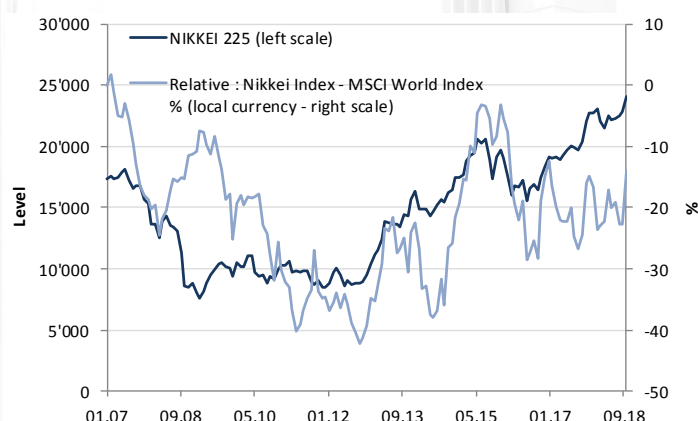
30.09.2018		Total Return Performance						
	Name	Last price Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
ACTIONS SUISSES	SPI Swiss Performance Index	9443.1	CHF	0.8	0.6	5.6	7.4	0.5
ACTIONS SUISSES SMALL-MID CAPS	SPI Extra Total Return	2903.8	CHF	-0.3	-2.4	1.1	5.3	1.3
ACTIONS EUROPEENNES	STXE 600 € Pr	394.6	EUR	-0.2	0.3	2.2	6.2	1.4
ACTIONS EUROPEENNES SMALL-MID CAPS	MSCI Europe Small Cap Net TR E	352.7	EUR	-1.2	-1.9	-0.2	3.8	0.7
ACTIONS UK	FTSE All-Share Index	3595.9	GBP	0.0	0.7	0.3	8.6	0.8
ACTIONS US	S&P 500 Index	2914.0	USD	-0.5	0.6	7.4	12.5	10.6
ACTIONS US SMALL-MID CAPS	RUSSELL 2500	662.0	USD	-0.7	-1.5	4.3	12.0	10.4
ACTIONS JAPON	NIKKEI 225	24120.0	JPY	1.6	6.1	11.3	14.1	7.7
ACTIONS JAPON SMALL-MID CAPS	Russell/Nomura Mid-Small Cap I	939.4	JPY	1.5	5.2	6.5	5.9	0.4
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPON	MSCI AC Asia Pac Ex Japan	525.9	USD	-0.7	-1.4	-0.5	-4.7	-5.2
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPON SMALL-MID CAPS	MSCI AC Asia Pacific Ex Japan Small Cap	969.4	USD	-1.1	-3.3	-3.7	-10.2	-11.0
ACTIONS EMERGENTES	MSCI EM	910.4	USD	-0.3	-0.5	-0.1	-8.7	-7.5
ACTIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIÉES (USD)	MSCI Daily TR Net World	4693.2	USD	-0.6	0.6	5.3	7.7	5.4

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

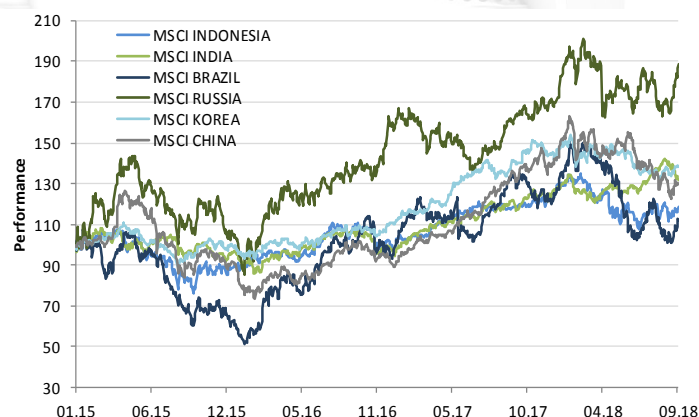
Marchés actions (base 100)



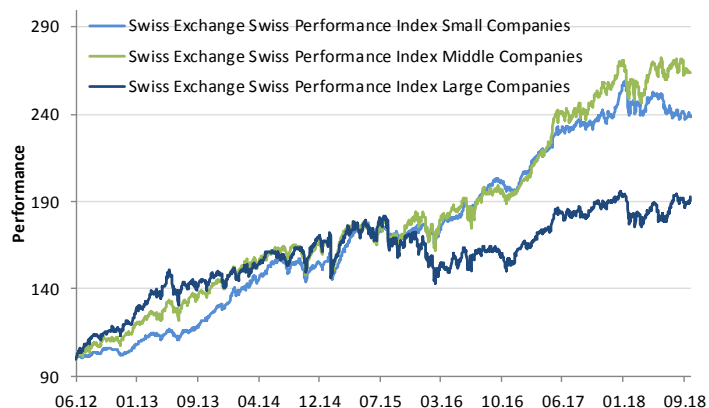
Marchés actions Japon VS MSCI Monde



Marchés actions émergentes (base 100)



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



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions internationales - Secteurs

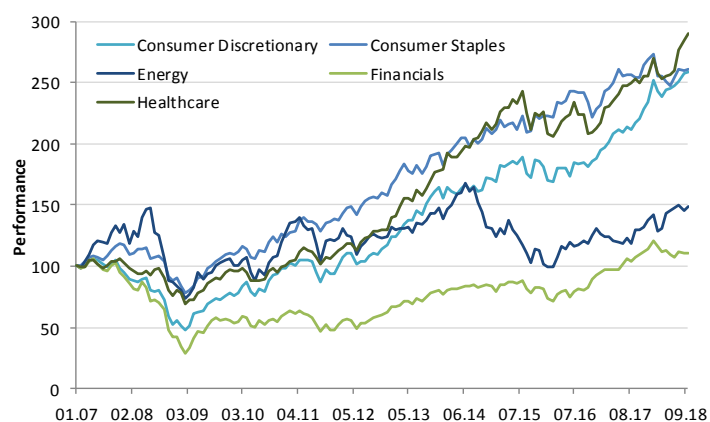
- Valeurs du numérique sous pression
- Retour sur la consommation discrétionnaire
- Surpondérer à nouveau l'énergie
- Réduire les valeurs technologiques

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

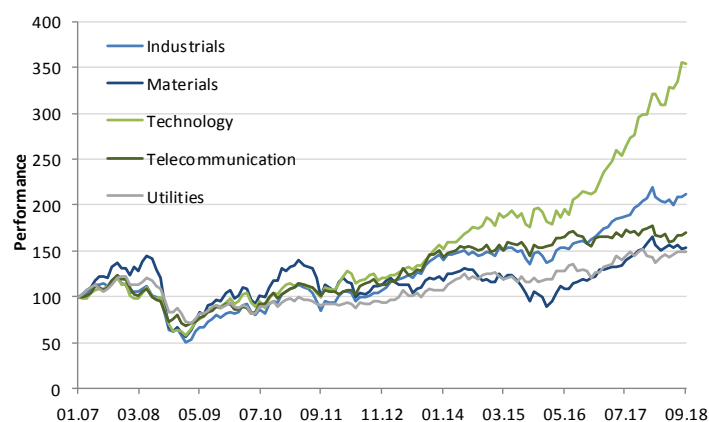
		Total Return Performance							
	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
CONSUMER DISCRETIONARY	MSCI WORLD/CONS DIS	200.9	USD	-0.1	0.5	4.9	10.0	10.9	
CONSUMER STAPLES	MSCI WORLD/CON STPL	208.3	USD	-1.2	0.4	3.6	3.1	-3.0	
ENERGY	MSCI WORLD/ENERGY	206.3	USD	1.2	3.0	2.4	14.0	8.1	
FINANCIALS	MSCI WORLD/FINANCE	105.4	USD	-3.0	-0.5	3.1	-0.7	-3.2	
HEALTHCARE	MSCI WORLD/HLTH CARE	222.5	USD	0.7	2.1	11.8	15.8	13.7	
INDUSTRIALS	MSCI WORLD/INDUSTRL	196.5	USD	-1.4	1.6	7.0	5.0	2.5	
MATERIALS	MSCI WORLD/MATERIAL	208.5	USD	-2.2	0.8	0.8	1.7	-3.2	
REAL ESTATE	MSCI WORLD/REAL ESTATE	192.1	USD	-1.3	-2.2	-0.3	3.3	-1.2	
TECHNOLOGY	MSCI WORLD/INF TECH	145.5	USD	0.9	-0.4	7.5	16.3	18.6	
TELECOMMUNICATION	MSCI WORLD/TEL SVC	71.1	USD	-1.1	2.2	6.3	3.8	-2.7	
UTILITIES	MSCI WORLD/UTILITY	113.8	USD	-0.9	-0.3	1.0	4.3	2.4	

Performance des secteurs MSCI World (base 100)

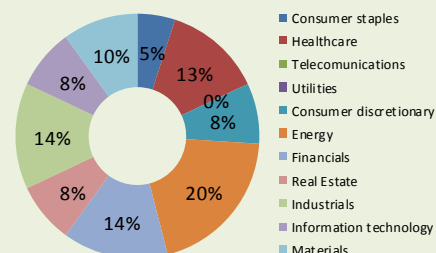


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Performance des secteurs MSCI World (base 100)



Allocation actions internationales



Allocation tactique

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

La concentration des risques n'est pas moins élevée en cette fin d'année qu'au cours des trimestres précédents. Apple et Amazon ont une valorisation conjointe de 2 trillions de dollars, soit près de la moitié du bilan de la Réserve fédérale américaine. Ces deux titres représentent près de 10% du S&P500 et abordent le 4ème trimestre dans une configuration de valorisation généreuse et de perte de momentum dans l'évolution de leurs cours boursiers. Leurs parcours boursiers pourraient bien s'apparenter ces prochains mois à ceux des autres valeurs phare du numérique telles Google, Netflix ou Facebook, qui ont déjà subi quelques prises de profits, parfois conséquentes, au 3ème trimestre. Nous avons déjà réduit au 2ème trimestre nos perspectives pour ce type de valeurs et maintenons notre recommandation de se tenir à l'écart ou de sous-pondérer ces titres jusqu'à ce qu'ils retrouvent des valorisations plus raisonnables.

Le **secteur de la technologie** restera certainement sous-pondéré jusqu'à une amélioration des niveaux de valorisation et une éventuelle correction de l'indice Nasdaq. Nous maintenons le **secteur financier** en surpondération, en privilégiant les valeurs américaines ; la croissance économique et les hausses de taux d'intérêt aux Etats-Unis favoriseront la croissance de leurs profits. Le **secteur de l'énergie** est à nouveau surpondéré, la croissance des cash-flows y est importante et les résultats devraient être en ligne avec la stabilisation des cours du brut à des niveaux élevés supérieurs à 70 \$ le baril. Nous procédons à un nouveau changement dans le segment consommation, en réduisant l'exposition à la **consommation de base** au profit de la **consommation discrétionnaire**. Il n'est pas exclu que les **valeurs industrielles** subissent quelques ajustements consécutifs aux réductions, pourtant modestes, des perspectives de croissance pour 2019, mais nous maintenons, pour l'instant, notre positionnement constructif à ce secteur.

