



Stratégie d'investissement

Avril 2019

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

64-67 Focus sur l'immobilier helvétique

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- De la panique à l'euphorie en un trimestre
- Les marchés de taux ne croient pas à la reprise
- Les banques centrales cèdent à la pression
- Perte de « momentum » et prises de profits
- Indicateurs avancés bientôt positifs ?

Le premier trimestre 2019 s'est bouclé aux Etats-Unis sur une performance exceptionnelle du marché des actions qui a enregistré sa plus forte progression pour un début d'année depuis 1998. Avec une hausse de +14.55%, les actions américaines réalisaient également l'un des plus forts rebonds observés depuis le 1er janvier parmi tous les marchés actions développés. La panique de fin d'année 2018 a donc fait place à un retour en force de l'optimisme et de la propension des investisseurs à prendre des risques. Ce changement d'attitude s'est immédiatement constaté en début de période sur l'ensemble des actifs risqués dans le monde (actions, immobilier, matières premières, private equity, etc...) et s'est ensuite poursuivi pendant tout le trimestre. La plupart des classes d'actifs ont ainsi rapidement repris des tendances haussières en enregistrant toutefois l'essentiel de leur revalorisation au cours des deux premiers mois. Le mois de mars a vu quelques soubresauts de volatilité remettre en question la dynamique haussière et a tout de même pu se clôturer sur des performances positives, bien que très réduites, dans la plupart des marchés. Le 1er trimestre 2019 a donc été l'image inverse du 4ème trimestre 2018 et suggère peut-être déjà que l'euphorie a remplacé la panique en quelques mois seulement, un signe à prendre en considération dans l'évaluation des risques et des opportunités pour le 2ème trimestre. Sur le plan macro-économique, les derniers mois n'ont pourtant pas été généreux en nouvelles positives qui auraient pu soutenir ce changement de perception des risques. En effet, les statistiques économiques publiées ont assez largement pointé vers un affaiblissement conjoncturel généralisé, particulièrement centré sur le secteur manufacturier mondial. Dans ce contexte plutôt morose, les espoirs de résolution du différend opposant la Chine et les Etats-Unis ne se sont pas non plus traduits par des actes concrets. L'absence d'un accord n'a pourtant pas été perçue comme un échec en raison des déclarations de bonnes intentions distillées de part et d'autre ces dernières semaines. Cependant, si les actifs risqués ont profité d'un climat boursier plus optimiste en début d'année, les marchés des capitaux sont restés influencés par le flux de statistiques macro-économiques faibles. Le mois de mars a ainsi été marqué par de nouvelles dégringolades des taux longs dans de nombreux pays. La performance de l'économie allemande, par exemple, inquiète et pousse les taux en euro à dix ans en dessous de zéro, tandis que les taux du Trésor américain tombent à 2.4%. Ce déclin de plus de 80 points de base en six mois intervient dans un contexte de ralentissement, mais de croissance du PIB attendu au 1er trimestre de +1.5%. Malgré des perspectives encore assez favorables aux Etats-Unis, les incertitudes qui touchent l'Europe et les difficultés du secteur manufacturier international ont pesé sur les taux longs. Les marchés de taux ne semblent donc pas encore prêts à considérer une évolution plus positive des fondamentaux internationaux dès le 2ème trimestre et ne veulent pas croire à une reprise conjoncturelle. Du côté des banques centrales, les décisions communiquées en début d'année marquent un retournement de politiques monétaires compréhensible et attendu dans le contexte actuel. En zone euro, la quasi récession allemande est suffisante pour réviser la politique d'injection de liquidités. Aux Etats-Unis, la question de l'inversion de la courbe des taux annonçant une récession n'est pas plus crédible aujourd'hui qu'en décembre, mais elle a sans doute été un facteur additionnel ayant motivé la décision

de la Fed de s'abstenir de toute hausse des taux directeurs en 2019. Les craintes d'une normalisation trop rapide de la politique monétaire seront certainement apaisées par ces décisions, d'autant qu'en Chine, le gouvernement a aussi annoncé des mesures de soutien à la croissance notamment par une diminution des taxes de 300 milliards de dollars. Ces politiques seront favorables à l'économie mondiale et contribueront, comme le futur accord à signer entre la Chine et les Etats-Unis, à lever les incertitudes qui freinent pour l'instant les investissements et la demande industrielle. Les deux présidents ont un intérêt évident à mettre fin à ces incertitudes le plus rapidement possible. Les élections américaines de 2020 sont proches, le président Trump voudra certainement profiter d'un accord marquant le succès de son action politique envers la Chine et laissant suffisamment de temps pour un renforcement de l'activité économique dans son pays. Entre-temps, les hausses enregistrées par les différents actifs financiers sont déjà importantes dans toutes les régions du monde et pourraient bien susciter quelques velléités de prises de profits justifiées au printemps. Les marchés actions suisses (+14.3%) et internationaux (+12.5%) ont retrouvé et parfois même dépassé leurs sommets atteints en 2018, suggérant à nouveau une certaine prudence, alors que les prévisions de croissance des bénéficiaires pour 2019 pourraient être remises en question dans les prochaines semaines, lors de la période de publication des résultats. En ce qui concerne l'immobilier, les hausses de cours ont été exceptionnelles et atteignent plus de +14% globalement. Le marché suisse enregistre de nouveaux sommets même si la progression est limitée à +8.5%, mais ce sont les marchés émergents qui profitent le plus du changement de paradigme avec une progression de +18%. Les matières premières ont aussi profité du retour des investisseurs en enregistrant un rebond de +15% (+32% pour le pétrole). Le Private equity affiche aussi une nette reprise (+16.5%) et la gestion alternative (+2.8%) reste à la traîne en réalisant une performance à peine supérieure à celle des obligations suisses (+1.8%) et internationales (+2.2%). L'optimisme est à son comble en cette fin de trimestre, mais il faudra encore un peu attendre pour s'assurer d'un réel renversement de tendance autorisant de meilleures perspectives macro-économiques pour soutenir une nouvelle progression des marchés financiers. Dans cette attente, nous estimons probable d'assister prochainement à une consolidation mineure des actifs financiers provoquée par des prises de profits bienvenues. De meilleurs PMI seront probablement indispensables à une relance ultérieure des actifs risqués, et devraient également marquer le point d'inflexion pour les marchés de taux.



Alain Freymond
Associé
CIO BBG Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- Relance conjoncturelle mondiale au 2ème trimestre
- Les banques centrales freinent leur processus de normalisation
- Inflation soutenue par l'emploi et les matières premières
- Baisse des tensions politiques
- Perte de momentum et prises de profits temporaires

Relance conjoncturelle mondiale au 2ème trimestre

Les chiffres de croissance des PIB nationaux au premier trimestre seront certainement peu enthousiasmants en Europe et au Japon comme le laissent présager les statistiques déjà publiées et les indicateurs avancés. La zone euro reste affectée par le freinage de l'économie allemande à la limite de la récession et par la réduction des exportations, qui touche également largement l'économie japonaise en perte de vitesse. Aux Etats-Unis, le fléchissement de l'activité attendu devrait être limité et permettre toutefois une croissance du PIB de +1.5%, largement soutenue par la consommation. En Chine, le ralentissement ne devrait pas être trop marqué malgré le déclin des PMI manufacturiers de janvier et février, la croissance devrait en effet rester comprise entre +6.0% et +6.5% en rythme annuel. La demande domestique devrait rester relativement résiliente et compenser la faiblesse de la demande externe et du secteur industriel. Si le bras de fer toujours engagé entre les Etats-Unis et la Chine ne semble plus être une source majeure d'incertitude affectant la psychologie des investisseurs et le climat boursier, il continue toutefois de peser sur le moral des décideurs. Un accord concret serait évidemment indispensable à l'amélioration de la confiance et des perspectives. Nous estimons que nous ne sommes sans doute plus très éloignés d'une solution négociée pouvant satisfaire les deux parties. La Chine a notamment déjà annoncé quelques concessions significatives laissant entrevoir un prochain accord. Celui-ci n'aura peut-être pas un effet escompté immédiat sur les actifs financiers, mais il lèvera en tout cas quelques incertitudes permettant d'envisager l'avenir du commerce international de manière plus sereine. La confiance des privés et des institutions devrait s'en trouver améliorée, ce qui contribuera à une revalorisation des perspectives de croissance mondiale.

Les banques centrales freinent leur processus de normalisation

En ce début d'année 2019, nous nous attendions déjà à une plus grande flexibilité des banques centrales pour faire face à des situations conjoncturelles un peu plus délicates, notamment en zone euro et aux Etats-Unis. C'est désormais acté par les décisions de la Fed de ne plus toucher ses taux directeurs en 2019 et par celle de la banque centrale européenne, qui annonce le retour de ses injections de liquidités. Les craintes d'une normalisation trop rapide des politiques monétaires qui avaient secoué les marchés financiers en fin d'année lors de la dernière hausse des taux directeurs de la Fed en décembre devraient donc diminuer. La Réserve fédérale a subi quelques pressions politiques du président américain, mais c'est à notre avis plutôt celles des marchés financiers qui ont fait changer le ton du président Jérôme Powell et qui ont assez sensiblement modifié les prévisions économiques des membres du FOMC entre le mois de décembre et le mois de mars 2019. Pourtant, l'appréciation des conditions économiques domestiques n'est pas négative, l'emploi suit en effet le chemin attendu par la banque centrale, un développement essentiel et concomitant à la trajectoire attendue de l'économie américaine. Nous avons annoncé qu'en cas de besoin la Fed retiendrait son action, c'est effectivement ce qui a été fait dans le doute en mars. Cette prise de position aura des conséquences durables en 2019, car il nous semble maintenant

improbable que la Fed décide en cas de reprise conjoncturelle au 2ème trimestre de changer drastiquement de stratégie. Dès lors, si notre scénario de relance conjoncturelle se concrétise, la banque centrale américaine aura quelques difficultés à renverser à nouveau sa politique monétaire. Nous estimons donc que le contexte des prochains trimestres sera particulièrement favorable aussi bien pour les actifs financiers que pour l'économie, car une relance économique mondiale pourrait alors se mettre en place sans risque de nouvelles hausses de taux.

Inflation soutenue par l'emploi et les matières premières

L'inflation a logiquement marqué le pas au cours des derniers mois sous l'impulsion essentiellement du facteur énergie. La correction des cours du brut de -44% en trois mois a poussé les indices de prix à la baisse en dessous des objectifs des banques centrales. Aux Etats-Unis, le CPI sur un an ne progresse plus que de +1.5% en février, mais l'indice hors alimentation et énergie reste au-dessus de +2%. Le rebond des cours du pétrole de plus de +32% depuis le début de l'année devrait prochainement avoir un impact sur les coûts de l'énergie et sur l'inflation. Ce facteur avait temporairement réduit la progression des indices de prix, mais il devrait donc supporter désormais une nouvelle progression de l'inflation. La résistance de l'indice hors alimentation et énergie souligne le rôle, à notre avis, croissant d'une inflation domestique toujours plus importante et liée à un marché du travail solide. La baisse du taux de chômage n'est que l'un des facteurs permettant de confirmer la dynamique positive du marché de l'emploi, qui continue de créer de nouveaux postes et dont la croissance des salaires est enfin suffisante, selon nous, pour avoir un impact durable sur l'inflation de base. L'une des surprises probables de la deuxième partie de l'année 2019 pourrait ainsi être la remontée graduelle de l'inflation au-delà de l'objectif de la Fed et peut-être même au-dessus de 3% pour l'indice CPI global. Ce contexte sera sans aucun doute défavorable aux marchés de taux qui devront alors ajuster leurs exigences de rendement à cette nouvelle situation. Nous estimons que ces ajustements pourraient par exemple pousser les taux à dix ans américains à nouveau vers 3%.

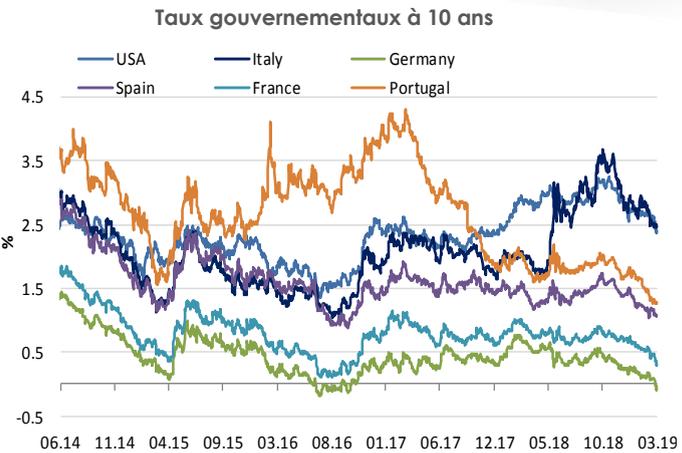
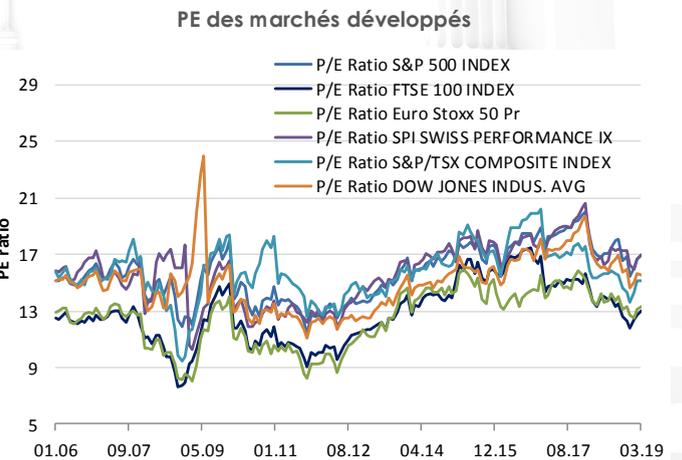
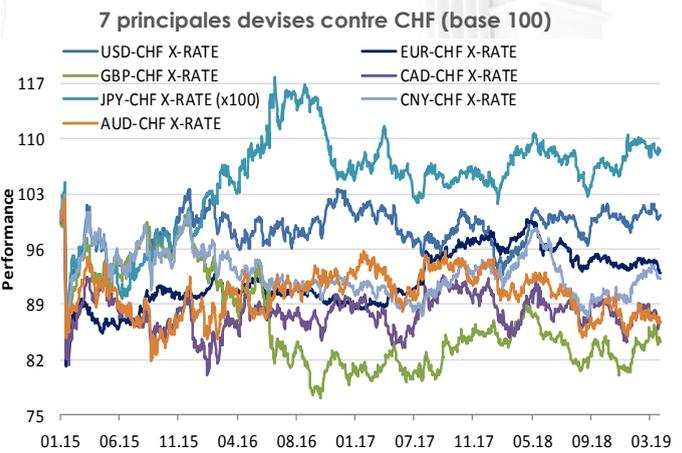
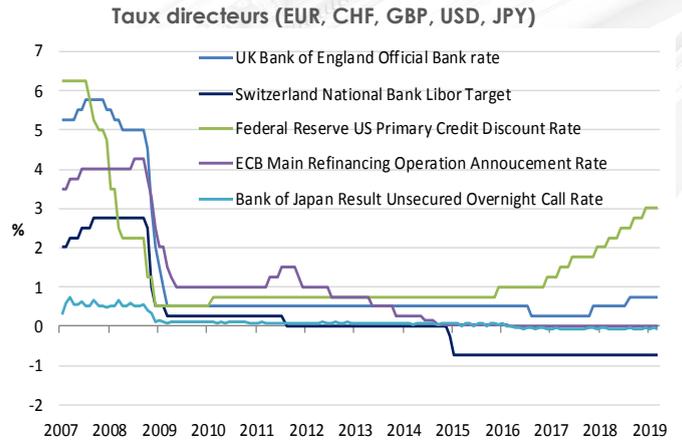
Baisse des tensions politiques

Les incertitudes politiques sont encore présentes en début avril avec notamment une absence de solution à la question cruciale du Brexit en Europe et à celle des relations commerciales sino-américaines, dont la portée est internationale. Depuis plusieurs trimestres, cette dernière est régulièrement évoquée comme le principal facteur de risque pour l'évolution de la croissance économique mondiale. Progressivement l'influence de ce facteur a cependant diminué dans les marchés financiers, mais est restée forte dans l'économie réelle, retenant les investissements, la production industrielle et la consommation. Cette menace sur la santé de l'économie mondiale n'a pas disparu et a forcé les gouvernements et les banques centrales à modifier leurs politiques pour soutenir la conjoncture. Nous sommes convaincus qu'elle sera prochainement levée dans l'intérêt des deux parties et plus largement au profit du commerce mondial.

Il n'est toutefois pas exclu qu'en cas de résolution du conflit sino-américain, une nouvelle menace remplace rapidement la précédente. A quelques trimestres seulement des prochaines élections présidentielles américaines, l'humeur du président Trump sera peut-être déterminante pour évaluer ces nouvelles menaces. L'Allemagne pourrait en effet être le prochain adversaire avec lequel il pourrait vouloir se mesurer. A moins que le président américain ne commence déjà à songer à une réélection et à optimiser les probabilités d'une relance économique aux Etats-Unis, ce qui augmenterait sans aucun doute ses chances de gagner un second mandat.