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions suisses

- Poursuite de la tendance haussière pour les actions suisses
- Pas de changement significatif sur les perspectives « bottom up »
- La fin d'année sauvera la performance 2018

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

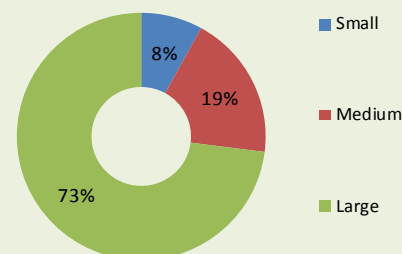
Poursuite de la tendance haussière pour les actions suisses

Après la chute des marchés actions au 1er trimestre, nous relevions que les actions suisses offraient 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. Depuis cette date, les actions suisses ont enregistré une performance d'environ +6% et retrouvé le niveau de 11'000 sur le SPI. La performance de septembre (+1.5%) était positive mais insuffisante encore pour permettre d'enregistrer un résultat globalement positif sur les neuf premiers mois de l'année. Le SMI est donc encore en baisse d'environ -3%, à trois mois de la fin de l'année, mais en très légère hausse en tenant compte des dividendes (+0.21%). Cependant, d'un point de vue de valorisation, le PE actuel du marché suisse de 15x les bénéfices attendus pour 2019 ne nous semble pas excessif mais, à court terme, l'appréciation du franc pèse sur l'évolution des cours du SPI. La croissance des profits des sociétés ne devrait pas être affectée par les mouvements de change récents mais, au contraire, profiter d'un environnement international et domestique positif. En 2018, les profits des entreprises suisses devraient donc atteindre de nouveaux records, tandis que le rendement moyen des dividendes reste toujours élevé (3%), aussi bien en comparaison historique que par rapport aux rendements obligataires. La tendance haussière des actions suisses devrait se poursuivre à un rythme inférieur au cours du dernier trimestre.

Pas de changement significatif sur les perspectives « bottom up »

Les perspectives à moyen terme des actions suisses restent relativement positives, dans le contexte suisse et international de croissance économique toujours soutenue. La croissance des profits devrait être supérieure à celle de la zone euro et toucher la plupart des secteurs. La croissance des profits dans les secteurs principaux de la santé, des financières et de la consommation défensive devrait, en effet, soutenir la croissance globale des profits du SPI. Le risque de baisse du marché

Allocation actions suisses



Allocation tactique

- Renforcer les capitalisations de tailles moyennes
- Prises de profits sur les plus grandes valeurs

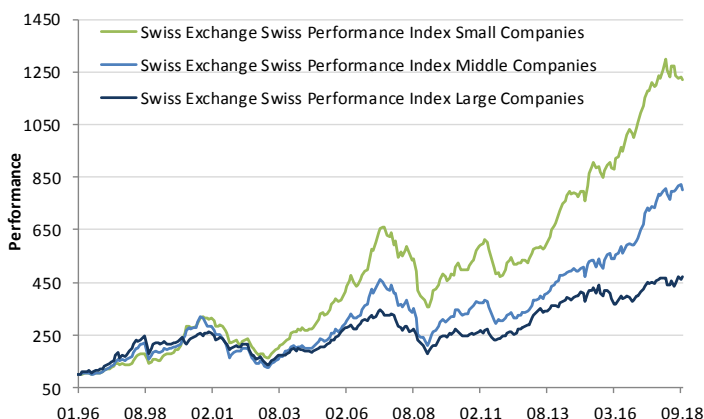
est relativement limité à un développement négatif dans les autres marchés actions. Les risques de hausse de taux d'intérêt sont encore limités et, à notre avis, l'évolution du franc devrait à nouveau être un facteur positif dans les prochains mois. Un ralentissement économique est bien attendu pour 2019 mais, pour l'instant, cette éventualité ne devrait pas affecter le marché. Cependant, la hausse des actions suisses au 3ème trimestre pourrait bien être suivie d'une consolidation temporaire, au moment où les actions américaines devraient justement enregistrer une pause. Notre analyse « bottom up » des valeurs suisses suggère une diminution des perspectives de hausses de cours pour les trois principales valeurs du SMI à moins de +7% de progression. Les dix-sept autres valeurs ont encore des perspectives d'appréciation des cours d'environ +13%, par rapport aux niveaux de cours de la fin septembre. Ainsi, on ne constate pas de changement très significatif des perspectives de croissance en septembre, malgré un déclin du résultat agrégé. Dans l'ensemble, on constate deux fois plus de réductions des perspectives de gain que d'augmentations.

La fin d'année sauvera la performance 2018

Le dernier trimestre clôturait sur un résultat en « total return » tout juste positif pour les titres suisses. Après avoir passé à peine un mois en territoire positif en janvier, les actions suisses ont dû attendre le troisième trimestre pour sortir des chiffres rouges. La performance des actions suisses doit son salut à un sursaut de dernière minute, car le 25 septembre encore, le résultat sur neuf mois était encore négatif. L'incertitude n'a évidemment pas disparu pour autant et les risques subsistent que le dernier trimestre soit encore affecté par les hausses de taux d'intérêt, la force du franc et un environnement de marchés boursiers moins serein, à quelques semaines de la fin de l'année. La corrélation entre marchés actions reste élevée et, malgré des fondamentaux positifs qui devraient favoriser une performance positive au 4ème trimestre, il n'est pas exclu que notre anticipation de poursuite de la tendance soit contrée par des facteurs externes.

ACTIONS SUISSES - Capitalisations

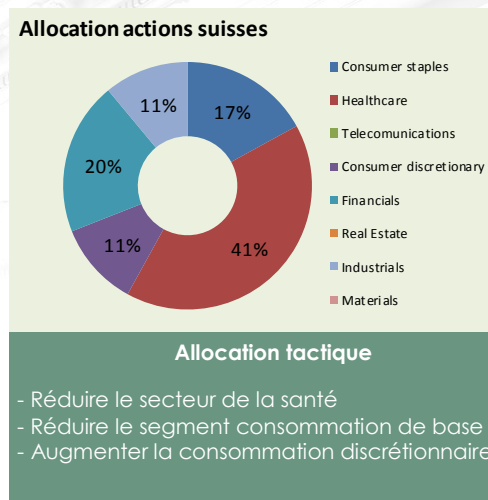
Name	Last price	Total Return Performance				
		7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
SPI SWISS PERFORMANCE IX	10807.8	0.8	0.6	5.6	7.4	0.5
SPI SMALL COMPANIES INDX	26861.4	-0.7	-0.9	-1.0	-0.4	-3.0
SPI MIDDLE COMPANIES INDX	16759.2	-0.2	-2.5	1.3	5.9	1.2
SPI LARGE COMPANIES INDX	10040.9	1.1	1.4	6.7	7.9	0.5



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	↗	↗							



Moins de « blue chips » et plus de « medium cap »

La prochaine saison de « reporting » des bénéfices des sociétés suisses devrait confirmer que les entreprises suisses profitent du meilleur environnement économique. Ce trimestre, nous modifions notre appréciation des opportunités d'investissement entre « blue chips » et autres valeurs de la cote suisse. Il y a trois mois, nous relevions le potentiel d'appréciation des « blue chips » suisses supérieur à celui des autres valeurs du SPI. Ce potentiel d'appréciation s'est traduit par une surperformance de ces « blue chips » et notamment de Novartis (+12.1%), de Roche (+7.8%) et de Nestlé (+6.4%) par rapport au SPI (+4.65%). Aujourd'hui, le potentiel de progression des cours n'est plus que d'environ +6%, tandis que l'ensemble des autres valeurs du SMI pourrait encore s'apprécier de +13%. Ainsi, sans un réajustement des perspectives de croissance des profits, nous estimons que les trois grands « blue chips » suisses devraient être moins performants au cours des prochains mois. Nous recommandons un repositionnement sur les capitalisations boursières inférieures.

Le facteur taux de change reste positif

Le dollar ne s'est que très légèrement affaibli au cours du trimestre (-0.89%) et l'euro ne s'est déprécié que de -1.4% contre notre monnaie nationale. Le franc suisse ne s'est, en conséquence, que très légèrement renforcé, un mouvement qui ne devrait pas affecter les résultats en franc suisse des sociétés du SPI sur l'ensemble de l'année. Les valeurs sensibles aux taux de changes profiteront de la stabilisation du franc notamment si, comme nous le prévoyons, le dollar repasse au-dessus de la parité et que l'euro challenge à nouveau le niveau de 1.20 en 2019.

Profiter encore de rendements élevés

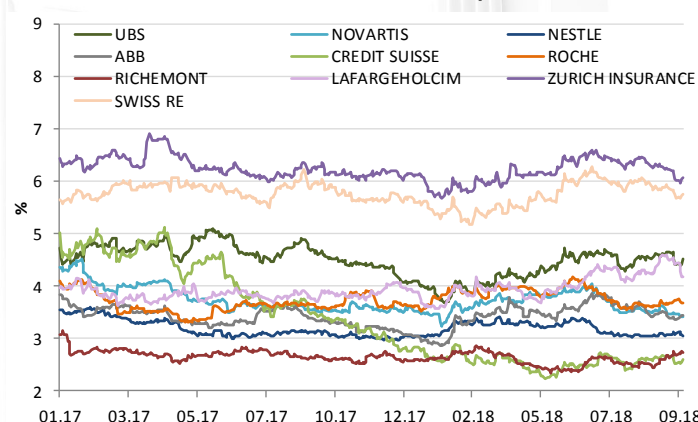
Les titres suisses de qualité, payant un rendement élevé, sont évidemment attrayants d'un point de vue relatif aux autres valeurs suisses mais aussi en comparaison internationale. Le rendement du marché suisse de plus de 3% est élevé.