Perte de momentum et prises de profits temporaires

En janvier, nous évoquions les niveaux de valorisation plus attrayants des actions et de la plupart des actifs financiers à la suite des corrections massives et rapides des cours observées en décembre 2018. Nous indiquions alors qu'en l'absence d'un ralentissement marqué de la croissance mondiale en 2019, les perspectives pour les actions, en particulier, mais également pour celles de la plupart des classes d'actifs, étaient favorables. Nous anticipions une reprise des cours des actions, de l'immobilier, des matières premières et des actifs particulièrement touchés par un scénario jugé excessif d'effondrement de la croissance américaine et mondiale. Trois mois plus tard, les opportunités d'investissement relevées se sont assez largement concrétisées par des progressions de cours presque généralisées d'environ +10% sur l'ensemble des marchés. Le rebond des actifs financiers était ainsi à la hauteur de nos anticipations, mais il faut toutefois relever que ce processus de revalorisation s'est produit extrêmement rapidement, corrigeant parfois totalement les pertes de valeurs observées en fin d'année. Le climat des investissements est ainsi passé de la panique à l'euphorie en quelques semaines seulement. Les niveaux de valorisation des actifs particulièrement dépréciés en décembre ont très vite rebondi au point d'être déjà parfois à nouveau généreux et potentiellement risqués aujourd'hui. Les primes de risques faibles et jugées insuffisantes observées dans certains marchés comme les obligations « high yield » avant la correction des cours de décembre s'étaient améliorées, mais la performance boursière des derniers mois a une nouvelle fois écrasé la prime de risque. Situation similaire pour les placements immobiliers titrisés qui ont enregistré des performances exceptionnelles sur trois mois allant de +8.5% en Suisse jusqu'à +18% pour l'immobilier émergent coté. Le mouvement de baisse des taux d'intérêt qui s'est accéléré en fin de trimestre a sans aucun doute soutenu la surperformance de l'immobilier et la reconstitution d'agios. Pour les marchés actions, les PE bas de décembre ne sont évidemment plus d'actualité après les hausses de cours quasi généralisées de près de +15%. L'indice SPI enregistré de nouveaux sommets sans revalorisation nette des perspectives de croissance des profits pour 2019 et se traite à nouveau à 15.7x les bénéfices attendus (13.9x à la fin décembre). En termes d'appréciation des risques, nos modèles d'évaluation ont été affectés ces trois derniers mois plus fortement par les facteurs de risque « valorisation, quantitatif, technique et sentiment » qui suggèrent à nouveau des scores plus élevés et qui placent la plupart des marchés actions dans une nouvelle zone de turbulence potentielle. Les niveaux de valorisation ont ainsi rapidement perdu de leur attrait à court terme dans un contexte de croissance économique modérée pour 2019 et en l'absence de révisions de bénéfices positives. Dans notre stratégie de début d'année, nous avertissons toutefois qu'une hausse rapide des cours des actions et notamment un retour de l'indice S&P500 proche du niveau de 2'900 points (septembre 2018) devrait motiver une évaluation attentive des risques. Nous estimons aujourd'hui que la clôture de fin de trimestre à 2'822 points est déjà l'occasion de procéder à cette évaluation. A l'analyse des ratios rendement/risque, nous considérons désormais que les valorisations des actifs risqués suggèrent l'opportunité de prises de profits sur la plupart des actifs ayant profités du processus de revalorisation qui s'est développé ces derniers mois. Les marchés de taux pourraient encore à très court terme profiter un peu d'un processus de réallocation des actifs et de rebalancement des positions sur les stratégies centrales, mais l'amélioration du scénario conjoncturel international pour le 2ème trimestre devrait renverser les perspectives et être particulièrement négatif pour les placements à revenus fixes. Les placements immobiliers ayant particulièrement bénéficié de la baisse des taux sont aussi en zone de risque plus élevé comme le Private equity. Un retour de la volatilité à court terme est donc probable, mais l'amélioration du scénario économique international sera propice à un réinvestissement ultérieur des profits réalisés.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- Relance au T2 après un T1 plus faible aux Etats-Unis
- L'Allemagne reste un facteur d'inquiétude pour la zone euro
- Le premier ministre chinois défend une croissance de +6.5% en 2019
- PIB japonais encore sous influence
- PIB suisse soutenu par l'industrie et la consommation



Relance au T2 après un T1 plus faible aux Etats-Unis

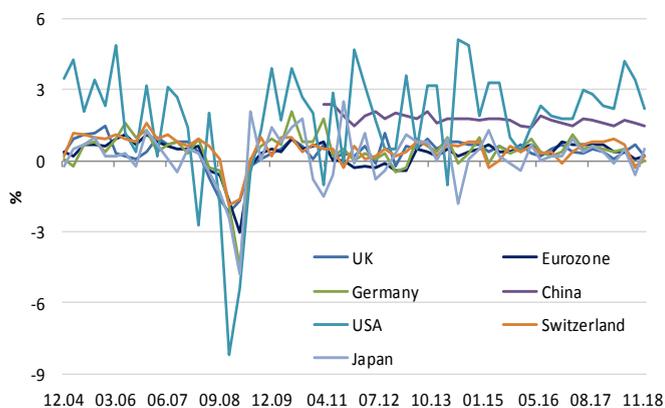
La croissance du PIB américain au 4ème trimestre s'est établie à +2.2% en rythme annuel. Ce résultat est évidemment un petit peu moins solide que ceux enregistrés au 2ème et 3ème (+3.4%) trimestre 2018, mais cette performance est toutefois en ligne avec celle estimée par le consensus des prévisionnistes (+2.2%). L'économie ralenti moins qu'escompté sous l'impulsion de plusieurs facteurs favorables. La consommation a enregistré une progression de +2.5% et contribue largement au résultat positif du PIB. Les dépenses d'investissement ont progressé de +6.2% dans le segment des biens d'équipements, software et recherche. Les dépenses publiques (+0.4%) et la hausse des inventaires ont aussi contribué positivement (+0.13%) à la croissance du PIB, tandis que le secteur immobilier et le commerce extérieur (-0.22%) ont eu des contributions négatives. L'impact du « shutdown » gouvernemental a finalement été estimé à -0.1% du PIB. Bien que ce résultat soit un peu plus faible, la performance de l'économie reste excellente et supérieure à la moyenne historique. Les craintes de récession qui ont secoué les marchés financiers au 4ème trimestre apparaissent toujours clairement à la lumière de ce résultat économique comme très largement infondées. L'évolution du PIB en fin d'année (+3.1%) aura ainsi permis à la croissance sur un an de dépasser très légèrement l'objectif de 3% fixé par le président Trump. La vigueur de la consommation privée est réjouissante et conforme aux attentes après une hausse déjà nette de +3.5% au trimestre précédent. Elle ne semble pas avoir été affectée trop nettement par l'incertitude provoquée par la chute des marchés financiers. Elle devrait encore être supportée par un marché de l'emploi solide en 2019. La hausse des inventaires qui a été plutôt élevée en fin d'année devrait être suivie d'un tassement au 1er trimestre 2019 pouvant affecter la production industrielle et l'emploi manufacturier à court terme. Nous estimons que les perspectives de croissance pour le 1er trimestre 2019 restent très nettement positives, même si un affaiblissement temporaire reste probable avant une relance au second trimestre. Le « shutdown » qui s'est installé durant le

premier trimestre aura un impact non négligeable, la persistance des tensions entre la Chine et les Etats-Unis ont encore pesé sur la confiance globale des ménages et des entreprises et un déclin dans le secteur manufacturier sont quelques éléments qui devraient pénaliser la performance de l'économie en début d'année. Le PIB américain devrait cependant croître de +1.5% au 1er trimestre avant de reprendre un rythme plus soutenu de +2.6% ensuite.

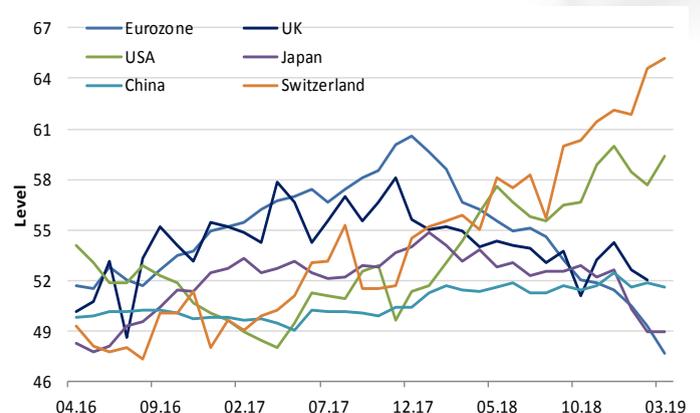
L'Allemagne reste un facteur d'inquiétude pour la zone euro

La première puissance économique européenne est à l'arrêt et menace également la croissance d'autres pays et régions d'Europe centrale et de l'est dépendantes de l'industrie allemande. Les nouvelles normes européennes auxquelles doit se conformer l'industrie automobile allemande sont souvent évoquées comme des facteurs affectant le secteur manufacturier conjointement aux pressions exercées par Donald Trump sur le secteur. Plus globalement, c'est l'affaiblissement de la demande mondiale pour les produits industriels de tous types (biens d'équipements, machines, outils, véhicules, etc...) qui touche plus fortement l'Allemagne que ses partenaires européens. La production industrielle mondiale a en effet reculé au cours des derniers trimestres, mais cette tendance touche également les biens intermédiaires et les biens de consommation. Le poids du secteur industriel en Allemagne est important et explique la contreperformance du pays au sein des membres de l'UE. Il est cependant encore un peu prématuré selon nous d'évoquer un changement de leadership de la croissance européenne. Nous estimons que la contraction de l'activité industrielle internationale est pour l'instant plus cyclique que structurelle et en grande partie liée aux incertitudes posées par l'attitude du président américain à l'égard de ses partenaires commerciaux. Un accord est toujours attendu entre la Chine et les Etats-Unis. Ce dernier devrait changer sensiblement la confiance des agents économique et affecter positivement la dynamique économique internationale pour 2019.

PIB trimestriels



PMI manufacturiers



Ça ne va toujours pas mieux pour les indicateurs manufacturiers de la zone euro qui enregistrent de nouvelles baisses en mars 2019. L'inquiétude persiste et progresse même substantiellement dans ce contexte de performance macro-économique médiocre de début d'année. Le secteur manufacturier est à la peine et les indicateurs avancés suggèrent même une intensification de la contribution négative de ce segment à la croissance du PIB pour les trois premiers mois de l'année et pour le deuxième trimestre. Les ménages, comme les industriels, semblent de plus en plus concernés par l'évolution du contentieux commercial entre les grandes puissances économiques. L'indicateur ZEW Euro, mesurant les perspectives économiques pour les six prochains, s'est pourtant amélioré pour le 5ème mois consécutif en Allemagne tout en restant en zone négative, suggérant que le pessimisme est sans doute en recul. Face au risque de ralentissement de l'économie de la zone euro, la BCE a annoncé sa décision de repousser une première hausse des taux d'intérêt directeur à 2020 et de relancer une politique de prêts au secteur bancaire. La croissance du 1er trimestre sera certainement décevante, mais elle pourrait être meilleure au 2ème trimestre en zone euro si l'incertitude qui affecte le secteur manufacturier allemand pouvait être réduite, notamment par l'annonce d'une solution négociée entre la Chine et les Etats-Unis.

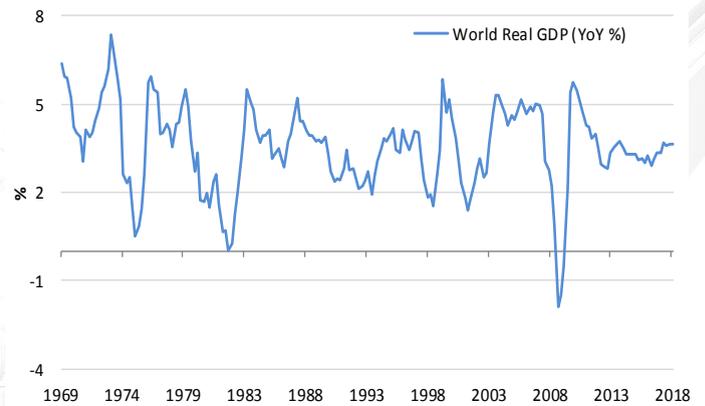
Le premier ministre chinois défend une croissance de +6.5% en 2019

L'économie chinoise montre quelques signes de stabilisation quelques mois après les décisions gouvernementales prises pour contre le fléchissement de l'activité économique. Le gouvernement a encore renforcé son action en annonçant en mars la plus forte diminution des taxes jamais enregistrée se montant à près de 300 milliards de dollars. Le crédit a été redirigé vers le secteur privé et vers les plus petites entreprises ce qui semble déjà avoir un effet mesurable très positif sur leur confiance selon l'étude menée auprès de 500 entreprises de taille moyenne et petite. L'optimisme progresse et atteint même son plus haut niveau depuis dix mois. Un indicateur des conditions de crédit a lui aussi bondi pour toucher son plus haut point depuis 2017, alors que Pékin promet une dose d'assouplissement mais pas une explosion non maîtrisée du crédit. La mise en œuvre de politiques monétaires et fiscales supportant la croissance commence à porter quelques fruits, mais il faudra encore attendre quelques temps pour que l'économie chinoise puisse à nouveau s'affranchir des stimulus gouvernementaux. L'économie domestique se porte toujours bien selon le premier ministre chinois Li Keqiang qui pointe les risques de ralentissement essentiellement sur la situation conjoncturelle internationale et l'affaiblissement de la demande externe. Les perspectives de croissance défendues par les autorités chinoises sont de +6 à +6.5% pour 2019, soit à peine en dessous des dernières prévisions.

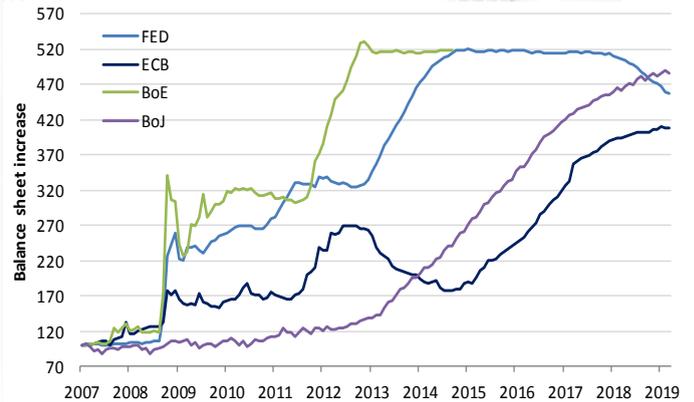
PIB japonais encore sous influence

Les performances économiques trimestrielles du Japon ont été plutôt instables tout au long de l'année 2018. La révision du taux de croissance du PIB pour le 4ème trimestre à +0.5% (+1.9% annualisée) efface le choc du trimestre précédent qui avait vu le PIB se contracter de -0.6%, la plus mauvaise performance depuis 2014. L'expansion de l'économie japonaise s'est ainsi avérée plus forte que prévu pendant un trimestre pourtant difficile pour la plupart des économies internationales et notamment pour la zone euro. Cette reprise particulièrement nette de l'activité au Japon lui a ainsi permis d'éviter de rentrer en récession technique après un 3ème trimestre difficile. Ce résultat a dépassé les attentes des prévisionnistes, mais il reste fragile dans le contexte économique international toujours incertain en ce début d'année 2019. L'année 2018 s'est donc terminée sur une note positive qui souligne pourtant encore la volatilité et l'instabilité de la conjoncture qui a oscillé chaque trimestre entre expansion et décroissance. Les incertitudes qui persistent encore à ce jour sur la question des relations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine pèsent sur la confiance et affectent également l'économie japonaise. Cette incertitude constitue toujours la principale menace à l'évolution du PIB japonais, en particulier si l'on considère que l'affaiblissement du yen devrait pouvoir se poursuivre dans les prochains mois. Le facteur monétaire reste en effet l'un des éléments indispensables à une évolution plus positive du PIB.