ACTIONS SUISSES - SECTEURS

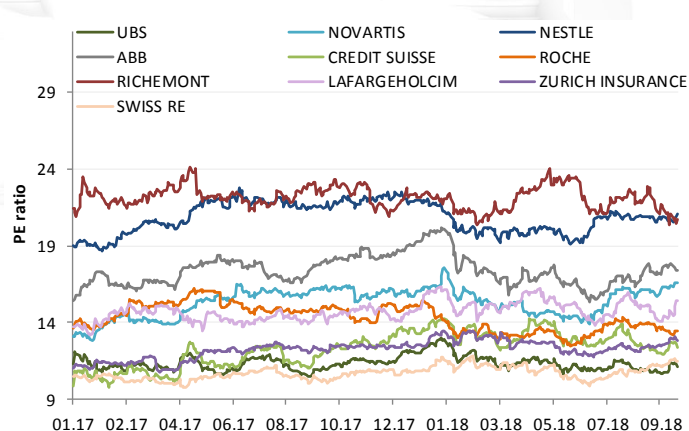
30.09.2018		Total Return Performance				
Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
MSCI SWITZ/CONS DIS	320.2	-1.2	-4.7	-5.5	-4.5	-6.4
MSCI SWITZ/CON STPL	272.3	1.6	0.3	5.7	13.4	1.3
MSCI SWITZ/FINANCE	58.0	-1.0	2.7	3.0	-1.3	-3.8
MSCI SWITZ/HLTH CARE	148.3	2.3	2.1	12.1	12.9	5.6
MSCI SWITZ/INDUSTR	186.3	0.1	0.8	5.9	7.7	-3.8
MSCI SWITZ/MATERIAL	291.1	1.7	1.4	4.7	5.8	0.3
MSCI SWITZ/REAL ESTATE	973.7	1.0	-5.7	-7.0	-4.8	-6.4
MSCI SWITZ/TEL SVC	84.2	0.0	2.9	1.2	0.6	-9.9

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

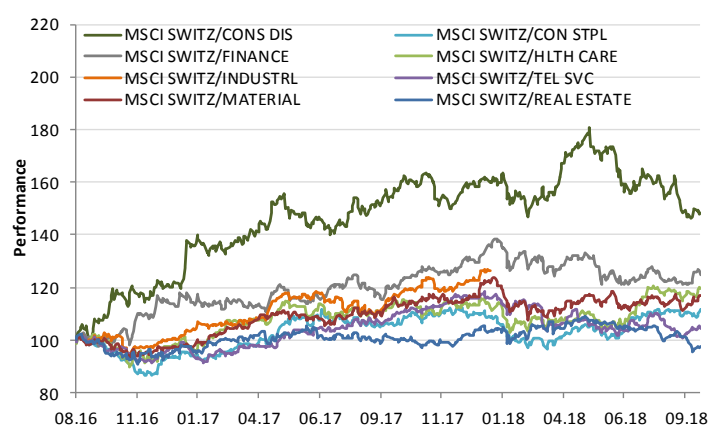
Rendement du dividende - Top 10



PE ratio - Top 10



Performance des secteurs - actions suisses



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Matières premières

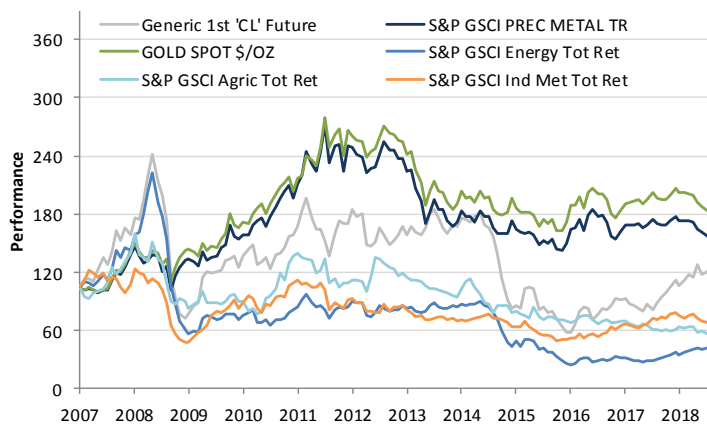
- Perspectives favorables pour les matières premières
- Le marché pétrolier reste en déséquilibre
- Reprise des métaux industriels
- « Gold technically a strong buy » en attendant l'inflation

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

Perspectives favorables

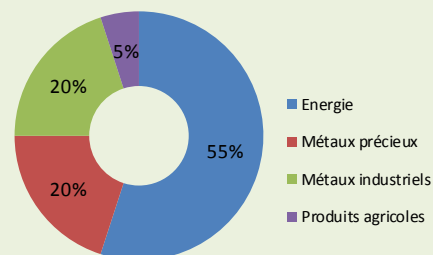
L'évolution de l'indice S&P Goldman Sachs Commodities a été conforme à nos anticipations, en progressant de +11.84% au cours de neuf premiers mois de l'année. La composante pétrole a naturellement été l'un des plus forts contributeurs de la performance de l'indice, grâce à la hausse de +25% des cours du brut et du poids du secteur énergie dans cet indice. D'autres indices moins exposés à l'énergie n'ont pas pu enregistrer de telles progressions en raison des plus faibles résultats réalisées par les autres segments et autres matières premières. En 2018, les performances des matières premières surpassent ainsi très nettement celles de l'ensemble des marchés actions (+5.4%). Les matières premières sont en passe d'enregistrer leur troisième année consécutive de hausse, après un couple d'année 2014-2015 particulièrement difficile. Nous avons déjà évoqué que le cycle économique devenait de plus en plus favorable aux matières premières et que la poursuite de la croissance mondiale à un rythme soutenu aurait un impact positif sur les cours en 2018. Un éventuel ralentissement au cours de l'année 2019 est envisageable, mais celui-ci ne devrait pas altérer les perspectives favorables de cette classe d'actifs. Rappelons que l'offre mondiale sera encore contrainte au cours des prochains trimestres, par la chute du Capex des dernières années, alors que la demande, en l'absence de choc majeur sur l'économie mondiale, devrait au contraire se renforcer. Nous estimons que des déséquilibres ne manqueront pas d'apparaître et de soutenir les prix également dans le segment des métaux industriels. La croissance de la Chine, même en phase de léger ralentissement, restera certainement comprise entre +6% et +6.5%, ce qui devrait continuer de supporter une progression de la demande globale, en particulier si la croissance du PIB mondial reste proche de +4%. Relevons que d'un point de vue statistique, depuis 1970, l'indice S&P Goldman Sachs Commodities n'a enregistré que neuf années de performances inférieures à plus ou moins 10%. Au cours des 48 dernières années, les matières premières ont donc enregistré quatre fois plus souvent des performances supérieures à +10% ou inférieures à

Matières premières



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Allocation matières premières



Allocation tactique

- Large exposition à l'énergie
- Surpondérer les métaux précieux
- Surpondérer les métaux industriels
- Introduire les produits agricoles

-10%. Les séquences de corrections des cours n'ont jamais excédé plus de deux années, à l'exception de la dernière période 2013-2015, mais dans ce cas spécifique, la baisse de l'année 2013 n'était que de -1.2%. Du côté des cycles haussiers, la plupart des « bull markets » ont duré au moins quatre années et ont enregistré des hausses comprises entre +69% et +315% pendant les cinq cycles suivants : +320% (1970-1974), +115% (1976-1980), +315 % (1981-1990), +69% (1993-1996), +111% (1998-2000), +134% (2001-2005). Depuis la crise financière, les phases de hausse ont été plus courtes et moins marquées, en raison du contexte global de récession, puis de reprise très graduelle de l'économie mondiale par la suite. Aujourd'hui, le cycle économique international est plus robuste et devrait rester suffisamment solide en 2019 pour favoriser la poursuite du cycle actuel positif des matières premières. Le cycle actuel n'en est qu'à sa troisième année et n'a progressé que de +31%, soit à peine la moitié du plus faible cycle (1993-1996) des 50 dernières années. D'un point de vue statistique, la tendance a donc de grandes probabilités de se poursuivre et développer des effets importants en 2019. Sur un autre plan, la période d'ajustement des taux d'intérêt et de relance de l'inflation qui se présente est favorable pour cette classe d'actifs. En effet, les matières premières surperforment historiquement les actions, les obligations et l'immobilier dans ce type de configuration. L'intégration des matières premières pour des raisons de diversification des risques et des opportunités est aujourd'hui toujours plus d'actualité, au moment où tactiquement aussi elle peut justement bénéficier d'une conjonction exceptionnelle de facteurs positifs sur le plan fondamental. 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

INDICES MATIERES PREMIERES (en USD)

		Total Return Performance						
	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
30.09.2018	MSCI Daily TR Net World USD	6250.70	USD	-0.64	0.56	5.34	7.74	5.43
GLOBAL	S&P GSCI Tot Return Indx	2859.4	USD	2.7	3.9	3.0	10.9	11.8
WTI CRUDE	Generic 1st 'CL' Future	73.3	USD	3.5	4.9	-0.9	15.3	21.2
BRENT OIL	Generic 1st 'CO' Future	82.7	USD	5.0	6.8	7.0	21.4	23.7
NATURAL GAS	Generic 1st 'NG' Future	3.0	USD	1.0	3.2	5.1	11.5	1.9
OR	GOLD SPOT \$/OZ	1192.5	USD	-0.5	-0.7	-4.0	-10.5	-8.5
ARGENT	Silver Spot \$/Oz	14.7	USD	2.5	0.8	-7.5	-10.7	-13.5
AGRICULTURE	S&P GSCI Agric Indx Spot	277.0	USD	-1.6	-3.2	0.0	-6.6	-1.8
INDUSTRIAL METALS	S&P GSCI Ind Metal Spot	345.6	USD	-0.9	1.6	-4.8	-5.7	-12.3

terme. Fondamentalement, les matières premières vont encore profiter de quatre facteurs de soutien pendant les prochains trimestres à savoir, la stabilisation des capacités de production et de l'offre consécutive à la chute des investissements pendant la crise financière, un contexte de demande soutenue, la baisse des inventaires et une hausse de la demande d'investissement.

Le marché pétrolier reste en déséquilibre

Les cours du brut sont restés fermes au cours des derniers mois et se sont stabilisés au-dessus de 70\$, conformément à nos attentes. Le marché reste caractérisé par une production américaine élevée, mais désormais en stabilisation depuis le début de l'année à environ 15.1 mbj (millions de barils par jour) et une production de l'OPEP en très légère hausse à 32.8 mbj. La demande mondiale de brut devrait progresser d'environ 1mbj et contribuer à la diminution des inventaires au 4ème trimestre 2018 et en début d'année 2019. Les contraintes de capacité aux Etats-Unis freineront la croissance de l'offre américaine qui devrait en fait rester plutôt stable, en particulier si on considère le risque d'épuisement de la production de champs pétroliers plus matures dans le bassin permien. Dans le même temps, la production de l'OPEP n'a que peu de chances d'augmenter, tant pour des raisons politiques que techniques. Nous ne pensons pas que le choc de l'offre, consécutif aux sanctions américaines, puisse être absorbé par une mise en œuvre des capacités non exploitées au sein de l'OPEP. Les cours du WTI devraient rester inférieurs à ceux du Brent en raison de la saturation des raffineries américaines en brut léger et de l'obligation d'exporter relative à cette situation. Après une consolidation au-dessus de 70\$, les cours du brut devraient à nouveau progresser en 2019 vers 80\$.