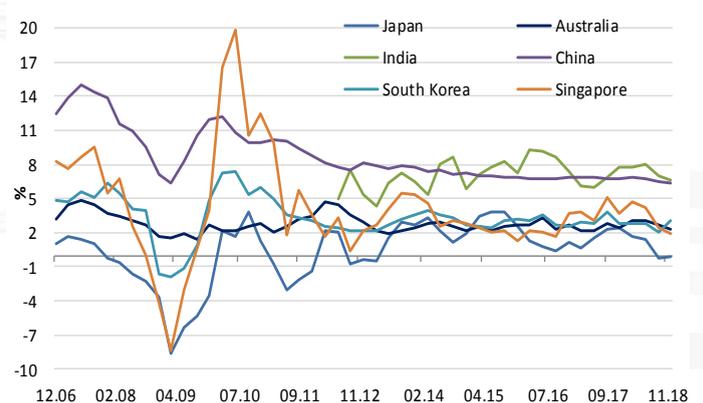
Croissance réelle de l'économie mondiale



Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



Baltic Dry Index



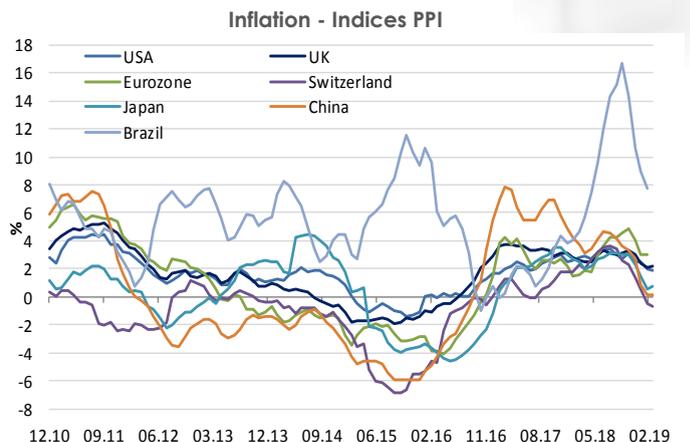
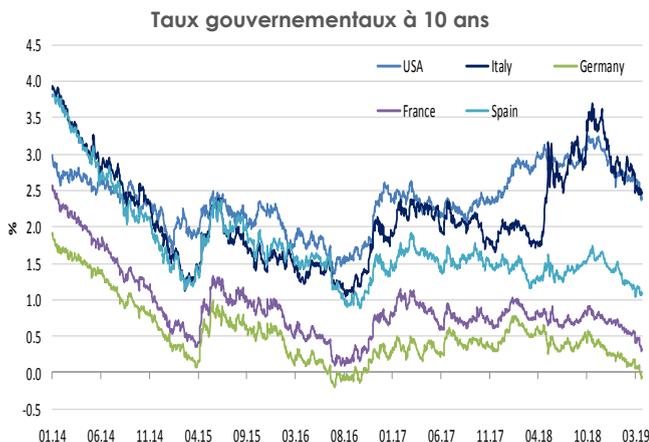
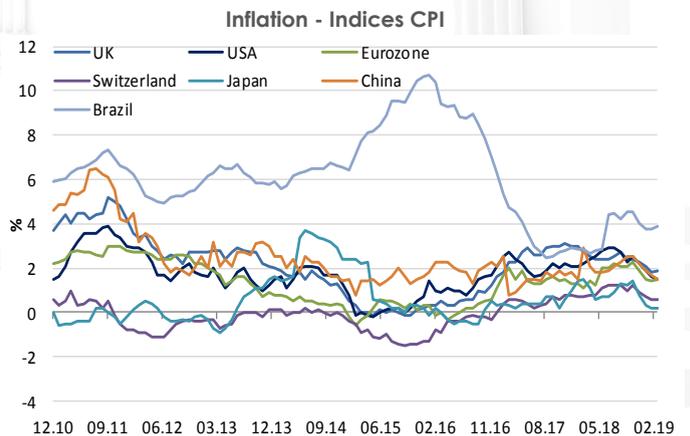
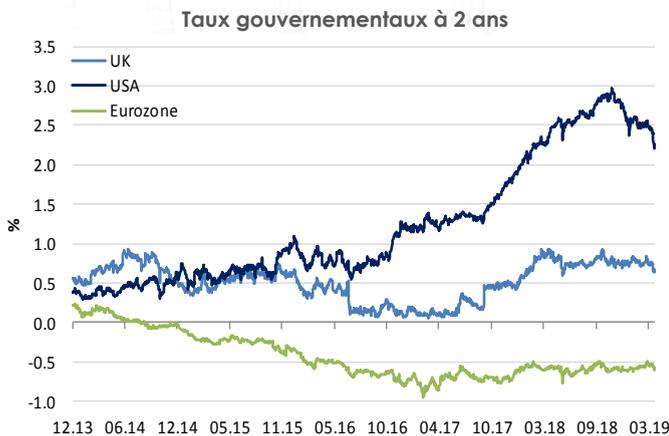
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Le sentiment des décideurs japonais ne parvient pas à s'améliorer et reste pour l'essentiel influencé par l'absence d'une solution diplomatique à la crise sino-américaine qui affecte toujours un peu plus l'économie japonaise.

L'indice PMI composite reste fluctuant et ne montre toujours pas de signes nets de relance. Il est en ce sens largement influencé par l'indice PMI manufacturier en très nette contraction depuis le début de l'année. La chute de cet indicateur de 52.5 à 49 est préoccupante car elle suggère un tassement très net de l'activité industrielle en début d'année 2019. La BoJ a ainsi révisé ses perspectives de croissance pour le PIB japonais à la baisse. Le gouverneur Haruhiko Kuroda n'a pas caché son inquiétude pour l'économie du pays dans le contexte actuel, mais il ne semble pas prêt à envisager de nouvelles mesures de soutien conjoncturel. Il considère certainement que le ralentissement de la demande extérieure est temporaire car essentiellement lié à l'absence de solution à la crise commerciale. La demande intérieure continue de progresser, ce qui constitue un facteur positif suffisant pour maintenir le statu quo en matière de politique monétaire. Le scénario de la banque centrale japonaise reste relativement stable et table sur une croissance modérée du PIB en 2019. Les mesures de soutien à l'économie décidées par Pékin devraient avoir un effet plus sensible au second semestre sur la demande mondiale et sur les exportations de produits japonais. Nous ne modifions pas nos perspectives pour le yen qui restent baissières pour 2019. Nous indiquons depuis plusieurs trimestres déjà que la faiblesse du yen était une condition indispensable à la relance de l'activité au Japon et à la reprise de l'inflation. Celle-ci devait apporter une nouvelle bouffée d'oxygène à l'économie japonaise et lui permettre de reprendre un rythme de croissance plus soutenu. La politique monétaire vise toujours à affaiblir le yen, mais les moyens à disposition de la BoJ 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.

PIB suisse soutenu par l'industrie et la consommation

Les prévisions conjoncturelles du Groupe d'experts de la Confédération ont été revues à la baisse dans le contexte toujours très incertain de ce début d'année 2019. Notre scénario central pour l'économie suisse reste cependant raisonnablement optimiste suite à la reprise pourtant modeste de la croissance au 4ème trimestre 2018. Les conditions économiques internationales ont clairement été moins favorables ces derniers mois, en particulier dans la zone euro et en Allemagne plus spécifiquement. Notre économie a pu compter sur une demande extérieure plus soutenue d'autres régions économiques et sur une activité domestique résistante. L'affaiblissement conjoncturel en Allemagne reste encore un facteur d'incertitude au 1er trimestre 2019 pouvant affecter négativement le développement de notre commerce extérieur au cours des prochains mois. Cependant nous estimons que les perspectives pour le 2ème trimestre 2019 devraient s'améliorer et soutenir la demande de produits et services suisses. L'incertitude reste élevée en l'absence d'un accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis. Nous estimons toutefois que les deux partenaires ont intérêt à trouver un arrangement permettant de lever ces doutes et de relancer la confiance, la consommation et l'investissement. La stabilisation du franc suisse contre le dollar proche de la parité et contre l'euro au-dessus de 1.13 sera aussi un facteur favorisant le commerce extérieur suisse. Au-delà des exportations, la demande intérieure devrait elle aussi rester positivement orientée, la consommation devrait s'affirmer quelque peu en 2019 et montrer une croissance un peu plus dynamique. La consommation s'est légèrement affirmée au 4ème trimestre mais elle ne profite pas encore du taux de chômage historiquement bas (2.4%), en raison certainement de la faible hausse des salaires nominaux. Le revenu disponible progresse toutefois, comme le crédit octroyé aux ménages qui a augmenté de +1.63% en 2018. La confiance des ménages n'évolue que peu mais nous estimons que la consommation privée devrait rester sur une tendance favorable soutenant le PIB. Dans ce contexte, le PIB suisse devrait croître de +1.5% en 2019.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

États-Unis

- La croissance reste soutenue aux États-Unis
- La Fed ne touchera plus ses taux en 2019
- La hausse des salaires s'accélère
- Relance de l'inflation et des taux longs
- Perspectives légèrement positives pour le dollar
- La consommation s'affirme encore comme le principal moteur de la croissance

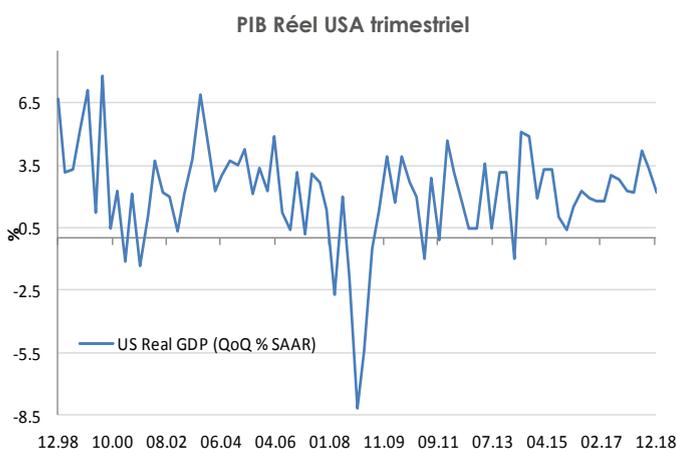


La croissance reste soutenue aux États-Unis

La croissance du PIB américain au 4^{ème} trimestre s'est établie à +2.2% en rythme annuel. Ce résultat est évidemment un petit peu moins solide que ceux enregistrés au 2^{ème} et 3^{ème} (+3.4%) trimestre 2018, mais cette performance est toutefois en ligne avec celle estimée par le consensus des prévisionnistes (+2.2%). L'économie ralentit moins qu'escompté sous l'impulsion de plusieurs facteurs favorables. La consommation a enregistré une progression de +2.5% et contribue largement au résultat positif du PIB.

Les dépenses d'investissement ont progressé de +6.2% dans le segment des biens d'équipements, software et recherche. Les dépenses publiques (+0.4%) et la hausse des inventaires ont aussi contribué positivement (+0.13%) à la croissance du PIB, tandis que le secteur immobilier et le commerce extérieur (-0.22%) ont eu des contributions négatives. L'impact du « shutdown » gouvernemental a finalement été estimé à -0.1% du PIB. Bien que ce résultat soit un peu plus faible, la performance de l'économie reste excellente et supérieure à la moyenne historique. Elle est aussi sensiblement plus élevée que ce que la Fed estime être la croissance potentielle à long terme (+1.9%).

Les craintes de récession qui ont secoué les marchés financiers au 4^{ème} trimestre apparaissent toujours clairement à la lumière de ce résultat économique comme très largement infondées. L'évolution du PIB en fin d'année (+3.1%) aura ainsi permis à la croissance sur un an de dépasser très légèrement l'objectif de 3% fixé par le président Trump.

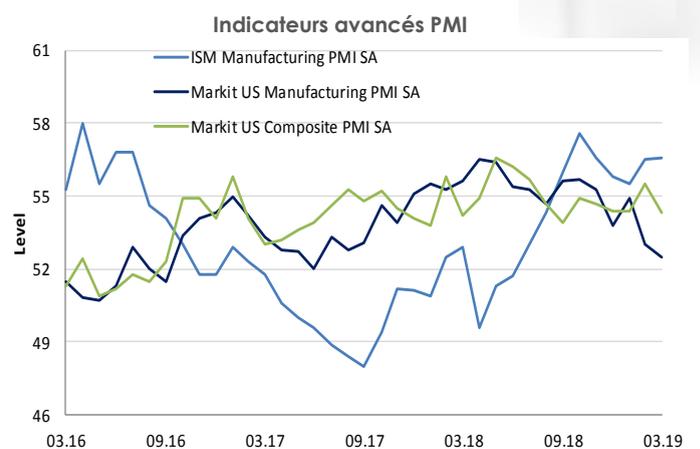


Accélération attendue au 2^{ème} trimestre 2019

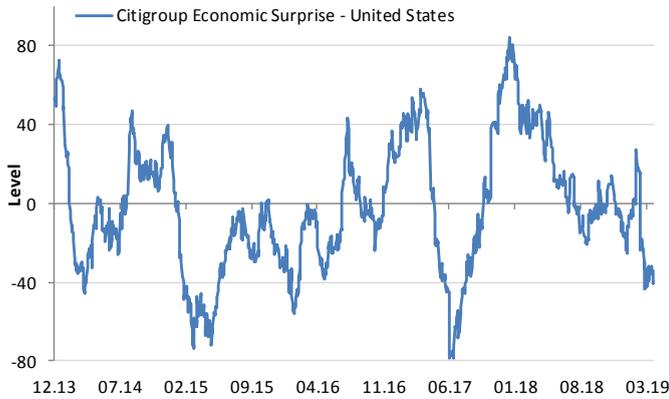
La vigueur de la consommation privée est réjouissante et conforme aux attentes après une hausse déjà nette de +3.5% au trimestre précédent. Elle ne semble pas avoir été affectée trop nettement par l'incertitude provoquée par la chute des marchés financiers. Elle devrait encore être supportée par un marché de l'emploi solide en 2019. La hausse des inventaires, qui a été plutôt élevée en fin d'année, devrait être suivie d'un tassement au 1^{er} trimestre 2019 pouvant affecter la production industrielle et l'emploi manufacturier à court terme. Nous estimons que les perspectives de croissance pour le 1^{er} trimestre 2019 restent très nettement positives, même si un affaiblissement temporaire reste probable avant une relance au second trimestre. Le « shutdown » qui s'est installé durant le premier trimestre aura un impact non négligeable, la persistance des tensions entre la Chine et les États-Unis ont encore pesé sur la confiance globale des ménages et des entreprises et un déclin dans le secteur manufacturier sont quelques éléments qui devraient pénaliser la performance de l'économie en début d'année. Le PIB américain devrait cependant croître de +1.5% au 1^{er} trimestre avant de reprendre un rythme plus soutenu de +2.6% ensuite.

La Fed ne touchera plus ses taux en 2019

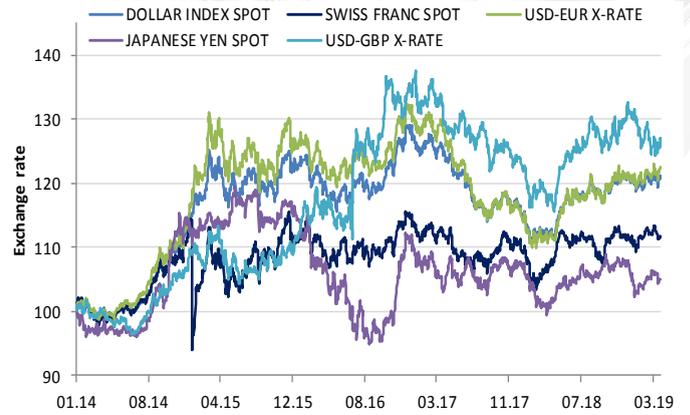
La neuvième hausse des taux de la réserve fédérale américaine en décembre 2018 semble déjà embarrasser la Fed qui devra adopter une politique particulièrement prudente en 2019 afin d'éviter tout risque de dérapage de l'économie. Les membres du FOMC devront sans doute s'armer de patience avant de procéder à une dixième hausse. Le niveau actuel des taux directeur est désormais qualifié de « neutre » il n'y a donc que très peu de risque de voir la Fed toucher ses



Citigroup economic surprise index USA



Dollar trade-weighted index et devises



taux directeurs dans un contexte de probable fléchissement temporaire de l'activité au 1er trimestre. Le président Powell est resté positif sur la situation conjoncturelle américaine lors de la dernière conférence de presse de la Fed, mais il succombe également à la tendance générale d'abaissement des perspectives pour 2019 et recalibre très sensiblement ses projections de politique monétaire en annonçant une hausse de taux directeurs sur un horizon temps de trois ans.

La Fed ramène sa prévision de croissance du PIB de +2.3% à +2.1% et celle de l'inflation de +1.9% à +1.8%. Sa prévision pour le taux de chômage reste inchangée à 3.7%. Ce changement d'attitude reflète à notre avis une inquiétude croissante au sujet des implications potentiellement négatives de la poursuite de la normalisation de sa politique monétaire dans le contexte actuel un peu plus incertain. Cette nouvelle prudence nous semble toutefois cohérente avec notre conviction que la Fed préférera réagir avec retard à une relance future de l'inflation que de mettre en œuvre une politique de normalisation prématurée. La récente baisse des indices de prix depuis les plus hauts niveaux de l'année 2018 confortera la politique attentiste de la Fed. Nous estimons toujours que la Fed fera preuve de la plus grande flexibilité dans le pilotage de sa politique monétaire en 2019 en écartant toutefois pour l'instant la probabilité d'une baisse des taux directeurs comme le suggère pourtant déjà l'évolution récente des « Fed funds » qui donne une probabilité de 50% à la baisse en début 2020.

L'aplatissement de la courbe des taux US suite à la baisse des taux longs, n'annonce pas une récession selon nous dans le contexte actuel comme on l'entend trop souvent, mais cette situation est clairement un facteur tétanisant pour les membres du FOMC, qui ne sont pas prêts à prendre le risque d'agir en l'absence d'une réaccélération de l'économie. Selon la Réserve fédérale, il n'est donc plus nécessaire de resserrer les taux pour prévenir une accélération de l'inflation. Elle a également décidé de freiner son processus de réduc-

tion de la taille de son bilan en limitant de 30 à 15 milliards par mois son action. Elle est également prête à interrompre tout simplement son action si nécessaire dès le mois de septembre. Ce faisant la banque centrale américaine montre clairement sa volonté de stopper son processus de normalisation pour prendre en compte les risques de ralentissement de la croissance mondiale. L'objectif pour les Fed funds reste de 2.25 à 2.50%.

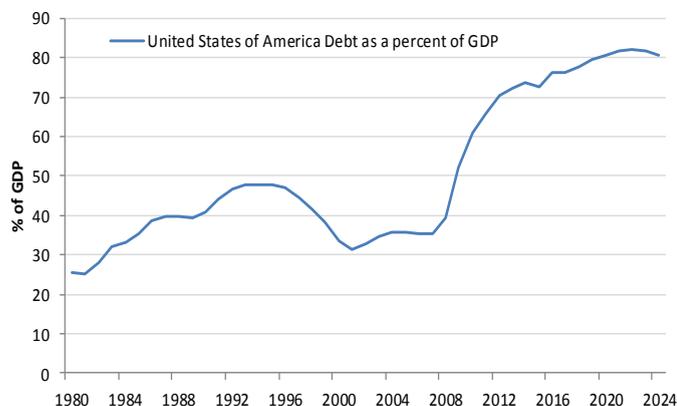
Faiblesse persistante des indicateurs avancés

Depuis le renversement de tendance qui s'est enclenché en novembre, les indicateurs avancés poursuivent encore en cette fin de trimestre le déclin régulier constaté depuis maintenant cinq mois. L'indice PMI manufacturier s'essouffle encore un peu plus en mars (52.5) par rapport au mois précédent (53) et touche son plus bas niveau depuis 21 mois. Le dernier PMI des services glisse aussi de 56 à 54.8 et ne peut donc pas retenir un nouvel affaissement de l'indice composite. Cependant, si la confiance ne semble pas encore revenue sur ces indicateurs, il est intéressant de noter quelques signes d'amélioration comme la publication de l'indice manufacturier de la Fed de Philadelphie qui s'est très nettement redressé en passant de -4.1 à +13.7 en mars.

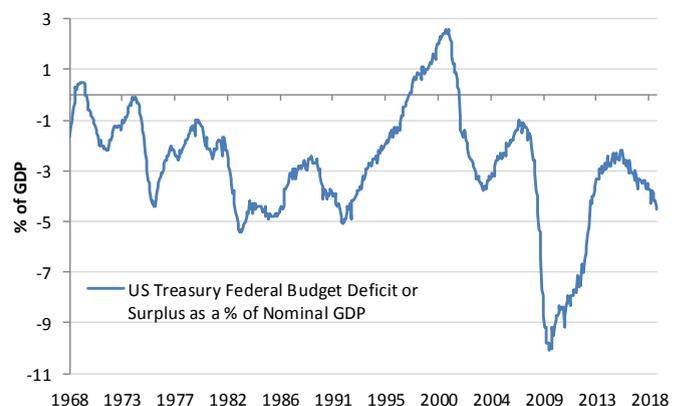
Les chiffres de l'emploi sont au vert

La vigueur du marché du travail s'affirme toujours plus malgré quelques surprises temporaires et devrait clairement être un facteur essentiel, tant pour l'évolution de la dynamique de la consommation et du PIB que pour celle de l'inflation en 2019. La faiblesse des créations d'emplois du mois de février (20'000) après l'extraordinaire progression de 311'000 nouveaux emplois créés en janvier, devrait être temporaire. La volatilité observée dans l'évolution de cette statistique est notamment liée aux effets du « shutdown » gouvernemental et des

Dettes USA

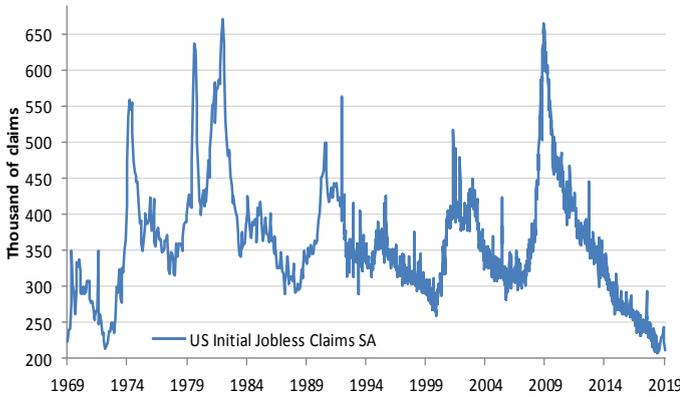


Déficit/Surplus du Trésor US

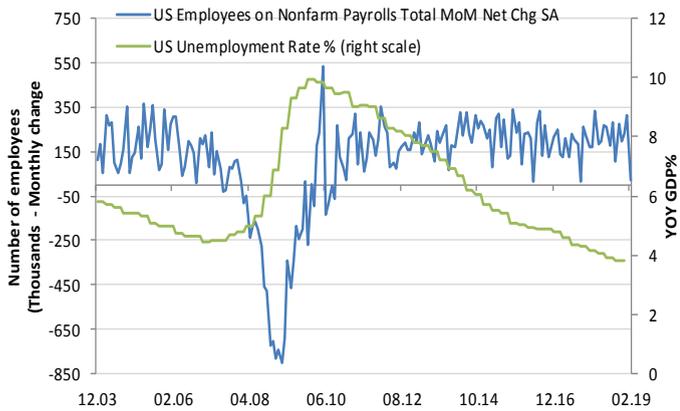


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

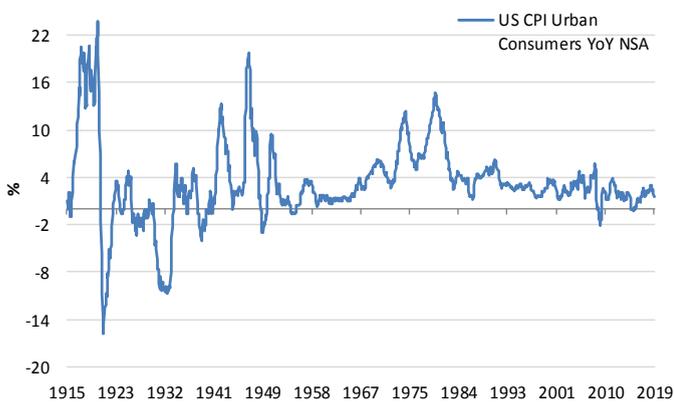
Allocations chômage en milliers de demandes



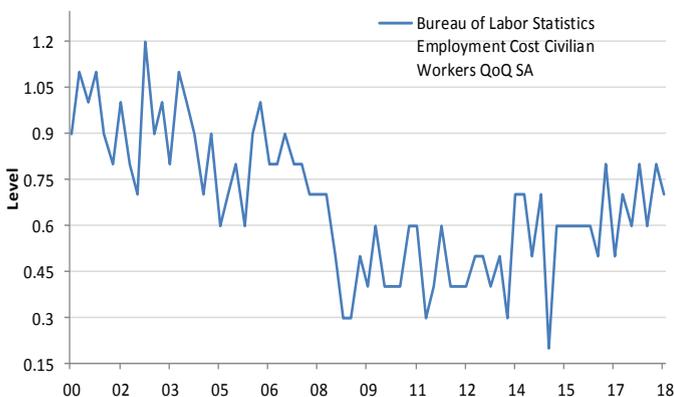
Création d'emplois hors secteur agricole (var. mens. nettes)



Taux annuel d'inflation USA 1914-2018



Coût unitaire du travail (Employment cost index)



conditions climatiques ayant affecté très sensiblement le secteur de la construction (-31'000 emplois). Globalement, le nombre de chômeurs a diminué de 300'000 à 6,2 millions alors que le taux de chômage glissait à nouveau à 3,8%.

Les créations d'emplois pour le mois de mars devraient être solides et s'approcher de 175'000. Les chiffres des demandes d'indemnités de chômage ont chuté à 211'000 indiquant toujours une vigueur persistante du marché de l'emploi. Selon l'indicateur de tension du marché de l'emploi, calculant le nombre de demandeurs d'emploi par job offert, le ratio de 0,86 suggère toujours une offre supérieure à la demande, synonyme d'un marché de l'emploi vigoureux. Il y a désormais 7,581 millions de postes de travail offerts, soit +4,7% de plus que le mois précédent. Le rythme des nouveaux engagements a lui aussi progressé de +3,8% à +3,9% sur un mois.

La hausse des salaires s'accélère

Dans un contexte de marché de l'emploi relativement tendu, la croissance des salaires se poursuit logiquement aux États-Unis et continue de renforcer les perspectives de la consommation privée, qui reste le principal moteur de croissance de l'économie. La croissance du salaire horaire moyen en février a bondi de +3,4% sur un an, ce qui constitue la plus forte progression depuis 2008. Corrigé de l'inflation, le revenu hebdomadaire réel a progressé de +1,6% pour une hausse parallèle de +1,9% du salaire horaire réel, augmentant ainsi très nettement le pouvoir d'achat des ménages américains. Il s'agit de la plus forte croissance du revenu horaire réel depuis novembre 2015 (+2%). La réalité du marché du travail ne semble donc pas être affectée par la montée de l'incertitude souvent évoquée par les médias. Le quasi plein-emploi actuel produira encore des effets en 2019 sur l'évolution des salaires. Les pressions ne nous semblent en effet qu'à leur début, pour autant que les créations d'emplois restent supérieures à l'évolution du marché de l'emploi. La Réserve fédérale sera sans doute très attentive à l'évolution des paramètres de l'emploi malgré sa récente prise de position suggérant un statu quo de politique monétaire pour 2019. Elle reste selon nous convaincue, malgré son récent changement de position, que la vigueur du marché de l'emploi attendue aura deux effets essentiels pour l'évolution de sa politique monétaire. Le premier effet sera de renforcer assez rapidement les perspectives de la consommation et le second aura un impact moins immédiat sur la hausse des indices de prix.

Relance de l'inflation et des taux longs

L'affaiblissement de l'inflation des derniers mois est encore essentiellement lié à la chute des cours de l'énergie et ne sera que temporaire. Nous estimons en début d'année que les perspectives économiques positives devaient rapidement renverser la tendance des cours du pétrole et relever à nouveau les indices de prix globaux.

Depuis le 1er janvier, la hausse des cours du brut a atteint +33% et devrait donc commencer à affecter la mesure de l'inflation. La hausse du revenu des ménages augmente le pouvoir d'achat et la capacité des entreprises à augmenter leurs prix de vente, poussant ainsi à la hausse les pressions inflationnistes. Nous pensons que l'inflation dépassera prochainement à nouveau l'objectif mentionné par la Fed, sans que celle-ci ne réagisse pour autant. L'inflation des salaires est ainsi un facteur clé pour l'évolution des indices de prix en 2019, qui pourrait être plus rapidement visible dans le secteur des services.

Pour l'instant, le scénario économique dominant dans les marchés de taux semble encore être celui du fléchissement de la croissance. Les perspectives pour le 1er trimestre sont certes légèrement en retrait (+1,5%), mais la reprise attendue pour le second trimestre (+2,6%) pourrait être soutenue par l'annonce d'une solution au conflit opposant toujours américains et chinois sur le commerce. La correction des taux longs de 3,2% à 2,6% observée entre novembre et décembre s'est encore amplifiée dans les derniers jours du mois de mars. Cette baisse des taux longs nous semble désormais excessive dans le contexte économique actuel. Nous estimons probable qu'une remontée des taux à dix ans accompagne de meilleures statistiques économiques avant l'été.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

La consommation s'affirme encore comme le principal moteur de la croissance

Les perspectives pour la consommation seront encore liées à l'évolution du revenu disponible des ménages, à l'accès au crédit et à la confiance des consommateurs. La situation du marché de l'emploi contribue à améliorer la confiance des ménages, mais un changement de sentiment concernant la situation économique américaine et notamment les incertitudes qui pèsent toujours sur le commerce international pourraient avoir un impact additionnel très significatif sur la propension à consommer des américains. Les consommateurs américains sont confiants ; la baisse de l'indicateur de sentiment publié en mars ne devrait être que temporaire. La consommation privée devrait très certainement être un facteur essentiel de développement du PIB au 1er semestre 2019.

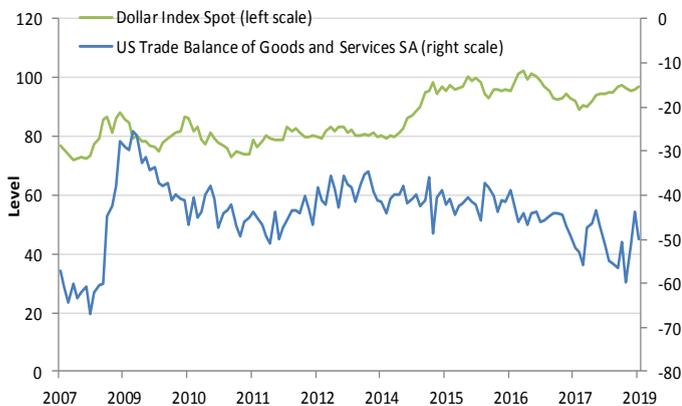
Perspectives légèrement positives pour le dollar

Le dollar profite encore de différentiels de croissance et de taux attractifs, notamment contre le franc suisse et l'euro. Cette situation devrait perdurer et même s'affirmer au cours des prochains mois, à moins d'une surprise majeure. A plus long terme cependant, les écarts de rendements devraient être attaqués par la hausse des taux qui interviendra en zone euro et dans d'autres pays développés et émergents. 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 économique.

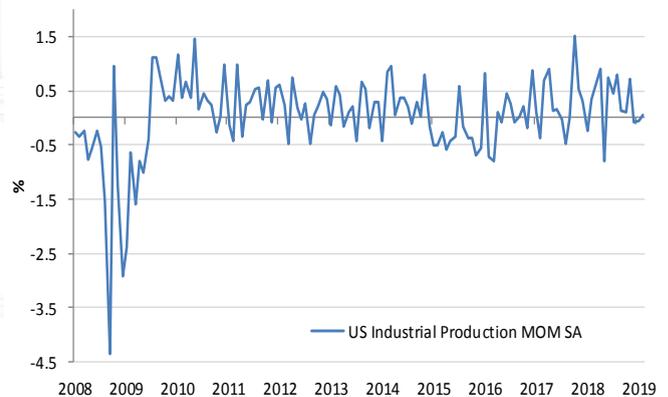
Prise de profits sur les actions

Dans notre note de début d'année, nous évoquions les perspectives positives pour les actions américaines pour 2019 en relevant toutefois qu'un retour vers le niveau de 2'900 points sur le S&P500 provoquerait probablement de nouvelles questions de valorisation. Les actions américaines terminent le trimestre en hausse de près de +14%, ce qui constitue le meilleur résultat obtenu sur un trimestre depuis mars 2013 (+14.14%), mais aussi la cinquième meilleure performance depuis l'an 2000. Le contexte n'est pas négatif pour les actions, mais nous recommandons toutefois de ne pas oublier de prendre quelques profits après une progression aussi importante réalisée en à peine un trimestre.

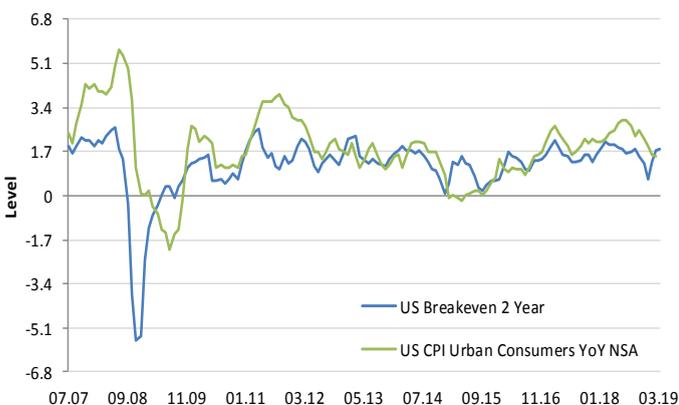
Balance commerciale - Trade-weighted US



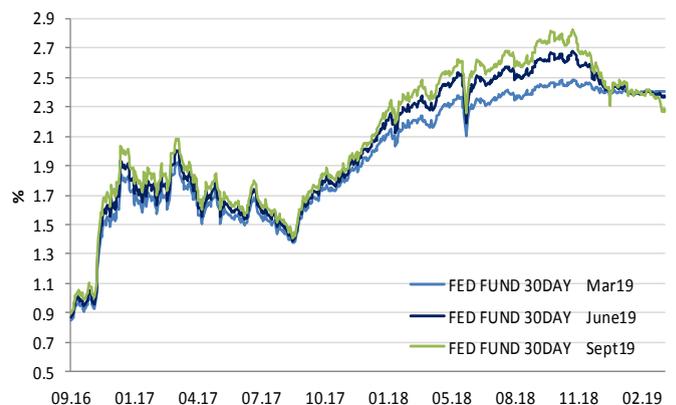
Production industrielle - USA



Inflation attendue et indice CPI - USA

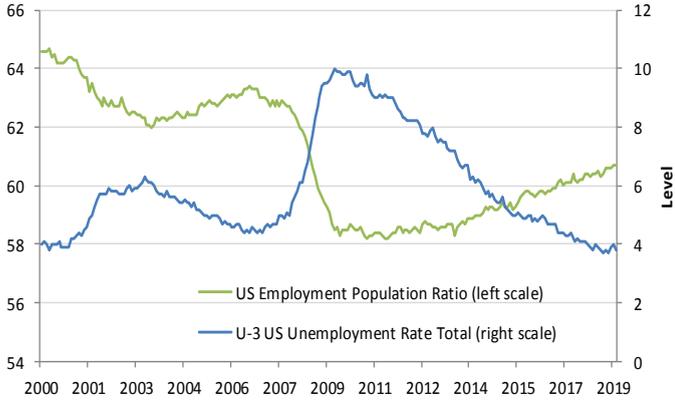


Fed Funds Futures

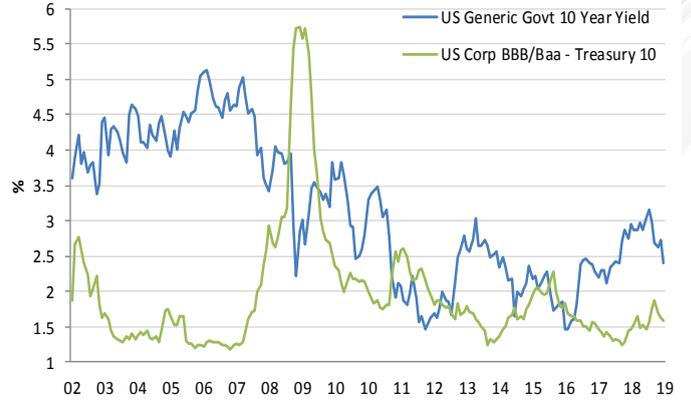


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

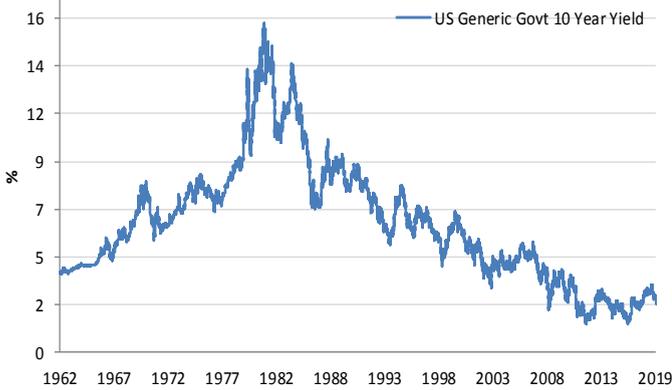
Taux de chômage et taux d'occupation de la population