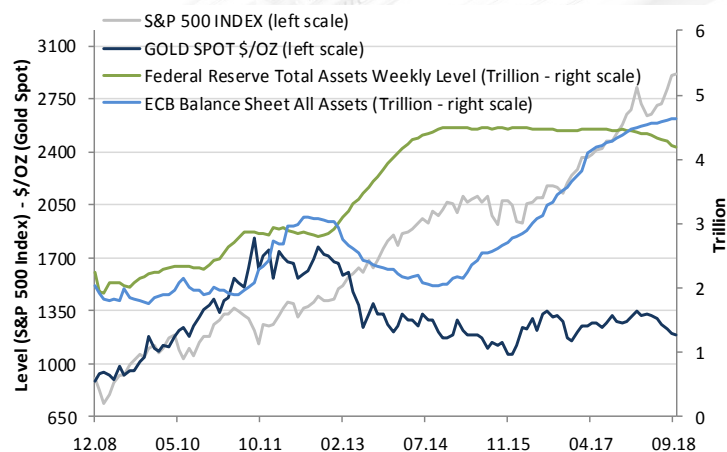
Reprise des métaux industriels

Depuis l'émergence des risques d'une guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis, le sentiment général s'est progressivement modifié en ce qui concerne les perspectives de croissance économique. La faiblesse des marchés émergents et le retour en force du dollar ont contribué à renforcer les incertitudes concernant l'évolution immédiate de la demande de métaux industriels. Après un 1er semestre positif, l'évolution du climat des investissements a poussé les cours des métaux de base à la baisse, essentiellement au cours du 3ème trimestre. Le marché a, de notre point de vue, fortement surestimé les risques de baisse de la demande et la chute des cours d'environ -15% consécutive à ces prévisions ne correspond pas du tout à la réalité économique des divers marchés physiques. La Chine ne modifiera pas significativement le niveau de sa demande de métaux de base, dans le scénario le plus probable d'un simple ralentissement de son taux de croissance économique. La guerre commerciale ne modifiera en effet pas significativement son rythme d'expansion et l'effet dollar sera certainement limité en 2019. Ces facteurs devraient avoir un impact positif déjà au 4ème trimestre 2018. Les perspectives pour les métaux de base sont positives pour 2019, tant pour l'aluminium et le cuivre que le nickel et le zinc.

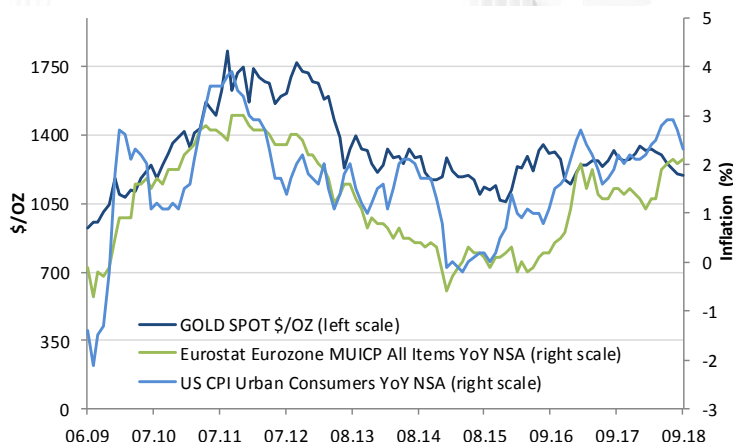
« Gold technically a strong buy » en attendant l'inflation

Les cours de l'or ne semblent toujours pas vouloir réagir à d'autres facteurs que le dollar et les taux d'intérêt. Mais cela devrait changer lorsque l'inflation se renforcera davantage en 2019. Entre temps, les fondamentaux de l'offre et de la demande resteront plus influencés par le marché physique que par la demande d'investissement en ETF ou en or papier. La demande d'or physique est toujours essentiellement représentée à près de 60% par les besoins de la joaillerie. La demande indienne, qui est la composante principale, devrait croître de 25% au second semestre et soutenir les cours. Les banques centrales ont, de leur côté, aussi été plus actives en accumulant des quantités d'or physique pour leurs réserves à un rythme encore jamais vu depuis 2012. Environ 193 tonnes ont, en effet, été ajoutées aux stocks déjà existants des banques centrales, selon le World Gold Council. Pour l'instant, la relation inverse existant entre les cours de l'or et le dollar a plutôt retenu la hausse de l'or, mais avec un affaiblissement de l'appréciation du dollar, ce facteur va perdre de son influence. D'un point de vue technique les experts suggèrent que l'or et l'argent sont désormais des « strong buy ». Nous estimons toujours que le facteur déclencheur d'une nouvelle tendance haussière pour l'or et l'argent sera l'évolution positive de la demande d'investissements. Après avoir baissé pendant quatre mois, nous anticipons une hausse de la demande d'ETF.

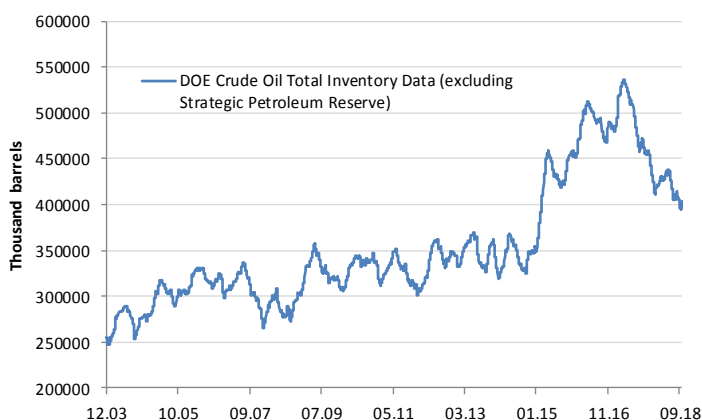
Corrélation élevée entre l'or et la liquidité mondiale



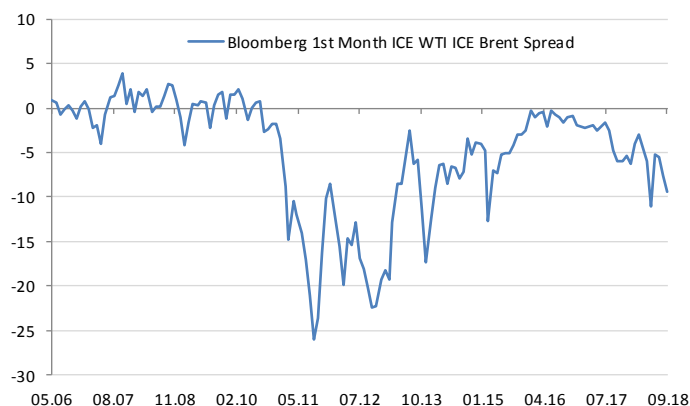
Corrélation élevée entre l'or et l'inflation



Inventaires de pétrole (États-Unis)



Écart de prix entre le pétrole WTI et Brent



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Hedge Funds

- Recul généralisé des stratégies alternatives au troisième trimestre

Recul généralisé des stratégies alternatives au troisième trimestre

Au cours de ce troisième trimestre, les différentes stratégies alternatives affichent des performances globalement défavorables, marquant ainsi le pas par comparaison avec l'indice des actions internationales qui progresse de +4.98% sur la période, notamment soutenu par le résultat trimestriel positif des actions américaines (+7.71%).

Ainsi, en ce qui concerne les différents styles de gestion, seul le « relative value arbitrage » parvient à clôturer le trimestre sur une note positive (+0.50%). C'est également l'unique stratégie dont la performance, depuis le début de l'année, termine dans les chiffres noirs (+2.61%). A l'opposé, la gestion « event driven » corrige de -1.11% entre juin et septembre

pour un recul de -5.52% après les neuf premiers mois de l'année. Les stratégies « equity hedge » et « macro/CTA » cèdent, quant à elles, -1.37% et -0.07% respectivement.

Globalement, les « hedge funds », représentés par l'indice HFRX Global, reculent ainsi légèrement de -0.2% sur ce troisième trimestre.

D'un point de vue géographique, la région « Asie ex-Japon » chute de -7.23% sur la période sous revue, tandis que l'Europe du Nord (+0.96%) enregistre le meilleur résultat trimestriel.

Private Equity

- Performances réjouissantes du private equity

Performances réjouissantes du private equity

Sur le trimestre, le private equity affiche un résultat largement favorable (+5.09%), poursuivant ainsi son rebond entamé au cours du trimestre précédent.

Avec une hausse de +4.79% sur les trois derniers mois et un résultat cumulé de +13.63% depuis le début de l'année, les Etats-Unis tirent leur épingle du jeu.

L'Europe (+3.67%) et le Royaume-Uni (+3.25%) avancent de plus de +3% entre juin et septembre mais clôturent ces neuf mois nettement derrière les Etats-Unis, avec respectivement +3.77% et +2.52%.

INDICES GESTION ALTERNATIVE (en USD)

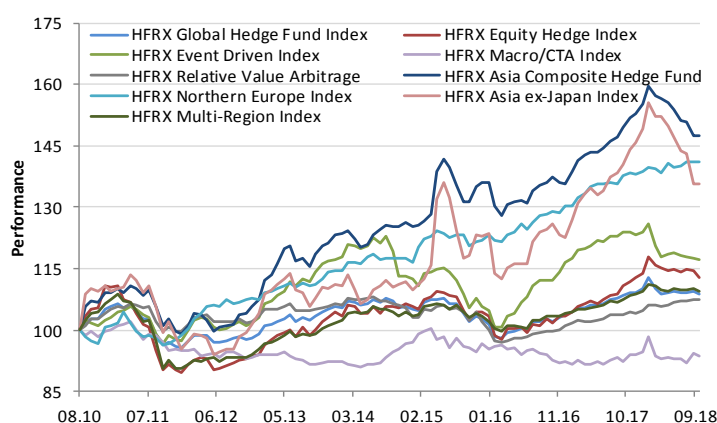
		Total Return Performance						
30.09.2018	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	HFRX Global Hedge Fund Index	1259.9	USD	-0.3	-0.7	-0.6	-0.2	-1.2
EQUITY HEDGE	HFRX Equity Hedge Index	1259.3	USD	-0.9	-1.6	-1.4	-2.2	-0.9
EVENT DRIVEN	HFRX Event Driven Index	1573.8	USD	-1.0	-0.5	-1.1	-0.8	-5.5
MACRO/CTA	HFRX Macro/CTA Index	1150.1	USD	1.5	-0.6	-0.1	1.0	-1.2
RELATIVE VALUE ARBITRAGE	HFRX Relative Value Arbitrage	1215.7	USD	-0.1	0.1	0.5	1.7	2.6
LATIN AMERICA*	HFRX Latin America Index	2025.7	USD	-	0.0	-2.2	-10.5	-9.2
ASIA COMPOSITE*	HFRX Asia Composite Hedge Fund Index	2354.8	USD	-	-1.0	-3.5	-6.7	-6.0
NORTHERN EUROPE*	HFRX Northern Europe Index	2043.1	USD	-	0.4	1.0	2.2	2.1
ASIA EX-JAPAN*	HFRX Asia ex-Japan Index	2518.8	USD	-	-1.8	-7.2	-12.3	-10.6
MULTI-REGION	HFRX Multi-Region Index	1364.0	USD	0.0	-0.6	-0.5	0.0	-0.1

* Subject to one-month lag

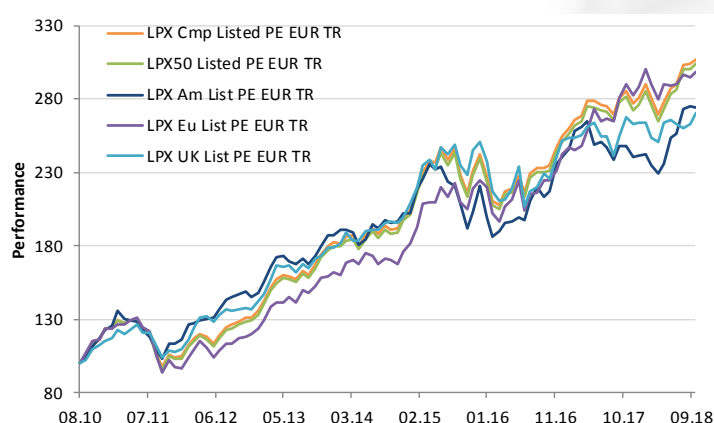
INDICES PRIVATE EQUITY (en EUR)