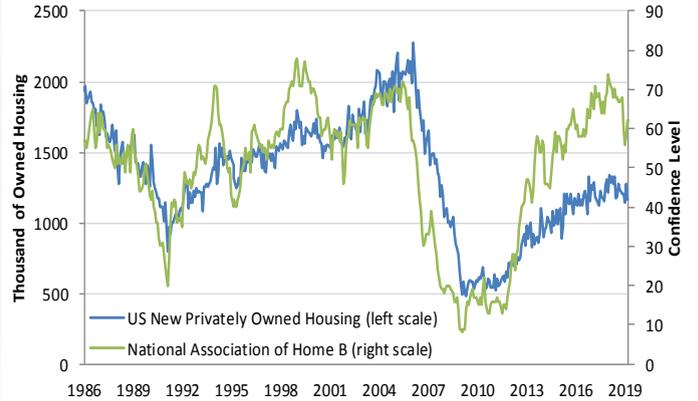
Ecart de rendement Trésor US-BBB 10 ans



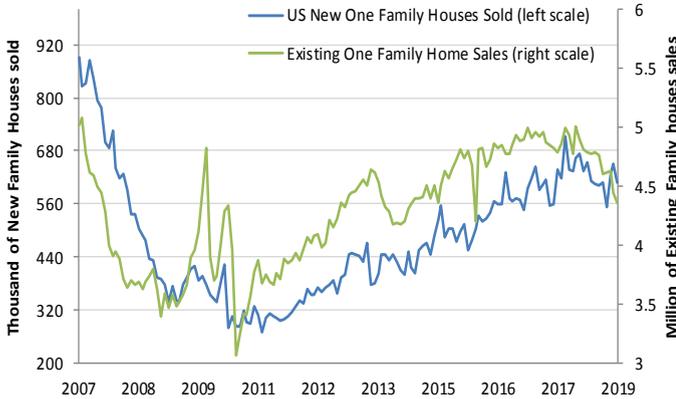
Taux d'intérêt des obligations 10 ans du Trésor US



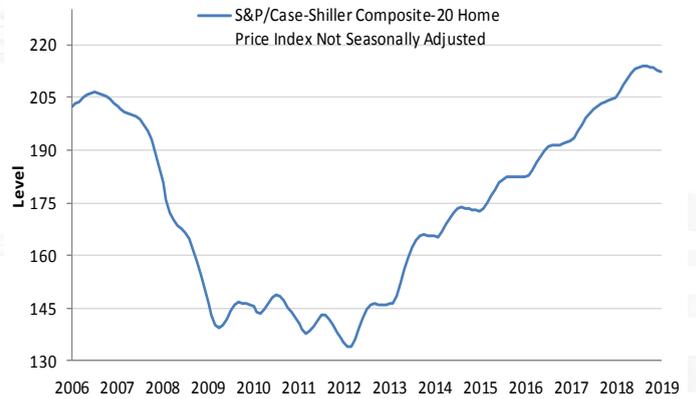
Nouveaux logements et NAHB USA



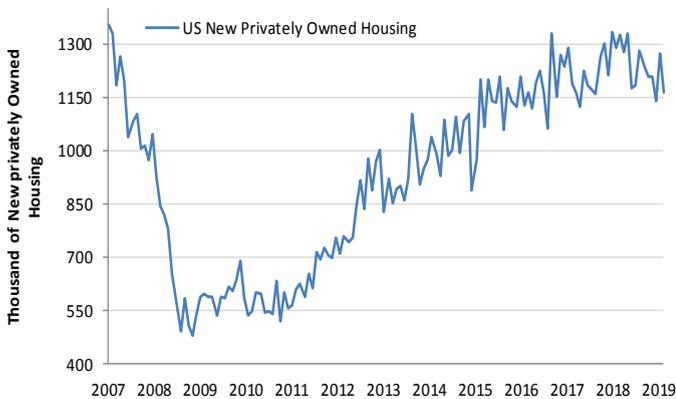
Ventes de nouvelles maisons et existantes



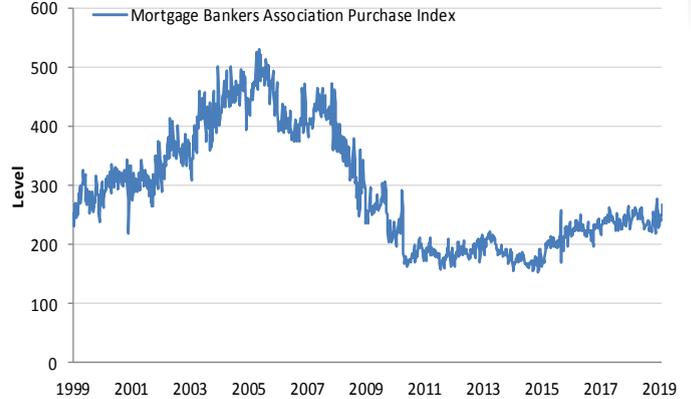
Prix de l'immobilier indice S&P Case-Shiller



Mise en chantier de nouveaux logements



Nouvelles demandes de financement MBA



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Suisse

- Retour de la croissance au 4ème trimestre 2018
- L'industrie manufacturière est le principal moteur de la croissance
- Amélioration des perspectives pour le 2ème trimestre 2019
- Stabilisation du franc suisse favorable au commerce extérieur
- Nouvelle anomalie sur les taux longs



Retour de la croissance au 4ème trimestre 2018

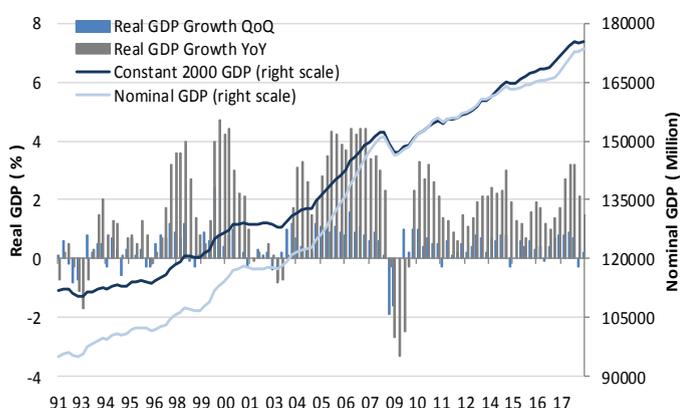
Après la mauvaise surprise du 3ème trimestre, le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié les chiffres de croissance de notre pays qui rassurent les observateurs grâce à un retour de la croissance au 4ème trimestre 2018. En effet, le PIB de l'économie suisse a enregistré une nouvelle progression bienvenue de +0.2% en données réelles, désaisonnalisées et corrigées des effets calendaires. Après la contraction du trimestre précédent de -0.2%, l'économie suisse évite un second trimestre négatif et peut ainsi terminer l'année 2018 sur une croissance du PIB réel estimée par le SECO de +2.5%. On est loin du résultat exceptionnel de juin 2018 (+3.4%) mais il s'agit tout de même d'un résultat satisfaisant dans un contexte marqué par le ralentissement de l'économie européenne, partenaire économique essentiel de la Suisse.

La croissance a été nettement supérieure à la moyenne pendant le premier semestre 2018, tandis que la conjoncture a considérablement ralenti au cours du second semestre. La conjoncture suisse n'a ainsi pas échappé au ralentissement constaté sur le plan international. Le PIB nominal du 4ème trimestre de la Suisse a avancé de 172.7 milliards à 173.3 milliards de CHF. Sur l'ensemble de l'année, le PIB nominal suisse s'est établi à CHF 689.9 milliards par rapport à 668.6 milliards enregistrés en 2017. L'économie suisse a ainsi renoué avec une croissance comparable à celle de 2014. Le chemin de croissance semble modéré, mais dans le contexte économique européen difficile du dernier trimestre, la Suisse montre une résilience réjouissante, alors que l'Allemagne évite tout juste une récession au 4ème trimestre en enregistrant une croissance de 0% bien en dessous de sa moyenne. Les prévisions conjoncturelles du Groupe d'experts de la Confédération ont été revues à la baisse dans le contexte toujours très incertain de ce début d'année 2019. La prévision de +1.5% de croissance du PIB a été réduite à +1.1% en raison du tassement de l'activité économique internationale et des effets attendus sur les exportations suisses.

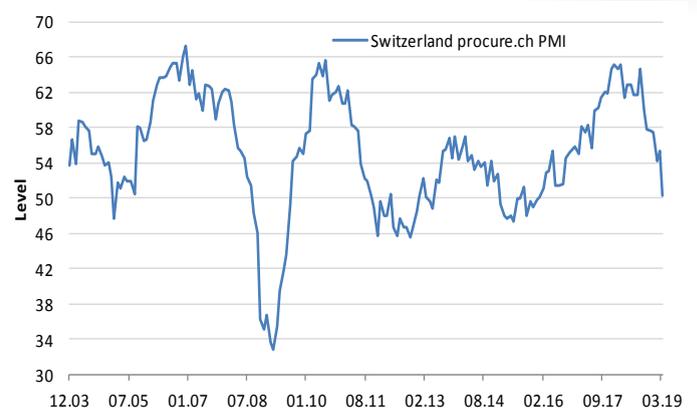
L'industrie manufacturière est le principal moteur de la croissance

Le PIB réel de l'économie suisse a renoué avec la croissance au 4ème trimestre grâce à une reprise modeste de +0.2% du PIB. La demande intérieure est restée relativement stable pendant la période, la hausse du PIB a donc essentiellement été provoquée par une évolution positive des exportations de marchandises et par une contribution favorable de l'industrie manufacturière. L'industrie manufacturière qui avait fléchi de -0.6% au trimestre précédent, s'est nettement reprise au 4ème trimestre en enregistrant un résultat de +1.5%, contribuant ainsi positivement à la croissance du PIB. Les rubriques chimie et pharmacie ont connu des développements particulièrement réjouissants. D'autres secteurs de l'industrie comme ceux de l'horlogerie et des instruments de précision ou de l'alimentation ont enregistré des hausses de chiffres d'affaires. Globalement, l'industrie manufacturière a profité d'une amélioration de la demande internationale pour les produits suisses. Cette tendance est mise en évidence par la forte progression de +5.6% des exportations de marchandises. Le climat de consommation est resté relativement morose et ne montre pas de réelle amélioration de la confiance, mais les ménages privés ont toutefois augmenté de +0.3% leurs dépenses. Un résultat sensiblement meilleur que celui enregistré au 3ème trimestre (+0.1%), mais qui est principalement induit par des dépenses de santé. 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 a tout de même été légèrement inférieure à la moyenne. Les branches des services ont affiché une évolution inégale au 4ème trimestre. Alors que la valeur ajoutée s'est de nouveau accrue dans les secteurs de la santé (+0.9%) et des services proches des entreprises (+0.4%), elle s'est inscrite à la baisse pour le troisième trimestre consécutif dans le commerce (-0.6%) : la légère embellie observée dans le commerce de détail n'a pas pu contrebalancer l'affaiblissement dans le commerce de gros. L'évolution négative s'est également poursuivie dans le secteur financier (-0.8%).

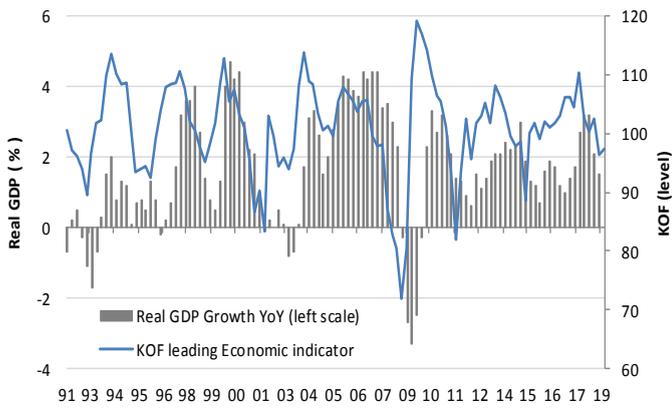
PIB nominal - Taux de croissance Nominal et Réel



Indicateur avancé Swiss PMI (directeurs d'achat)



PIB Réel - Croissance annualisée - Indicateur avancé KOF

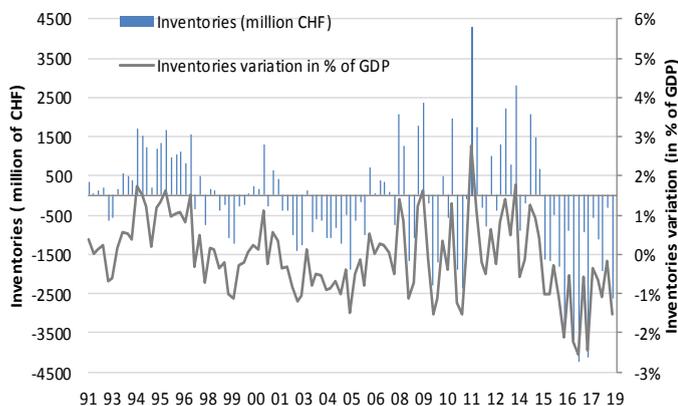


Freinée par les exportations de services en recul (-2.6 %) et une demande intérieure finale toujours atone (0.0 %), l'évolution du secteur des services est, dans l'ensemble, restée en deçà de sa moyenne historique. Les investissements dans la construction ont légèrement diminué (-0.4%), en raison notamment du recul de l'activité dans le bâtiment. La baisse des investissements en biens d'équipement a été nettement plus forte (-1.1%). Celle-ci est en grande partie due à la rubrique volatile de la recherche-développement, mais l'activité d'investissement a également été modeste dans les autres rubriques. La faible demande intérieure s'est traduite par un léger repli des importations de marchandises et de services (-0.5 %). Sur l'ensemble de l'année 2018, l'estimation provisoire de l'évolution du PIB indique une croissance de +2.5 % du PIB réel. L'industrie manufacturière a été le principal moteur de la croissance. Le secteur a pu profiter d'une forte demande internationale de produits industriels suisses. La plupart des autres branches ont elles aussi connu une évolution positive, avec toutefois une exception de taille : pour la première fois depuis 2011, le commerce a enregistré une baisse de la valeur ajoutée. Le commerce extérieur a livré les principales impulsions à la croissance du côté de la demande. À l'inverse, la demande intérieure a connu une évolution moins dynamique. La croissance de la consommation privée, en particulier, est restée inférieure à la moyenne, freinée par l'évolution modeste du pouvoir d'achat réel. De même, les investissements dans la construction et en biens d'équipement ont perdu de leur élan par rapport à 2017.

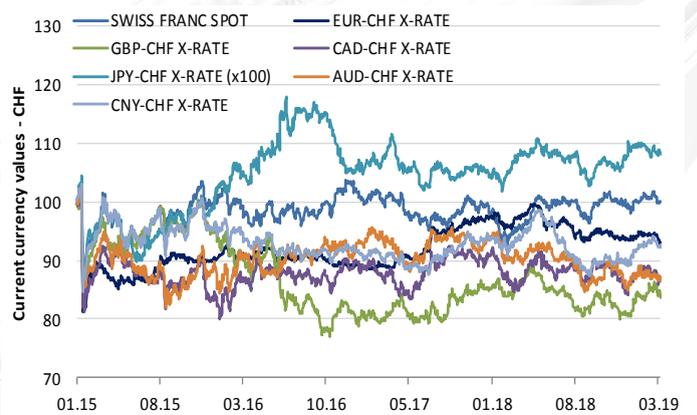
Amélioration des perspectives pour le 2ème trimestre 2019

Notre scénario central pour l'économie suisse reste raisonnablement optimiste suite à la reprise pourtant modeste de la croissance au 4ème trimestre 2018. Les conditions économiques internationales ont clairement été moins favorables ces derniers mois, en particulier dans la zone euro et en Allemagne plus spécifiquement. Notre économie a pu compter sur une demande extérieure plus soutenue d'autres régions économiques et sur une activité domestique résistante. L'affaiblissement conjoncturel en Allemagne reste encore un facteur d'incertitude au 1er trimestre 2019 pouvant affecter négativement le développement de notre commerce extérieur au cours des prochains mois.