		Total Return Performance						
30.09.2018	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
COMPOSITE	LPX Cmp Listed PE EUR TR	255.4	EUR	-0.9	1.2	5.1	14.4	9.6
MAJOR COMPANIES	LPX50 Listed PE EUR TR	2406.4	EUR	-1.0	1.2	5.2	15.0	10.0
USA	LPX Am List PE EUR TR	365.0	EUR	-1.2	-0.2	4.8	19.4	13.6
EUROPE	LPX Eu List PE EUR TR	954.2	EUR	-0.2	1.2	3.7	7.2	3.8
UK	LPX UK List PE EUR TR	302.1	EUR	1.3	2.8	3.2	6.2	2.5

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

- Privilégier les obligations en USD
- Le rendement de l'immobilier reste compétitif
- Reprendre des positions actions sur faiblesse
- Surperformance des 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

Les rendements sur l'ensemble de la courbe de taux d'intérêt aux Etats-Unis offrent, désormais, de réelles opportunités relatives dans le segment des placements à revenu fixe. Une poursuite de la normalisation des taux est probable en 2019, mais l'essentiel du mouvement nous semble déjà réalisé avec la hausse des rendements du Trésor à dix ans entre 3.25% et 3.5%. Ces niveaux de rendement nous paraissent déjà suffisants pour représenter une compétition sérieuse aux investissements à haut rendement (High Yield), dont les primes de risque sont désormais insuffisantes pour justifier une allocation significative. Avant qu'un ralentissement de la croissance mondiale ne se manifeste, on devrait encore assister à un renforcement modéré de l'inflation, qui accompagnera la progression des rendements obligataires. Nous privilégions une stratégie obligataire prudente et une exposition globale réduite favorisant assez largement les placements en dollar.

Actions

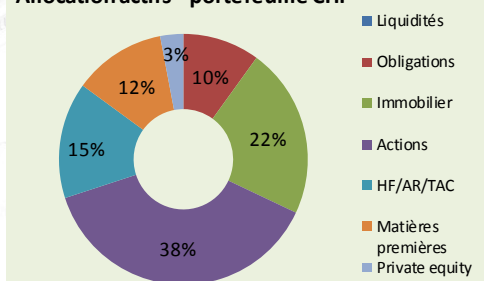
Les marchés actions sont entrés dans une nouvelle zone de risque en septembre, avec la progression notamment du marché américain au-dessus des sommets atteints en janvier. Les valorisations sont à nouveau un peu trop généreuses, suite à cette nouvelle progression. Un retour de la volatilité, après six mois de hausse régulière, constituerait sans doute l'opportunité de renforcer les positions sur faiblesse. Nous recommandons une exposition constructive et une surpondération raisonnable en actions suisses et internationales, aussi longtemps que la croissance des profits sera conforme aux attentes.

Matières premières

Les indices des matières premières ont largement surperformé ceux des marchés actions au cours de neuf premiers mois de l'année. La hausse de +11.8% de l'indice S&P Goldman Sachs Commodities est, en fait, deux fois plus importante que celle de l'indice MSCI monde (+5.4%) et devance celle du S&P500 (+10.5%). Les fondamentaux restent solides, car nous ne considérons pas que l'escalade des tensions commerciales constitue un réel risque de diminution de la croissance mondiale et de la demande de matières premières. Les cours du brut ont été un contributeur essentiel, au moment où les métaux précieux et industriels

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

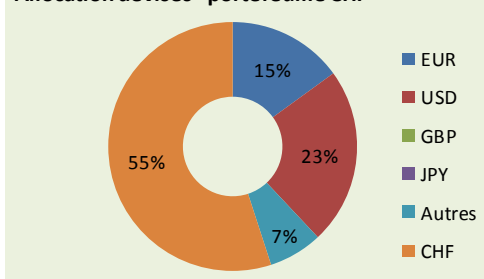
Allocation actifs - portefeuille CHF



Allocation tactique

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

Allocation devises - portefeuille CHF



enregistraient des corrections sensibles. Ces deux segments profiteront aussi de l'avancée probable de l'inflation et de la diminution des craintes liées aux tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis.

Immobilier

L'immobilier reste encore la principale alternative aux marchés de taux. Les rendements sont attrayants et les risques de correction des cours induite par une hausse des taux nous semblent encore faibles, dans un contexte de rendements réels souvent négatifs. Notre stratégie privilégie l'immobilier suisse et, sur le plan international, l'Europe et l'Asie sont favorisés.

Devises

Le dollar a effectivement été, comme nous l'attendions, l'une des principales monnaies recherchées au cours du trimestre. Si les fondamentaux plaident en sa faveur, nous estimons qu'il entrera plutôt dans une phase de stabilisation dans les prochains mois. Après une courte période de vigueur contre l'euro, le franc suisse devrait aussi s'affaiblir contre la monnaie unique.

Performance des marchés - Q3 2018

	Q3 2018		YTD			Q3 2018		YTD			
	local	CHF	local	CHF		local	CHF	local	CHF		
Devises											
USD/CHF		-0.9%		0.8%	CHF		-0.74%				
EUR/CHF		-1.5%		-2.6%	EUR		-0.35%				
GBP/CHF		-2.2%		-2.8%	USD		2.40%				
JPY/CHF		-3.5%		-0.1%	JPY		-0.05%				
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau)											
CHF											
EUR											
USD											
JPY											
Marchés actions											
Monde	MSCI World USD	5.0%	4.0%	5.4%	6.2%	Monde	Cit Gr Global Govt USD	-1.6%	-2.5%	-2.5%	-1.8%
Europe	DJ Stoxx 600	1.3%	-0.3%	0.9%	-1.7%	Europe	Euro Ser-E Gov > 1	-1.0%	-2.5%	-0.5%	-3.1%
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	0.1%	-1.4%	-3.0%	-5.5%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	-1.8%	-4.0%	-1.6%	-4.4%
Allemagne	MSCI Europe S.C.	-1.5%	-2.9%	-1.1%	-3.7%	Suisse	SBI Général AAA-BBB	-0.8%	-0.8%	-1.3%	-1.3%
France	Dax 30	-0.5%	-2.0%	-5.2%	-7.7%		SBI Govt	-1.5%	-1.5%	-2.3%	-2.3%
Royaume Uni	Cac 40	3.2%	1.7%	3.4%	0.7%	USA	US Ser-E Gov > 1	-0.6%	-1.5%	-1.7%	-0.9%
Suisse	FTSE 100	-1.7%	-3.8%	-2.3%	-5.1%	Japon	Japan Ser-E Gov > 1	-1.0%	-4.5%	-0.4%	-0.5%
	SPI	4.7%	4.7%	0.5%	0.5%	Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	1.9%	1.0%	-3.5%	-2.7%
	SMI	5.6%	5.6%	-3.1%	-3.1%						
	MSCI Swiss S.C.	-2.9%	-3.8%	-9.1%	-8.4%						
Amerique Nord	SP500	7.2%	6.2%	9.0%	9.8%						
	Nasdaq	7.1%	6.2%	16.6%	17.4%						
	Tse 300	-1.3%	-0.4%	-0.8%	-2.8%						
	SP600 Small C.	4.4%	3.4%	13.4%	14.3%						
Japon	Nikkei 225	8.1%	4.4%	6.0%	5.8%						
Emerging	MSCI EMF USD	-2.0%	-2.9%	-9.5%	-8.9%						
Marchés obligataires											
Monde	Cit Gr Global Govt USD	-1.6%	-2.5%	-2.5%	-1.8%	Monde	Cit Gr Global Govt USD	-1.6%	-2.5%	-2.5%	-1.8%
Europe	Euro Ser-E Gov > 1	-1.0%	-2.5%	-0.5%	-3.1%	Europe	Euro Ser-E Gov > 1	-1.0%	-2.5%	-0.5%	-3.1%
Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	-1.8%	-4.0%	-1.6%	-4.4%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	-1.8%	-4.0%	-1.6%	-4.4%
Suisse	SBI Général AAA-BBB	-0.8%	-0.8%	-1.3%	-1.3%	Suisse	SBI Général AAA-BBB	-0.8%	-0.8%	-1.3%	-1.3%
	SBI Govt	-1.5%	-1.5%	-2.3%	-2.3%		SBI Govt	-1.5%	-1.5%	-2.3%	-2.3%
USA	US Ser-E Gov > 1	-0.6%	-1.5%	-1.7%	-0.9%	USA	US Ser-E Gov > 1	-0.6%	-1.5%	-1.7%	-0.9%
Japon	Japan Ser-E Gov > 1	-1.0%	-4.5%	-0.4%	-0.5%	Japon	Japan Ser-E Gov > 1	-1.0%	-4.5%	-0.4%	-0.5%
Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	1.9%	1.0%	-3.5%	-2.7%	Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	1.9%	1.0%	-3.5%	-2.7%
Divers											
	Indice LPP 25	0.0%	0.0%	-0.5%	-0.5%		Indice LPP 25	0.0%	0.0%	-0.5%	-0.5%
	Indice LPP 40	0.6%	0.6%	0.2%	0.2%		Indice LPP 40	0.6%	0.6%	0.2%	0.2%
	Indice LPP 60	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%		Indice LPP 60	1.4%	1.4%	1.2%	1.2%
Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	-1.6%	-1.6%	-3.6%	-3.6%	Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	-1.6%	-1.6%	-3.6%	-3.6%
Alternatif	Hedge Fund Research USD	-0.3%	-1.2%	-1.5%	-0.7%	Alternatif	Hedge Fund Research USD	-0.3%	-1.2%	-1.5%	-0.7%
Matières prem.	GS Commodity USD	1.3%	0.4%	11.8%	12.7%	Matières prem.	GS Commodity USD	1.3%	0.4%	11.8%	12.7%

STRATÉGIES GLOBALES | ALLOCATION D'ACTIFS

Portefeuille diversifié: risque moyen - EUR

- Réduire le risque en zone euro
- Le rendement de l'immobilier reste compétitif
- Reprendre des positions actions sur faiblesse
- Surperformance des 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

Les rendements sur l'ensemble de la courbe de taux d'intérêt aux Etats-Unis offrent, désormais, de réelles opportunités relatives dans le segment des placements à revenu fixe. Une poursuite de la normalisation des taux est probable en 2019, mais l'essentiel du mouvement nous semble déjà réalisé avec la hausse des rendements du Trésor à dix ans entre 3.25% et 3.5%. Ces niveaux de rendement nous paraissent déjà suffisants pour représenter une compétition sérieuse aux investissements à haut rendement (High Yield), dont les primes de risque sont désormais insuffisantes pour justifier une allocation significative. Avant qu'un ralentissement de la croissance mondiale ne se manifeste, on devrait encore assister à un renforcement modéré de l'inflation, qui accompagnera la progression des rendements obligataires. Nous privilégions une stratégie obligataire prudente et une exposition globale réduite favorisant assez largement les placements en dollar.