Inventaires - Variation des stocks



Taux de change CHF (base 100)



Cependant nous estimons que les perspectives pour le 2ème trimestre 2019 devraient s'améliorer et soutenir la demande de produits et services suisses. L'incertitude reste élevée en l'absence d'un accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis. Nous estimons toutefois que les deux partenaires ont intérêt à trouver un arrangement permettant de lever ces doutes et de relancer la confiance, la consommation et l'investissement. La stabilisation du franc suisse contre le dollar proche de la parité et contre l'euro au-dessus de 1.13 sera aussi un facteur favorisant le commerce extérieur suisse. Au-delà des exportations, la demande intérieure devrait elle aussi rester positivement orientée, la consommation devrait s'affirmer quelque peu en 2019 et montrer une croissance un peu plus dynamique. Dans ce contexte, le PIB suisse devrait croître de +1.5% en 2019.

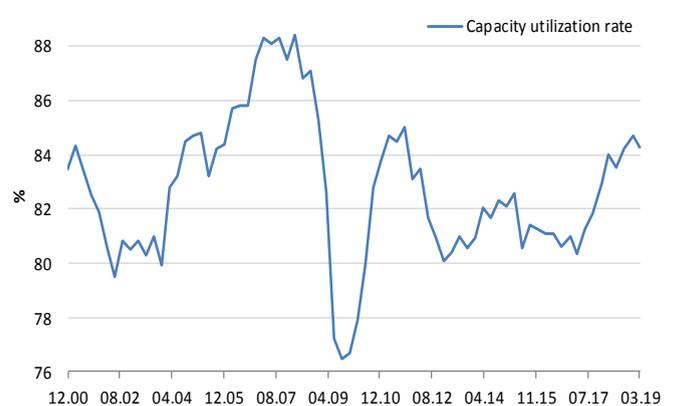
Les indicateurs avancés restent incertains

La chute des indicateurs avancés du KOF se poursuit en début 2019. Le déclin est net puisque on observe désormais une chute de -16% de l'indice entre le sommet atteint en décembre 2017 (110.1), qui marquait le plus haut degré d'optimisme depuis 2010, et la valeur publiée en février 2019 de seulement 92.4. L'indice PMI manufacturier, enregistre un très léger rebond en février (55.4) sur un mois (54.3 en janvier), mais il reste très en retrait de son niveau de 64.6 atteint en août 2018. La croissance de l'industrie suisse devrait rester toutefois robuste, les carnets de commandes semblent bien remplis, laissant présager de bons résultats en matière de production. Malgré ces déclin, les indicateurs restent en zone de croissance et pointent toujours vers un développement du PIB suisse de l'ordre de +1.5%. Le tassement probable de l'activité et des résultats économiques, annoncé par l'affaiblissement des indicateurs avancés, suggère des résultats économiques inférieurs à ceux escomptés il y a quelques mois.

La consommation devrait aussi soutenir le PIB

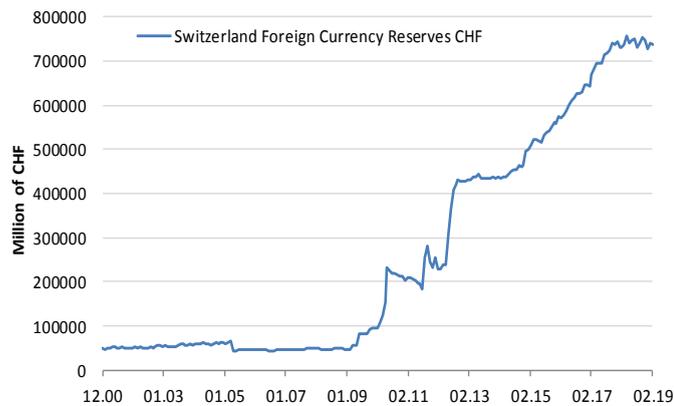
La consommation s'est légèrement affirmée au 4ème trimestre mais elle ne profite pas encore du taux de chômage historiquement bas (2.4%) depuis plusieurs mois, en raison certainement de la faible hausse des salaires nominaux.

Taux d'utilisation des capacités

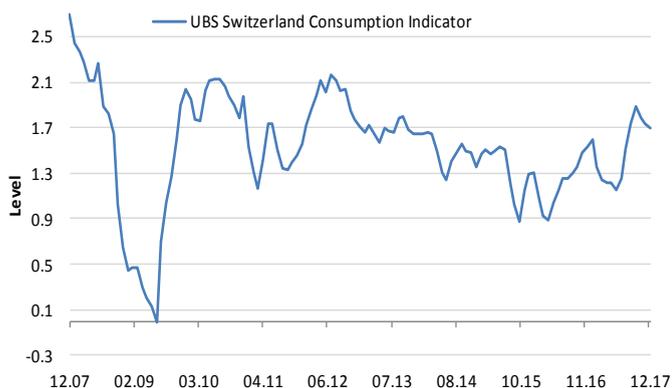


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

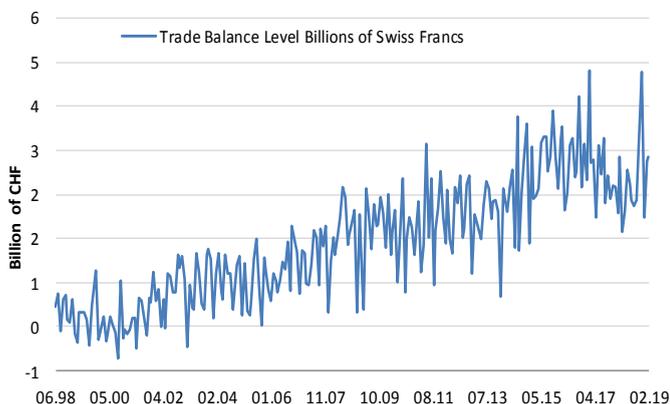
Réerves de change de la BNS



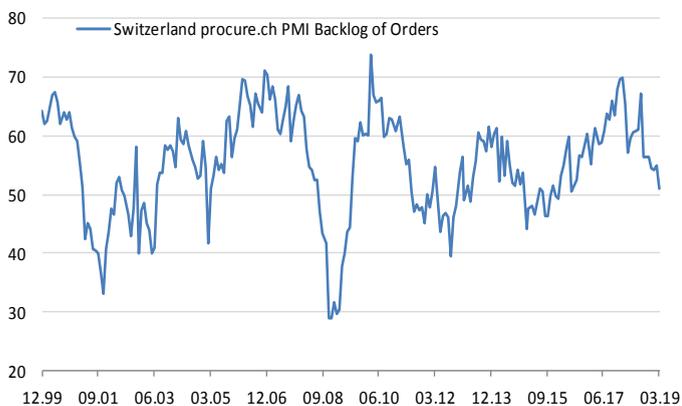
Indicateur UBS de la consommation en Suisse



Solde de la balance commerciale



Carnet de commandes



Le revenu disponible progresse toutefois, comme le crédit octroyé aux ménages qui a augmenté de +1.63% en 2018. La confiance des ménages n'évolue que peu mais nous estimons que la consommation privée devrait rester sur une tendance favorable soutenant le PIB.

Stabilisation du franc suisse favorable au commerce extérieur

La croissance de l'économie suisse s'est avérée similaire à celle de la zone euro au 4^{ème} trimestre, mais elle conserve une avance notable sur l'ensemble de l'année. Le différentiel de croissance économique n'a donc pas été un facteur d'ajustement pour le taux de change et en l'absence de tendance marquée sur le front des taux d'intérêt, la stabilisation s'est poursuivie. Nous restons d'avis qu'une nouvelle phase de faiblesse future du franc dépendra encore de la performance économique relative et du différentiel de taux d'intérêt entre le franc et l'euro. Nous estimons toujours que la BNS ne remontera pas aussi rapidement ses taux directeurs que ne le fera la BCE, ce qui semble aujourd'hui peu probable en 2019. Entre temps, le taux de change devrait se stabiliser entre 1.12 et 1.17 contre euro. En ce qui concerne le dollar US, le différentiel de taux et de croissance est toujours un facteur positif pour le dollar. Si cette situation n'est pas nouvelle elle pourrait toutefois être suffisante pour soutenir une nouvelle tendance favorable au dollar.

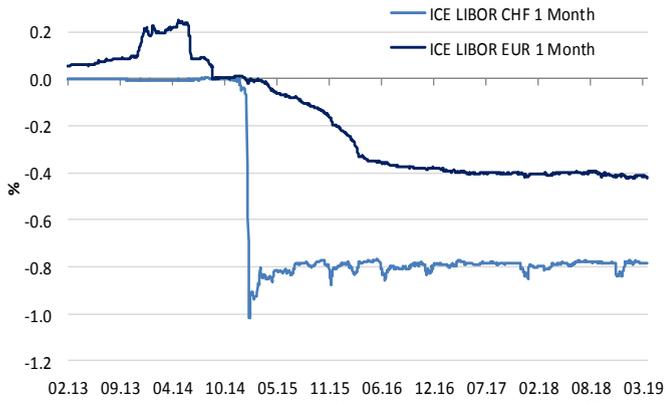
Nouvelle anomalie sur les taux longs

La normalisation des taux longs en Suisse avait 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 avant de subir un nouvel ajustement important au cours des cinq derniers mois. L'affaiblissement surprise de la croissance en zone euro et en Suisse, ainsi que le déclin de l'inflation également observé dans notre pays de +1.2% en août à seulement +0.6% en février 2019 ont poussé les rendements à long terme une nouvelle fois en territoire négatif pour les obligations de la Confédération à dix ans. La chute des marchés financiers a évidemment profité aux placements à revenus fixes en période de hausse de la volatilité. Ce qui est plus étonnant en ce début d'année, c'est le fait que les marchés de taux ne réagissent pas pour l'instant à l'amélioration du climat boursier et du retour des investisseurs sur les actifs risqués. Les taux longs sont en effet encore un peu plus bas en février qu'ils ne l'étaient à la fin décembre, une situation qui nous semble tout à fait anormale dans le contexte actuel. L'accélération du processus de normalisation devra donc certainement attendre une amélioration des statistiques conjoncturelles en Suisse mais également en zone euro. Dans cette perspective, nous estimons que les taux longs suisses devraient remonter au cours des prochains mois et retrouver les niveaux du début d'année 2018. La performance des marchés obligataires en francs suisses devrait ainsi être négative au cours des prochains mois.

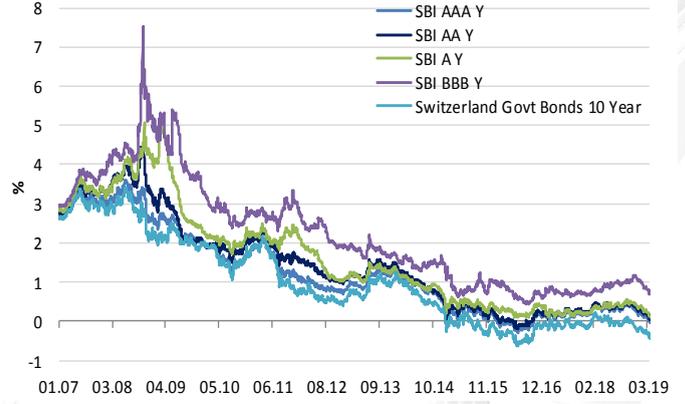
Nouveau record pour les actions suisses

En fin d'année, après la correction marquée des valeurs suisses, nous relevons que sans un ralentissement marqué de la croissance mondiale en 2019, nous estimons que les perspectives pour les actions suisses étaient favorables, en particulier pour les titres du SPI et les petites & moyennes capitalisations particulièrement touchées par le regain de volatilité récent. Le début d'année 2019 aura été aussi extraordinaire que la fin de l'année 2018 pour l'ensemble des marchés actions et en particulier pour le marché suisse. La correction de près de -10% du SPI, réduite à -6.7% au 31 décembre, a rapidement fait place à une reprise fulgurante de +6.9% en janvier, suivie d'un mois de février en hausse de +4.28% et un début de mois de mars toujours placé sous le signe de la confiance et en hausse de +2.36% à ce jour. La panique a étonnement vite fait place à une certaine euphorie qui n'a pourtant pas de fondements si solides sur le plan conjoncturel. L'indice SPI a ainsi dépassé son niveau précédent la correction brutale de décembre, mais il réalise en mars de nouveaux records en dépassant également les sommets atteints en janvier 2018. La progression des cours est désormais de +17% depuis le point bas atteint le 27 décembre 2018. Nous recommandons aujourd'hui d'adopter une stratégie moins exposée et un peu plus défensive après la progression ininterrompue des cours depuis dix semaines.

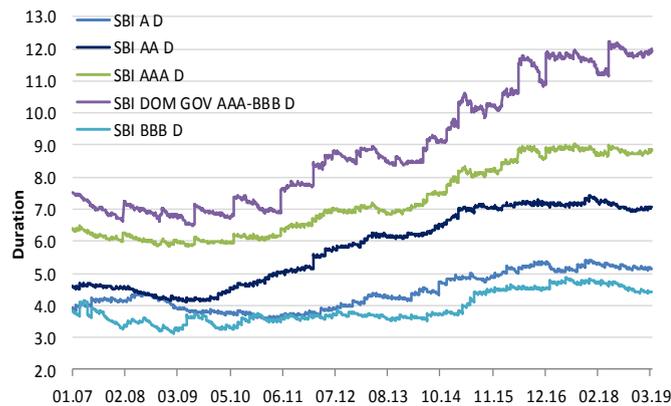
Différentiel de taux Libor 1 mois



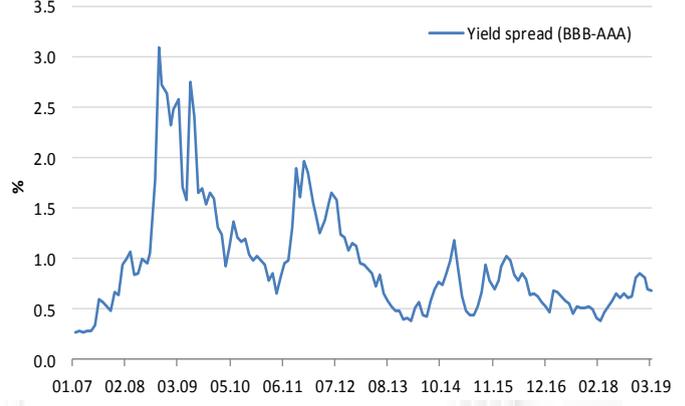
Taux d'intérêt (Confédération, AAA, AA, A, BBB)



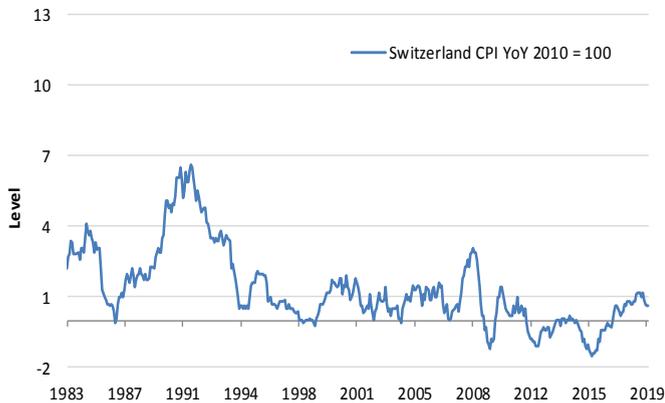
Duration des obligations suisses



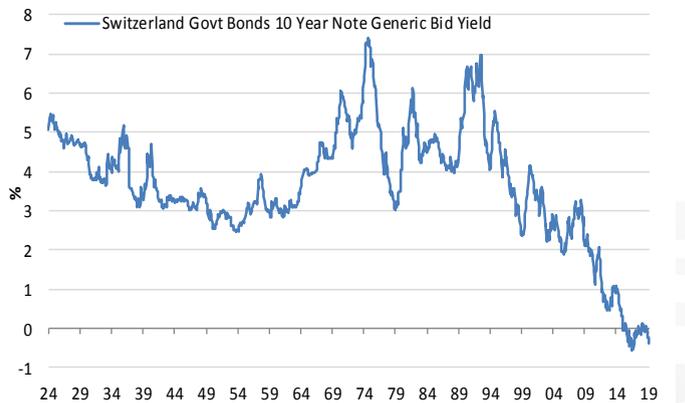
Ecart de rendement



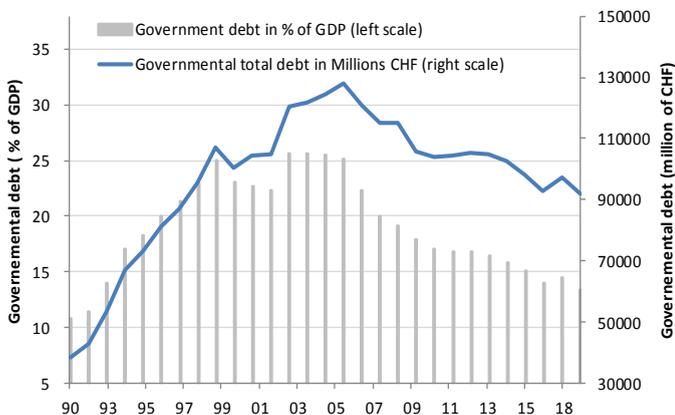
Inflation CPI



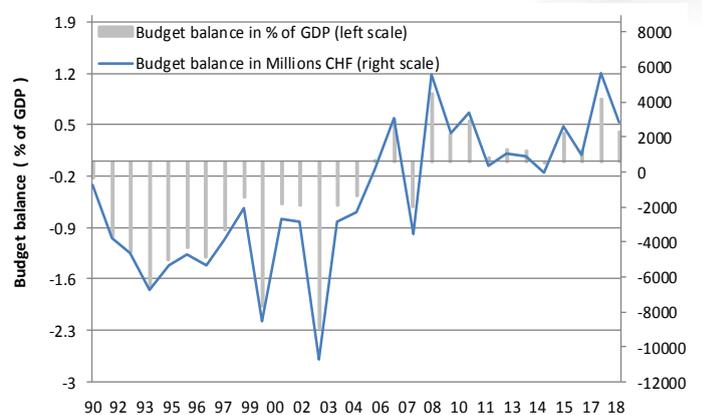
Taux longs de la Confédération depuis 1924



Dette totale de la Confédération



Solde budgétaire de la Confédération



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Zone Euro

- La croissance européenne reste très faible au 4ème trimestre 2018
- La situation en Allemagne pèse sur la confiance
- L'euro fait de la résistance
- La BCE annonce un nouveau TLTRO
- Disparition temporaire des rendements sur les marchés obligataires



La croissance européenne reste très faible au 4ème trimestre 2018

Les signaux de ralentissement économique en zone euro se sont multipliés au 4ème trimestre 2018 avec notamment un affaiblissement très net de la conjoncture en Allemagne. Les perspectives économiques de l'ensemble de la zone euro étaient alors assombries par les inquiétudes légitimes qui pesaient sur l'évolution de l'activité économique en Allemagne et son influence sur la croissance globale de la zone euro. Le PIB de la zone euro et de l'Union européenne a finalement très légèrement progressé (+0.2%) après un résultat révisé à seulement +0.1% pour le troisième trimestre 2018. L'économie allemande évite de justesse d'entrer en récession technique grâce à une stagnation (+0.0%) de l'économie au T4, tandis que l'Italie ne pouvait y échapper suite à un second trimestre (-0.2%) consécutif de décroissance. Sur un an, la croissance de la zone euro était de +1.2%, légèrement en-dessous de la performance du PIB de l'UE (28) (+1.4%).