Actions

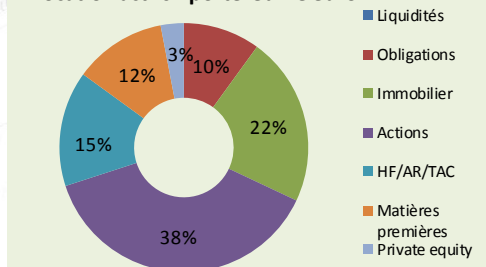
Les marchés actions sont entrés dans une nouvelle zone de risque en septembre, avec la progression notamment du marché américain au-dessus des sommets atteints en janvier. Les valorisations sont à nouveau un peu trop généreuses, suite à cette nouvelle progression. Un retour de la volatilité, après six mois de hausse régulière, constituerait sans doute l'opportunité de renforcer les positions sur faiblesse. Nous recommandons une exposition constructive et une surpondération raisonnable en actions européennes et internationales, aussi longtemps que la croissance des profits sera conforme aux attentes.

Matières premières

Les indices des matières premières ont largement surperformé ceux des marchés actions au cours de neuf premiers mois de l'année. La hausse de +11.8% de l'indice S&P Goldman Sachs Commodities est, en fait, deux fois plus importante que celle de l'indice MSCI monde (+5.4%) et devance celle du S&P500 (+10.5%). Les fondamentaux restent solides, car nous ne considérons pas que l'escalade des tensions commerciales constitue un réel risque de diminution de la croissance mondiale et de la demande de matières premières. Les cours du brut ont été un contributeur essentiel, au moment où les métaux précieux et industriels

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

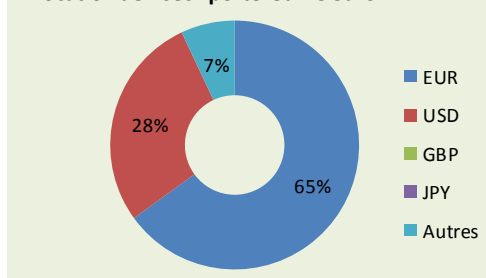
Allocation actifs - portefeuille euro



Allocation tactique

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

Allocation devises - portefeuille euro



enregistraient des corrections sensibles. Ces deux segments profiteront aussi de l'avancée probable de l'inflation et de la diminution des craintes liées aux tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis.

Immobilier

L'immobilier reste encore la principale alternative aux marchés de taux. Les rendements sont attrayants et les risques de correction des cours induite par une hausse des taux nous semblent encore faibles, dans un contexte de rendements réels souvent négatifs. Notre stratégie privilégie l'immobilier européen et asiatique.

Devises

Nous attendons une faiblesse de l'euro contre le dollar qui s'est concrétisée avec la force de la devise américaine contre la plupart des autres monnaies, au cours du trimestre. Si les fondamentaux restent en sa faveur, nous estimons que le dollar entrera plutôt dans une phase de stabilisation dans les prochains mois.

Performance des marchés - Q3 2018

	Q3 2018		YTD			Q3 2018		YTD			
	local	EUR	local	EUR		local	EUR	local	EUR		
Devises											
USD/EUR		0.7%		3.4%	CHF		-0.74%				
CHF/EUR		1.6%		2.7%	EUR		-0.35%				
GBP/EUR		-0.7%		-0.3%	USD		2.40%				
JPY/EUR		-1.9%		2.5%	JPY		-0.05%				
Marchés actions											
Monde	MSCI World USD	5.0%	5.7%	5.4%	9.1%	Monde	Citi Gr Global Govt USD	-1.6%	-0.1%	-2.5%	0.1%
Europe	DJ Stoxx 600	1.3%	1.3%	0.9%	0.9%	Europe	Euro Ser-E Gov > 1	-1.0%	-1.0%	-0.5%	-0.5%
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	0.1%	0.1%	-3.0%	-3.0%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	-1.8%	-2.5%	-1.6%	-1.9%
	MSCI Europe S.C.	-1.5%	-1.5%	-1.1%	-1.1%	Suisse	SBI Général AAA-BBB	-0.8%	0.8%	-1.3%	1.3%
Allemagne	Dax 30	-0.5%	-0.5%	-5.2%	-5.2%		SBI Govt	-1.5%	0.1%	-2.3%	0.3%
France	Cac 40	3.2%	3.2%	3.4%	3.4%	USA	US Ser-E Gov > 1	-0.6%	0.1%	-1.7%	1.7%
Royaume Uni	FTSE 100	-1.7%	-2.3%	-2.3%	-2.6%	Japon	Japan Ser-E Gov > 1	-1.0%	-3.0%	-0.4%	2.1%
Suisse	SPI	4.7%	6.3%	0.5%	3.2%	Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	1.9%	2.6%	-3.5%	-0.1%
	SMI	5.6%	7.2%	-3.1%	-0.5%						
	MSCI Swiss S.C.	-2.9%	-2.3%	-9.1%	-5.9%						
Amérique Nord	SP500	7.2%	7.9%	9.0%	12.7%						
	Nasdaq	7.1%	7.9%	16.6%	20.6%		Indice LPP 25	0.0%	2.7%	-0.5%	2.2%
	Tse 300	-1.3%	1.2%	-0.8%	-0.1%		Indice LPP 40	0.6%	3.3%	0.2%	2.9%
	SP600 Small C.	4.4%	5.1%	13.4%	17.3%		Indice LPP 60	1.4%	4.1%	1.2%	3.9%
Japon	Nikkei 225	8.1%	6.0%	6.0%	8.6%	Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	-1.6%	-1.6%	-3.6%	-1.1%
Emerging	MSCI EMF USD	-2.0%	-1.3%	-9.5%	-6.4%	Alternatif	Hedge Fund Research USD	-0.3%	0.3%	-1.5%	1.9%
						Matières prem.	GS Commodity USD	1.3%	2.0%	11.8%	15.7%

STRATÉGIES GLOBALES | ALLOCATION D'ACTIFS

Portefeuille diversifié: risque moyen - USD

- Rendements attrayants aux Etats-Unis
- Le rendement de l'immobilier reste compétitif
- Reprendre des positions actions sur faiblesse
- 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

Les rendements sur l'ensemble de la courbe de taux d'intérêt aux Etats-Unis offrent, désormais, de réelles opportunités relatives dans le segment des placements à revenu fixe. Une poursuite de la normalisation des taux est probable en 2019, mais l'essentiel du mouvement nous semble déjà réalisé avec la hausse des rendements du Trésor à dix ans entre 3.25% et 3.5%. Ces niveaux de rendement nous paraissent déjà suffisants pour représenter une compétition sérieuse aux investissements à haut rendement (High Yield), dont les primes de risque sont désormais insuffisantes pour justifier une allocation significative. Avant qu'un ralentissement de la croissance mondiale ne se manifeste, on devrait encore assister à un renforcement modéré de l'inflation, qui accompagnera la progression des rendements obligataires. Nous privilégions une stratégie obligataire prudente et une exposition globale réduite favorisant assez largement les placements en dollar.

Actions

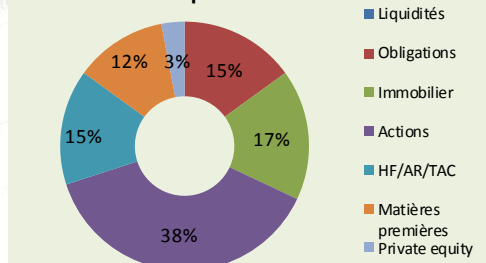
Les marchés actions sont entrés dans une nouvelle zone de risque en septembre, avec la progression notamment du marché américain au-dessus des sommets atteints en janvier. Les valorisations sont à nouveau un peu trop généreuses, suite à cette nouvelle progression. Un retour de la volatilité, après six mois de hausse régulière, constituerait sans doute l'opportunité de renforcer les positions sur faiblesse. Nous recommandons une exposition constructive et une surpondération raisonnable en actions, aussi longtemps que la croissance des profits sera conforme aux attentes.

Matières premières

Les indices des matières premières ont largement surperformé ceux des marchés actions au cours de neuf premiers mois de l'année. La hausse de +11.8% de l'indice S&P Goldman Sachs Commodities est, en fait, deux fois plus importante que celle de l'indice MSCI monde (+5.4%) et devance celle du S&P500 (+10.5%). Les fondamentaux restent solides, car nous ne considérons pas que l'escalade des tensions commerciales constitue un réel risque de diminution de la croissance mondiale et de la demande de matières premières. Les cours du brut ont été un contributeur essentiel, au moment où les métaux précieux et industriels

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

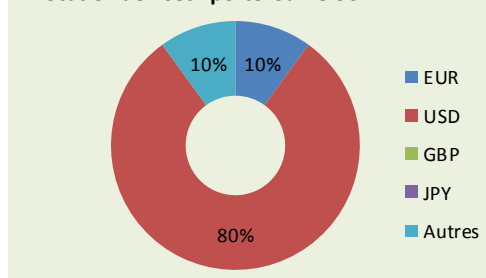
Allocation actifs - portefeuille USD



Allocation tactique

- Surpondérer à nouveau les actions
- Privilégier l'immobilier et les MP
- Eviter le High Yield

Allocation devises - portefeuille USD



enregistraient des corrections sensibles. Ces deux segments profiteront aussi de l'avancée probable de l'inflation et de la diminution des craintes liées aux tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis.

Immobilier

L'immobilier reste encore la principale alternative aux marchés de taux. Les rendements sont attrayants et les risques de correction des cours induite par une hausse des taux nous semblent encore faibles, dans un contexte de rendements réels souvent négatifs. Notre stratégie privilégie l'Europe et l'Asie.