Le rythme de croissance s'est donc considérablement affaibli au second semestre principalement en raison de la faiblesse de l'économie allemande. En effet, les autres pays européens ont mieux résisté mais ils n'ont pas été en mesure de soutenir plus nettement la croissance, malgré une progression de +0.7% en Espagne, de +0.5% en Hollande, +0.4% au Portugal et de +0.3% en France. L'économie allemande, qui a été pendant longtemps le moteur de la reprise économique européenne, est aujourd'hui très nettement impactée par la diminution de la demande industrielle internationale.

La première puissance économique européenne est à l'arrêt et menace également la croissance d'autres pays et régions d'Europe centrale et de l'est dépendantes de l'industrie allemande. Les nouvelles normes européennes auxquelles doit se conformer l'industrie automobile allemande sont souvent évoquées comme des facteurs affectant le secteur manufacturier conjointement aux pressions exercées par Donald Trump sur le secteur. Plus globalement, c'est l'affaiblissement

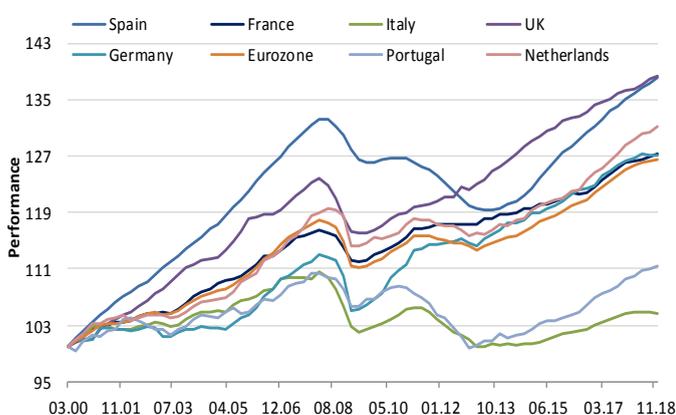
de la demande mondiale pour les produits industriels de tous types (biens d'équipements, machines, outils, véhicules, etc...) qui touche plus fortement l'Allemagne que ses partenaires européens. La production industrielle mondiale a en effet reculé au cours des derniers trimestres, mais cette tendance touche également les biens intermédiaires et les biens de consommation. Le poids du secteur industriel en Allemagne est important et explique la contreperformance du pays au sein des membres de l'UE.

Il est cependant encore un peu prématuré selon nous d'évoquer un changement de leadership de la croissance européenne. Nous estimons que la contraction de l'activité industrielle internationale est pour l'instant plus cyclique que structurelle et en grande partie liée aux incertitudes posées par l'attitude du président américain à l'égard des ses partenaires commerciaux. Un accord est toujours attendu entre la Chine et les Etats-Unis. Ce dernier devrait changer sensiblement la confiance des agents économique et affecter positivement la dynamique économique internationale pour 2019.

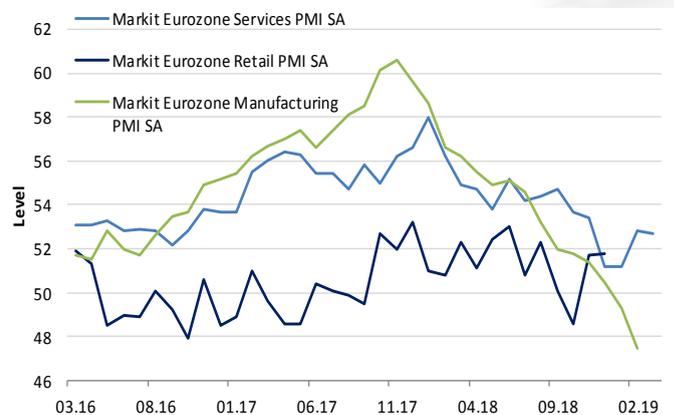
Les indicateurs avancés ont peut-être déjà vu le pire mais ne se redressent pas

Ça ne va toujours pas mieux pour les indicateurs manufacturiers de la zone euro qui enregistrent de nouvelles baisses en mars 2019. L'inquiétude était déjà palpable lorsque l'indice Markit PMI manufacturier avait glissé en dessous de 50 en février (49.3), mais la chute de mars à 47.6 risque bien de relancer les inquiétudes des investisseurs sur la croissance en Europe pour le second trimestre. En effet, le niveau actuel est désormais le plus bas enregistré depuis avril 2013. L'indice composite a également accusé le choc en glissant de 51.9 à 51.3 mais reste globalement en zone de croissance grâce à la bonne tenue du segment des services.

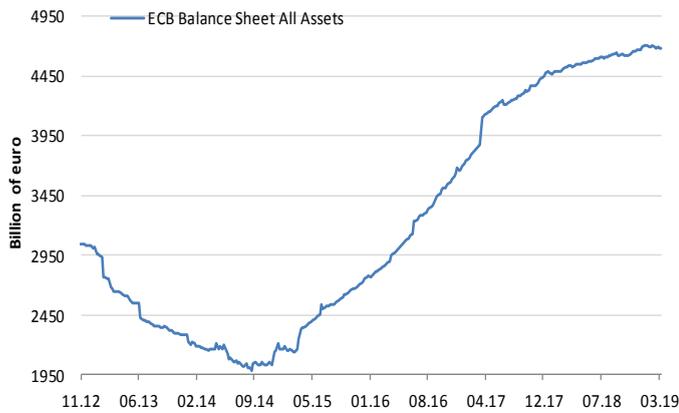
Croissance du PIB - Eurozone



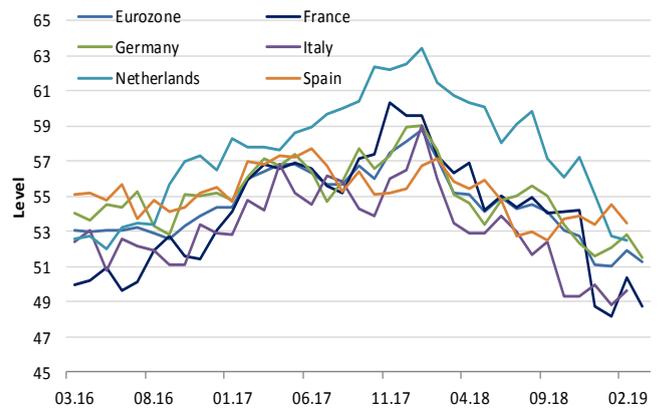
PMI manufacturier, service et détail - Eurozone



Bilan de la BCE



PMI Composite - Pays



La performance de l'économie de la zone euro souffre évidemment de sa dépendance à l'Allemagne, dont l'indice PMI manufacturier chute plus nettement en février pour atteindre 44.7 soit la valeur la plus faible depuis juillet 2012. La situation conjoncturelle dans le secteur industriel allemand semble ne pas être au bout de ses difficultés. La production industrielle enregistrait une contraction de -0.8% en février et une chute des commandes de -2.6% qui ne laissent pas entrevoir de changement de tendance. C'est la troisième contraction mensuelle de la production industrielle enregistrée.

L'inquiétude persiste et progresse même substantiellement dans ce contexte de performance macro-économique médiocre de début d'année. Le secteur manufacturier est à la peine et les indicateurs avancés suggèrent même une intensification de la contribution négative de ce segment à la croissance du PIB pour les trois premiers mois de l'année et pour le deuxième trimestre.

La situation en Allemagne pèse sur la confiance

Le marché de l'emploi renforce régulièrement sa dynamique positive. Le taux de chômage pour les pays de la zone euro (7.8%) poursuit sa baisse et revient ainsi au niveau qui prévalait en fin d'année 2008, ce qui correspond à une baisse du chômage de 35% par rapport au sommet de 12% atteint en 2013. Mais cela ne suffit pas à améliorer la confiance des ménages à juste titre plus inquiets du retournement de tendance négatif opéré au second semestre 2018 et qui semble se poursuivre en 2019.

Dans le sillage des indices PMI, les diverses mesures du niveau de confiance des ménages et des entreprises restent négatives. L'indicateur de la Commission européenne, mesurant le degré de confiance économique, est à peine moins négatif (-7.2) en mars qu'il ne l'était en février (-7.4). Les ménages, comme les industriels, semblent de plus en plus concernés par l'évolution du contentieux commercial entre les grandes puissances économiques. A quelques jours du Brexit, l'absence de solution négociée n'aide pas à envisager sereinement une sortie du Royaume-Uni sans impact sur l'économie du continent. L'indi-

cateur ZEW Euro, mesurant les perspectives économiques pour les six prochains, s'est pourtant amélioré pour le 5ème mois consécutif en Allemagne tout en restant en zone négative, suggérant que le pessimisme est sans doute en recul.

L'euro fait de la résistance

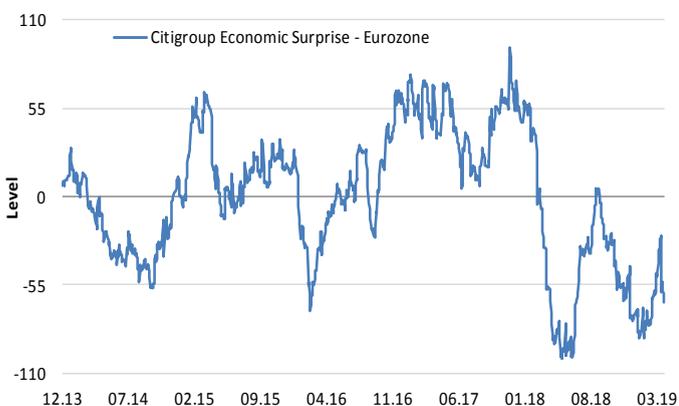
L'environnement économique ne s'est pas amélioré dans la zone euro ces derniers mois, mais la monnaie unique reste pourtant relativement stable dans ce contexte toujours plus incertain. La baisse des rendements en euro n'a pas réellement affecté la devise qui s'est stabilisée contre le dollar US entre 1.12 et 1.15. Le différentiel de taux d'intérêt avec le dollar US et les divergences de performances économiques n'ont en effet pas provoqué de mouvements significatifs. Le taux de change actuel de 1.13 USD pour 1 euro intègre probablement déjà les risques de ralentissement connus de la zone euro.

La stabilisation actuelle pourrait alors faire place à une appréciation de l'euro en 2019, en cas de normalisation des perspectives de croissance, ce qui semble difficile à prévoir aujourd'hui. Mais dans le cas contraire, une chute de l'euro/dollar apparaît probable dans un environnement caractérisé par une plus forte pression baissière sur les taux longs en euro et une stabilisation probable des taux longs en dollars US.

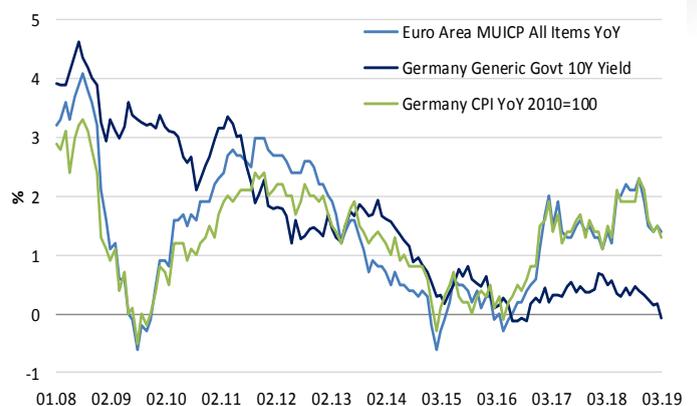
La BCE annonce un nouveau TLTRO

Ce n'est évidemment pas une grande surprise que de constater que la BCE a quelque peu modifié sa perception de la situation conjoncturelle en Europe à la lumière du ralentissement du secteur manufacturier et de la faiblesse de la conjoncture allemande. Les prévisions de croissance annoncées lors de la dernière conférence de presse de la BCE pour l'économie européenne ont été abaissées de +1.7% (prévision de décembre) à seulement +1.1%. Face au risque de ralentissement de l'économie de la zone euro, la BCE a annoncé sa décision de repousser une première hausse des taux d'intérêt directeur à 2020 et de relancer une politique de prêts au secteur bancaire.

Citigroup Indicateur de surprise économique - Eurozone

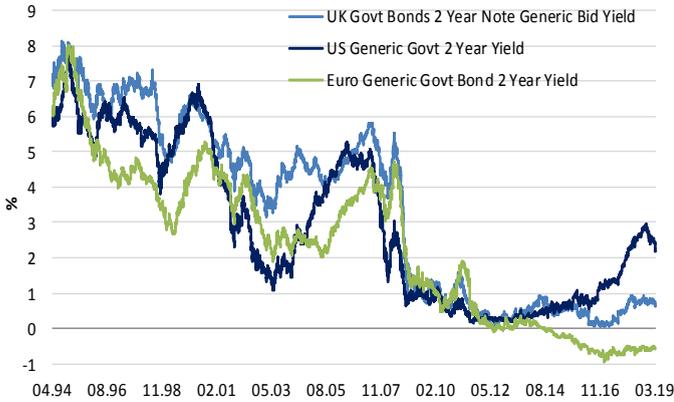


Taux d'intérêt à 10 ans - CPI

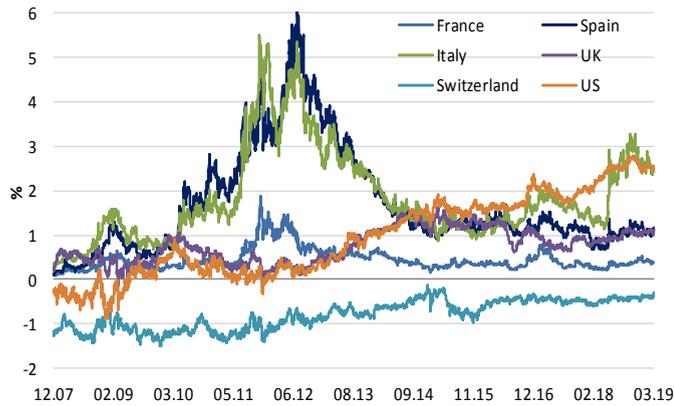


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

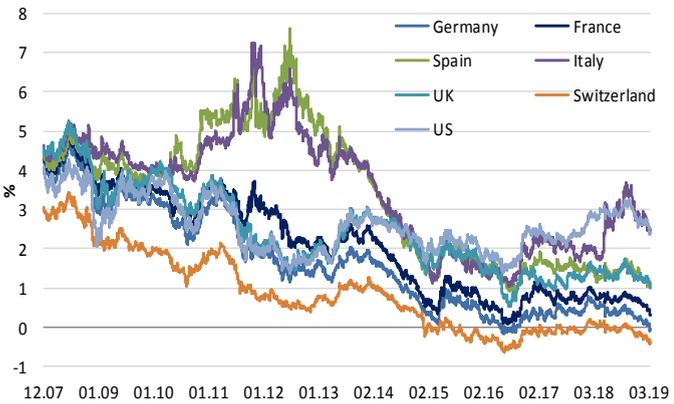
Taux gouvernementaux à 2 ans (US, Euro, UK)



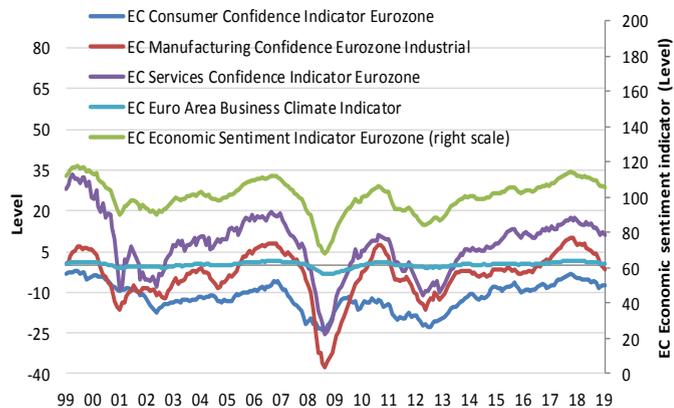
Prime de risque gouvernement vs Bund



Taux à 10 ans des obligations gouvernementales



Confiance en Europe (Economic Confidence Index)



Cette première annonce n'est pas une surprise, nous estimions déjà que le tassement conjoncturel de la fin d'année 2018 serait de nature à repousser au mieux une hausse de taux au dernier trimestre 2019.