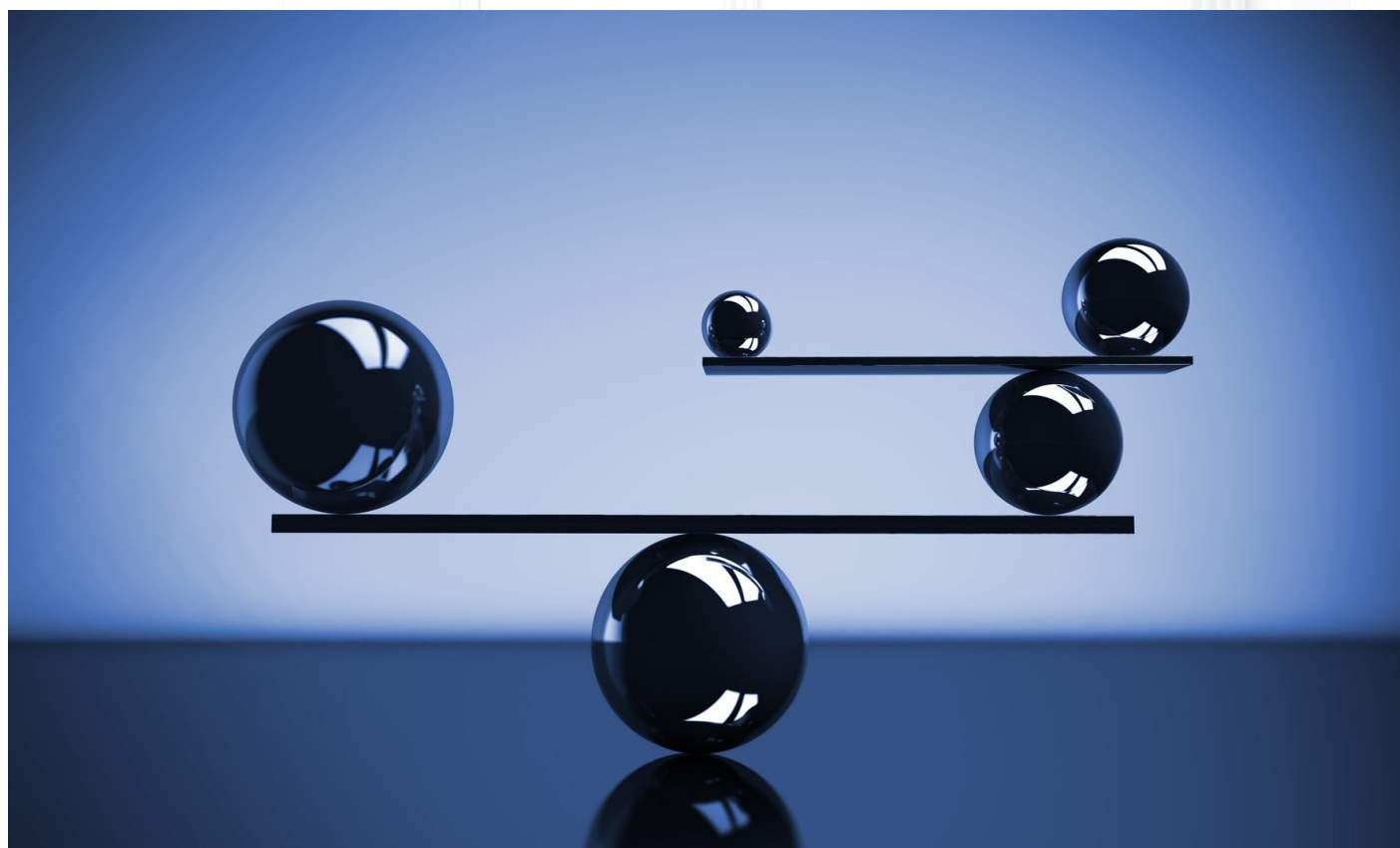
Devises

Le dollar a effectivement été, comme nous l'attendions, l'une des principales monnaies recherchées au cours du trimestre. Si les fondamentaux demeurent en sa faveur, nous estimons qu'il entrera plutôt dans une phase de stabilisation dans les prochains mois. Après une courte période de vigueur contre l'euro, le franc suisse devrait s'affaiblir contre la monnaie unique.

Performance des marchés - Q3 2018

	Q3 2018		YTD			Q3 2018		YTD			
	local	USD	local	USD		local	USD	local	USD		
Devises											
CHF/USD		0.9%		-0.7%	CHF		-0.74%				
EUR/USD		-0.7%		-3.3%	EUR		-0.35%				
GBP/USD		-1.3%		-3.6%	USD		2.40%				
JPY/USD		-2.6%		-0.9%	JPY		-0.05%				
Marchés actions											
Monde	MSCI World USD	5.0%	5.0%	5.4%	5.4%	Monde	Cit Gr Global Govt USD	-1.6%	-0.7%	-2.5%	-3.3%
Europe	DJ Stoxx 600	1.3%	0.6%	0.9%	-2.5%	Europe	Euro Ser-E Gov > 1	-1.0%	-1.7%	-0.5%	-3.8%
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	0.1%	-0.6%	-3.0%	-6.2%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	-1.8%	-3.1%	-1.6%	-5.1%
	MSCI Europe S.C.	-1.5%	-2.1%	-1.1%	-4.4%	Suisse	SBI Général AAA-BBB	-0.8%	0.1%	-1.3%	-2.1%
Allemagne	Dax 30	-0.5%	-1.2%	-5.2%	-8.4%		SBI Govt	-1.5%	-0.6%	-2.3%	-3.0%
France	Cac 40	3.2%	2.5%	3.4%	0.0%	USA	US Ser-E Gov > 1	-0.6%	-0.6%	-1.7%	-1.7%
Royaume Uni	FTSE 100	-1.7%	-3.0%	-2.3%	-5.8%	Japon	Japan Ser-E Gov > 1	-1.0%	-3.6%	-0.4%	-1.3%
Suisse	SPI	4.7%	5.6%	0.5%	-0.2%	Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	1.9%	1.9%	-3.5%	-3.5%
	SMI	5.6%	6.5%	-3.1%	-3.8%						
	MSCI Swiss S.C.	-2.9%	-2.9%	-9.1%	-9.1%						
Amérique Nord	SP500	7.2%	7.2%	9.0%	9.0%		Indice LPP 25	0.0%	-0.7%	-0.5%	-1.2%
	Nasdaq	7.1%	7.1%	16.6%	16.6%		Indice LPP 40	0.6%	-0.1%	0.2%	-0.5%
	Tse 300	-1.3%	0.5%	-0.8%	-3.4%		Indice LPP 60	1.4%	0.7%	1.2%	0.4%
	SP600 Small C.	4.4%	4.4%	13.4%	13.4%	Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	-1.6%	-1.6%	-3.6%	-4.3%
Japon	Nikkei 225	8.1%	5.3%	6.0%	5.0%	Alternatif	Hedge Fund Research USD	-0.3%	-0.3%	-1.5%	-1.5%
Emerging	MSCI EMF USD	-2.0%	-2.0%	-9.5%	-9.5%	Matières prem.	GS Commodity USD	1.3%	1.3%	11.8%	11.8%

THÈME D'INVESTISSEMENT FOCUS



THÈME D'INVESTISSEMENT

Investissements ESG Actions : Des performances supérieures durables

- Surperformance durable des investissements ESG de BBGI en actions suisses
- Engagement de longue date pour une finance durable
- Un processus d'investissement et une méthodologie ESG efficace
- Veille systématique des controverses ESG pour une meilleure réactivité
- Une formule performante et encore rare

Surperformance durable des investissements ESG de BBGI en actions suisses

Au cours des neuf premiers mois de l'année, les investissements ESG en actions suisses de BBGI ont une nouvelle fois démontré que les investissements durables peuvent réaliser d'excellents résultats, souvent meilleurs que les stratégies traditionnelles. Les résultats obtenus par les placements ESG en actions suisses suivant une approche « core » (20 valeurs), « medium » (40 valeurs) ou « broad » (60 valeurs) ont été capables de surperformer aussi bien l'indice SMI, que l'indice SPI. La performance « total return » de l'approche « core » investissant exclusivement dans les 20 « blue chips » du SMI a ainsi réalisé un résultat de +1.54% contre +0.52% pour le SMI. Les approches « medium » et « broad » ont aussi largement surpassé les performances du SPI (+0.21%), grâce à des progressions de +2.26% et +1.39%. A plus long terme, au cours des dix dernières années, l'approche ESG « core » a fait jeu égal avec l'indice SMI, en réalisant un résultat de +6.5% annualisé identique à celui du SMI. Les deux autres approches « medium » et « broad » ont été nettement plus performantes, en enregistrant des rentabilités de +8.5% et +8.0% annualisées contre seulement +6.9% pour l'indice SPI.

Cette constatation n'étonnera pas les investisseurs convaincus des mérites potentiels et réels des placements durables et satisfera certainement tous ceux qui souhaitent encore aujourd'hui s'engager dans la voie des investissements ESG, afin d'aligner leur politique de placement à leurs convictions et à leurs préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance.

Ces résultats durables démontrent qu'il est tout à fait possible d'optimiser l'intégration de critères ESG et les performances financières et

d'obtenir une rentabilité parfois supérieure à celle des indices traditionnels. Nous verrons plus en détail par quels moyens ceci a été rendu possible, essentiellement grâce à la combinaison d'une diversification optimisée et d'une approche ESG inclusive.

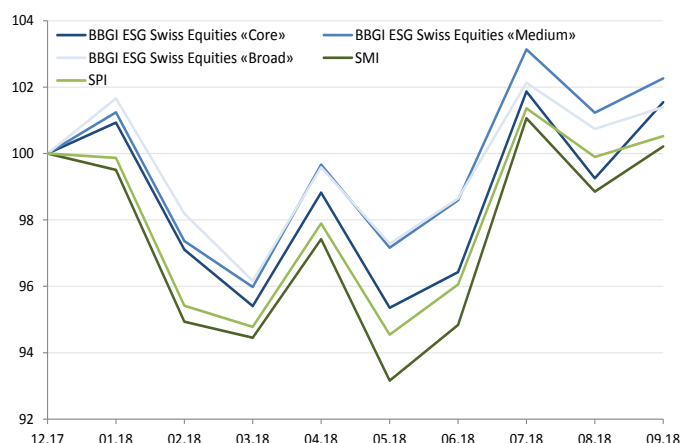
Engagement de longue date pour une finance durable

À l'origine des premiers concepts « ISR » (« Investissements Socialement Responsables ») en Suisse, la direction de BBGI Group est depuis toujours sensible à la thématique de la finance durable. Aujourd'hui, le marché de l'ISR progresse rapidement, fruit d'un intérêt renouvelé de la part des investisseurs institutionnels, mais aussi, de plus en plus, de la part des investisseurs privés. L'institut Eurosif, qui publie une étude bisannuelle complète sur le segment, faisait ainsi état d'une progression de +42% des montants investis dans les différentes stratégies ISR en Europe entre 2013 et 2015. En Suisse aussi, l'évolution des investissements durables a été exceptionnelle ; l'institut Swiss Sustainable Finance estime leur croissance à +82% en 2017.

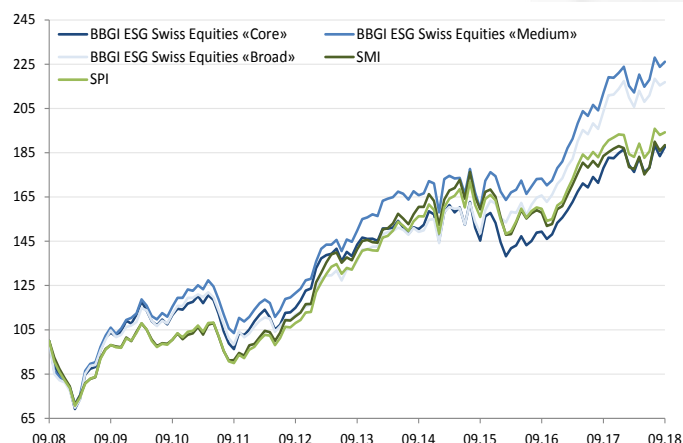
Dans ce segment en plein développement, les approches de gestion BBGI ESG Swiss Equities reflètent notre engagement de longue date pour une offre de solutions cohérentes et performantes, face aux préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) et d'un point de vue financier.

Nos diverses approches BBGI ESG Swiss Equities reposent sur un nombre précis de critères pertinents, fondés sur les principes généralement admis en matière de risque ESG. Notre méthodologie inclusive permet aussi d'intégrer les préoccupations spécifiques et la sensibilité des investisseurs dans la mise en œuvre concrète des placements.

Evolution des performances (YTD)



Evolution des performances (10 ans)



L'exercice des droits de vote est proposé en complément à nos approches de gestion socialement responsable, en fonction des objectifs donnés ou, plus simplement encore, selon nos propres « lignes directrices de vote ».

En investissant de manière plus durable, les investisseurs bénéficient d'une plus-value à deux facettes. En matière de préoccupations environnementales, sociales et de gouvernance, nos solutions diminuent sensiblement le risque ESG des placements réalisés. En matière de performance, les placements effectués optimisent la diversification des placements et la répartition des risques, pour des résultats souvent supérieurs aux indices de référence. L'intégration de critères ESG, dans l'analyse financière traditionnelle, a permis d'obtenir depuis plus de dix ans une surperformance à long terme par rapport aux indices traditionnels du marché suisse, pour un niveau de volatilité similaire.

Nous détaillons dans cette note « thème d'investissement » le concept ESG actions suisses, mais nos approches en matière de développement durable ont un plus large spectre et couvrent aussi, par exemple, les actions internationales, les placements en énergies alternatives ou les placements favorisant les sociétés dont le risque carbone est le mieux maîtrisé.

Le choix de l'approche inclusive

Nous avons fait le choix de l'approche inclusive dans nos concepts d'investissement BBGI ESG Swiss Equities pour les mérites démontrés de celle-ci. Ainsi, nos solutions se différencient clairement de l'offre existante. En effet, la grande majorité des investissements durables en Suisse applique aujourd'hui l'exclusion à priori de secteurs et de pratiques économiques jugés néfastes (screening négatif). Or, l'exclusion implique une limitation de la diversification des placements, réduisant l'espérance des portefeuilles et pouvant nuire à la performance. Nous considérons que la prise en compte des critères ESG devrait participer à la sélection de valeurs stables et qui maîtrisent leurs risques en matière d'environnement, de critères sociaux ou de gouvernance. C'est pourquoi notre processus d'investissement applique une approche dite inclusive, qui intègre directement les critères ESG dans l'analyse financière traditionnelle. Dès lors, la prise en compte des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance ne fait plus office de critères d'exclusion, mais constitue au contraire des éléments à considérer pour améliorer la durabilité du portefeuille pour un résultat, financier et extra-financier, cohérent.

Un processus d'investissement et une méthodologie ESG efficace

Le niveau de risque ESG a un impact essentiel dans la détermination de l'exposition de chaque société dans le portefeuille. Le risque de concentration dans des très grandes capitalisations est optimisé, en attribuant à chaque groupe et chaque société appartenant à un groupe de capitalisations boursières des pondérations minimales et

maximales. Les allocations par titre ou société sont déterminées en fonction des pondérations neutres déterminées pour chaque groupe de capitalisations boursières. Les valeurs sont sous-pondérées ou sur-pondérées par rapport aux autres sociétés du même groupe de capitalisations boursières, en prenant en considération le risque environnemental, social et de gouvernance. Plus une société fournit des efforts et obtient un niveau de risque faible d'un point de vue ESG, plus elle constituera un poids important dans le portefeuille. A contrario, une société présentant un niveau de risque ESG élevé sera positionnée sur les niveaux de pondération minimum. En conservant une pondération minimale dans les sociétés à risque ESG élevé, nous entretenons le dialogue : nous exerçons les droits de vote des sociétés concernées dans le sens des bonnes pratiques en matière de bonne gouvernance et signalons d'éventuels manquements directement par le vote.

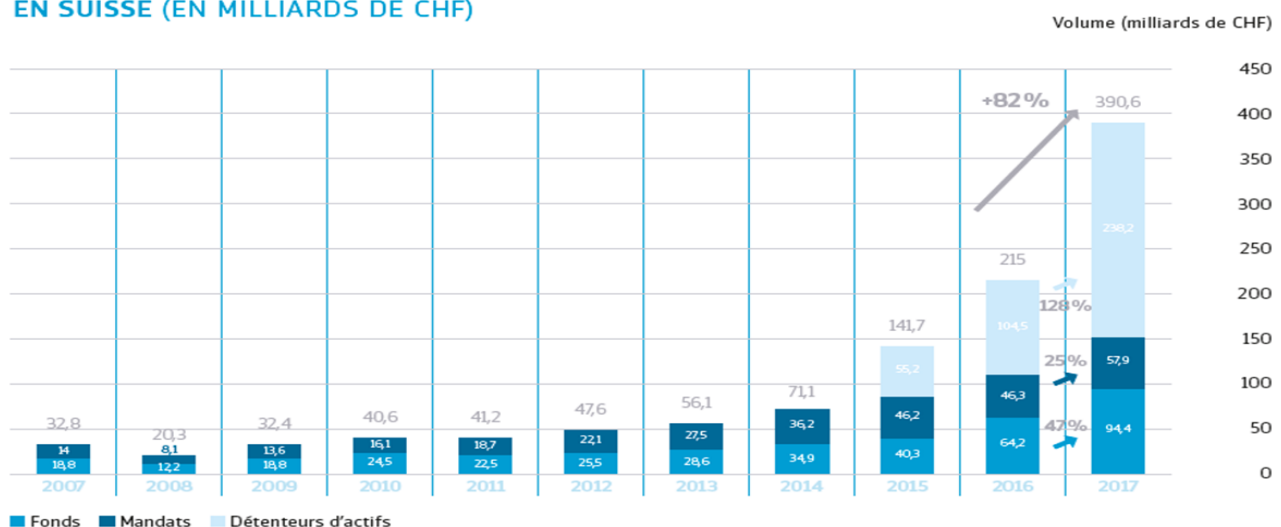
Nous avons choisi une méthode accessible, claire et compréhensible, fixant un nombre de critères objectifs suffisant pour évaluer les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance des sociétés composant le portefeuille investi. Cette approche permet aux sociétés de se distinguer de différentes manières pour améliorer leur score ESG global. Ces critères doivent permettre de mettre en évidence le positionnement absolu de chaque société, mais aussi d'obtenir une vision relative comparative à l'univers des autres sociétés. Par ailleurs, nous considérons également important de pouvoir observer l'évolution dans le temps de ce positionnement.

La transparence est l'un des premiers facteurs de contrôle des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance. Sans transparence, le public peut, en effet, difficilement avoir connaissance du positionnement des entreprises et des efforts fournis en matière de préoccupations ESG et encore moins jouer son rôle de milice. Dans un deuxième temps, les résultats obtenus pour chaque société sont comparés avec ceux obtenus par un groupe de pairs au sein de la même industrie (Classement GICS, niveau 3), à partir d'une sélection initiale de 2059 valeurs mondiales. Si les résultats sont meilleurs que la médiane, la société obtiendra à nouveau des « bons points ». Les données récoltées sont également comparées d'un point de vue historique, afin de comprendre si la société a diminué ou au contraire augmenté son risque ESG au cours des trois dernières années. La note est adaptée en fonction des résultats obtenus. Chaque société est ainsi analysée en comparaison avec les autres sociétés de la même industrie, selon des critères choisis permettant la constitution d'un rapport ESG individualisé.

Veille systématique des controverses ESG pour une meilleure réactivité

Il est aussi important de pouvoir disposer d'un outil de mesure et d'alerte permettant une réaction en cas de survenance plus ou moins rapide d'une controverse. Nous avons décidé de mettre sur pied un processus de surveillance active des controverses ESG pour chaque entreprise faisant partie de l'univers d'investissement. Ce processus permet une réactivité supérieure en agissant comme un garde-fou

ÉVOLUTION DE L'INVESTISSEMENT DURABLE EN SUISSE (EN MILLIARDS DE CHF)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group /SSF

pour la prévention des risques ESG, qui souvent sont ensuite reflétés dans la performance financière des sociétés du portefeuille.

Cette surveillance est effectuée à partir de sources fiables et vérifiée ensuite par une équipe d'analystes. Les controverses trouvées sont analysées et peuvent conduire à la décision de modifier la pondération d'une entreprise visée par des controverses importantes. Dans les cas extrêmes, dans l'intérêt des investisseurs, il peut également être décidé de liquider totalement la position.

De cette manière, la veille s'ajoute à court terme à nos convictions générales de long terme sur la société obtenues par le rating ESG. L'appréciation et l'opinion formées sur la société sont ensuite directement intégrées dans l'analyse financière.

Une formule performante et encore rare

Tant à l'étranger qu'en Suisse les investissements ESG ont le vent en poupe. La demande est avant tout soutenue par les investisseurs institutionnels qui représentent près de 85% de la demande de produits ESG. En Suisse, les dernières études de marché montrent une diminution de la prédominance des approches exclusives et une progression de +90% des approches d'intégration de critères ESG. En termes de distribution par classe d'actifs, les investissements durables en actions ne représentent que 27.7% de l'ensemble des placements durables.

La question climatique prend aussi de plus en plus d'importance auprès des investisseurs. Les Accords de Paris sur le changement climatique et les Objectifs de développement durable (ODD) ont certainement commencé à influencer également l'offre de produits. Un nombre croissant d'investisseurs se sentent concernés par le changement climatique ; plus de 80% des participants à l'étude menée par Swiss Sustainable Finance indiquent s'intéresser aux solutions d'investissement respectueuses du climat ainsi qu'à celles prenant en considération le bilan carbone.

Une étude de l'Université de Zürich sur les produits des banques en investissement durable suggère que de plus en plus d'institutions bancaires découvrent le concept de développement durable et développent des produits estampillés « développement durable ». Les deux chercheurs ont conclu leur étude sur les principales banques de gestion que l'offre était encore limitée et peu efficace, en relevant que « les offres qui sont vraiment intéressantes, stratégiquement réfléchies et qui ont un effet positif significatif sont encore rares ». Cette étude suggère ainsi que la demande de produits de gestion performants n'est pas satisfaite et peut être améliorée.

Il faut peut-être trouver l'explication à cette situation dans la faiblesse probable du niveau d'engagement réel de certains prestataires de services et de leur très probable manque d'expérience en la matière. L'accélération de l'évolution du marché, du côté de la demande des investisseurs, n'a pas été anticipée par le secteur financier qui s'est tardivement penché sur ce « nouveau » marché, en adaptant leur offre à la demande « sans une stratégie réfléchie », pour reprendre l'expression des chercheurs de l'Université de Zürich.

Notre engagement dans ce domaine n'est au contraire pas récent, comme le démontrent les performances historiques de nos divers modèles de gestion prenant en considération les critères ESG ou les critères climatiques. Nous avons démontré avec succès que nos approches ESG pour les actions suisses et pour les actions internationales, de même que notre concept « clean energy » international ou encore les concepts « low carbon » internationaux se distinguaient des produits existants par leur conception et leurs résultats supérieurs. Dans ce domaine également, l'investisseur doit rester vigilant et sélectionner ses partenaires et produits de gestion pour leur engagement, leur expérience et leurs résultats à long terme.









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.



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

TURKISH AIRLINES 
CORPORATE CLUB
WHERE BUSINESS MEETS BENEFITS



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