En ce qui concerne la seconde annonce, la BCE modifie assez radicalement sa position et annonce une relance des injections de liquidités dès le mois de septembre après avoir mis fin à son programme d'achat de titres, qui avait pris effet en janvier 2019. Ces injections de liquidités prendront une autre forme, elles seront ciblées sur le secteur bancaire et devront permettre de stimuler l'activité économique par une augmentation des prêts aux entreprises et aux ménages. Ces nouvelles opérations (TLTRO) de refinancement des banques pourraient porter sur plus de 700 milliards d'euros et visent notamment à éviter une contraction du crédit.

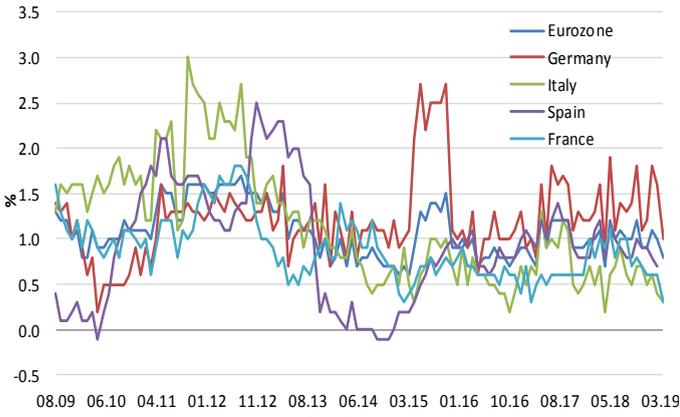
Disparition temporaire des rendements sur les marchés obligataires

L'affaissement de la conjoncture dans l'Union européenne a eu un impact majeur sur l'évolution des marchés de taux en euro au cours des six derniers mois. Alors que les perspectives de croissance s'amenuisaient régulièrement au rythme de la chute des indicateurs avancés du secteur manufacturier, les taux longs en euro changeaient brutalement de cap et reprenaient une tendance baissière soutenue par une correction concomitante des indices de prix. L'inflation est en effet assez nettement en baisse depuis plusieurs mois dans la zone euro, en raison essentiellement toutefois de la chute des prix de l'énergie. L'indice CPI s'est en effet contracté de son niveau maximum atteint en octobre 2018 de +2.3% à seulement +1.5% en février de cette année. En excluant les composants alimentations et énergie, l'ajustement de l'indice CPI core de +1.2% à +1% est en effet moins perceptible.

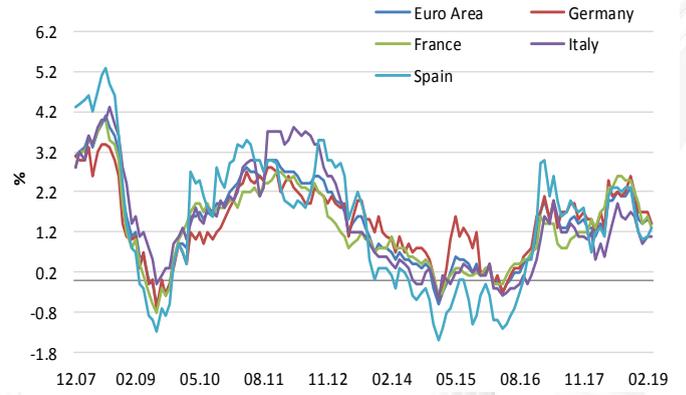
Ces développements n'ont pas manqué de modifier très sensiblement la perception des investisseurs du niveau adéquat des taux longs en début 2019. Les taux longs en euro ont donc suivi les indices PMI manufacturiers européens pour retrouver les niveaux historiques de l'année 2016. Le rendement du Bund à dix ans est à nouveau proche de zéro, traduisant ainsi un degré de pessimisme assez extrême des investisseurs. Le président Draghi a finalement dû aussi réviser ses attentes en matière d'inflation malgré sa conviction que le dynamisme du marché de l'emploi montrera toujours plus de signes de pressions à la hausse sur les salaires, ce qui conduira finalement à une progression de l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois. Les prévisions de la BCE ont ainsi été réduites à +1.2% pour 2019. La tendance actuelle est orientée à la baisse et le risque de hausse des taux longs est, pour l'instant, clairement repoussé par la faiblesse conjoncturelle de la zone euro. Le pessimisme est pourtant peut-être déjà extrême et particulièrement motivé par le comportement négatif du secteur manufacturier. Une stabilisation puis un retournement des indicateurs avancés dans l'industrie semble indispensable à un réajustement des anticipations sur les taux longs. Nous recommandons plus que jamais d'éviter les placements obligataires en euro dont les perspectives à moyen terme n'offrent pas d'intérêt.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

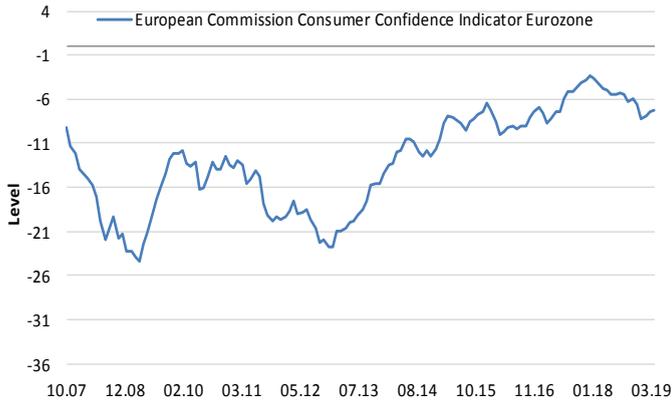
Eurostat CPI - inflation sous-jacente (Eurozone, YoY)



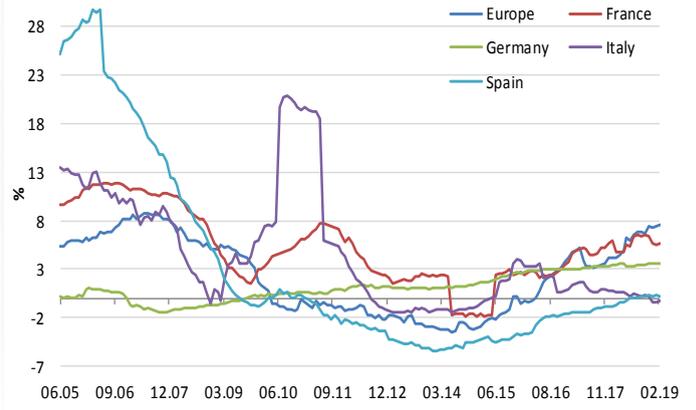
Eurostat CPI - all items (Eurozone, YoY)



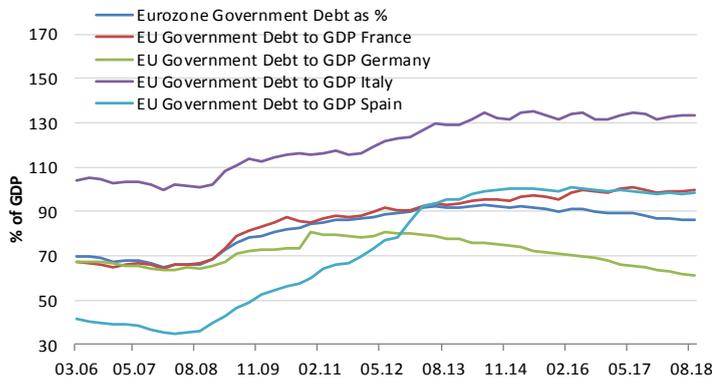
Confiance des consommateurs - Eurozone



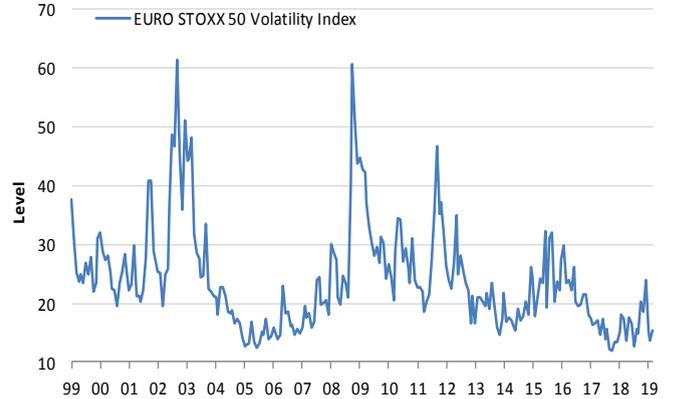
Prêts et crédits aux ménages (Eurozone - YoY)



Endettement des gouvernements



Indicateur de volatilité - Eurozone



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Royaume-Uni

- La date fatidique est passée et alors ?
- Du temps pour éviter un « no deal »
- Les taux d'intérêt n'intègrent pas les risques d'un « no deal »
- L'incertitude du Brexit menace un peu plus la croissance
- La BoE est prête à monter les taux directeurs ?



La date fatidique est passée et alors ?

Depuis 2016, la date du 29 mars a largement été évoquée comme celle de la dernière limite pour trouver un arrangement avec l'Union européenne, sans quoi un « no deal » serait la solution par défaut. Près de trois années de négociations difficiles n'ont pourtant pas encore permis de solutionner, même à minima, un imbroglio juridique et politique tout à fait prévisible dès le lendemain du vote. En ce début avril, un « deal » rapide semble improbable alors qu'un « no deal » n'est souhaité par presque personne, il ne reste donc que deux voies à explorer, celle d'un report temporaire et celle d'un nouveau vote.

Après avoir tenté d'obtenir, à plusieurs reprises et sans succès, un vote du parlement sur l'accord qu'elle avait obtenu de l'Union européenne, Theresa May tente une nouvelle approche en s'adressant à l'opposition travailliste dans une nouvelle tentative de trouver une solution négociée politiquement plus large. Cette ouverture de dernière minute intervient peut-être trop tardivement pour permettre de trouver un compromis acceptable par le parlement.

La première ministre britannique tente donc de réaliser l'improbable en essayant de rapprocher les positions des conservateurs et des travaillistes pour obtenir un compromis sur le Brexit. A l'heure où nous écrivons ces lignes, les discussions avec le leader de l'opposition sont entamées mais n'ont débouché sur aucun résultat tangible. Il sera sans doute difficile de concilier des positions qui semblent opposées, comme la volonté des travaillistes de maintenir le Royaume-Uni dans l'union douanière avec l'Union européenne, ce qui est clairement inacceptable pour les eurosceptiques du Parti conservateur qui veulent pouvoir disposer d'une marge de manœuvre totale pour mener leur politique commerciale à leur guise vis-à-vis des pays tiers.

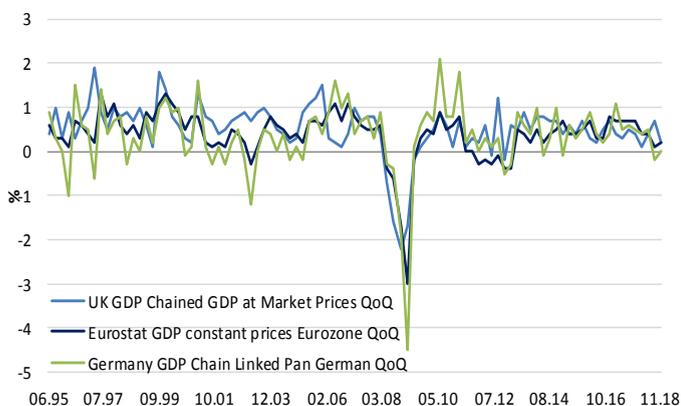
Theresa May proposera prochainement à l'Union européenne un report de la date du Brexit fixée au 29 mars pour donner suffisamment de

temps à ces négociations pour aboutir. Elle proposera certainement une extension du délai déjà accordé jusqu'au 12 avril à la fin juin. Il n'est pas exclu que les 27 accèdent à cette demande en proposant une date bien plus éloignée qui éviterait de remettre trop rapidement au premier plan la question du Brexit.

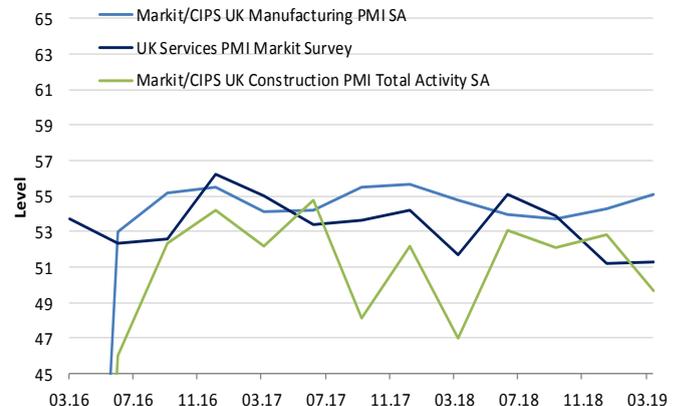
Du temps pour éviter un « no deal »

Ce qui semble clair à ce stade, c'est la volonté commune affichée d'éviter un « no deal ». Pour cela l'Union européenne sera sans doute prête à des concessions mineures comme le report de la date du Brexit. Rappelons à ce propos que lors du vote de juin 2016, nous relevions déjà que le Brexit prendrait du temps et qu'il faudrait sans doute allonger le délai de deux ans prévu par le traité de l'Union européenne pour y parvenir. Nous voilà désormais confronté à cette éventualité qui s'impose maintenant comme une absolue nécessité. La question d'un possible report n'en est donc pas vraiment une, ce qui devra être décidé tient en fait à sa durée et aux conditions et garanties que fixeront les 27 pour accorder du temps au Royaume-Uni d'adopter une politique claire et acceptable. Les institutions européennes doivent pouvoir sortir renforcées de ce processus, par conséquent les contraintes qui seront posées au Royaume-Uni pour autoriser un report devraient être relativement strictes. Si du côté de la première ministre Theresa May on privilégie sans doute une solution courte, soit avant le 23 mai, les 27 pourraient au contraire lui rappeler la difficulté de l'entreprise et lui proposer un délai plus long. Si on évoque parfois une durée d'un an, il nous semble plutôt que le processus qui pourrait être proposé à Theresa May à l'issue du sommet européen du 10 avril sera certainement fondé sur une période intermédiaire de six mois. La question des élections européennes qui faisait débat est désormais tranchée, le gouvernement britannique organisera la tenue des élections européennes du 23 au 26 mai, même si l'objectif annoncé est toujours de sortir de l'Union européenne avant cette échéance.

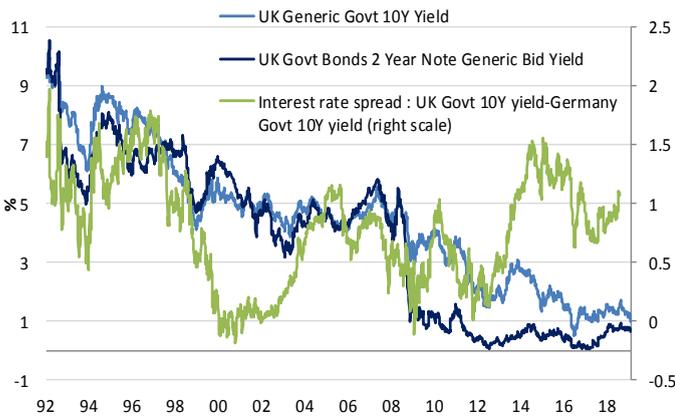
Croissance trimestrielle du PIB - UK



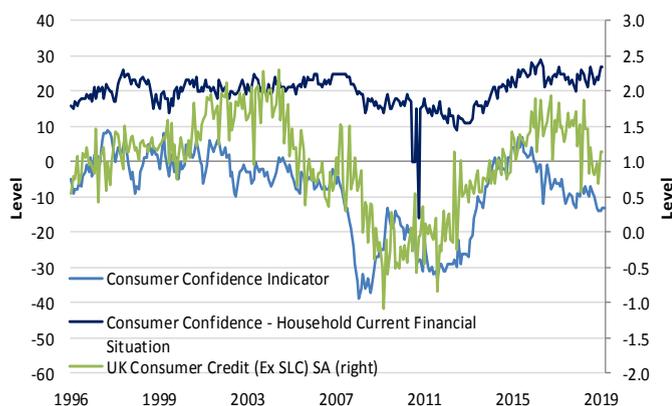
PMI manufacturier, services et construction - UK



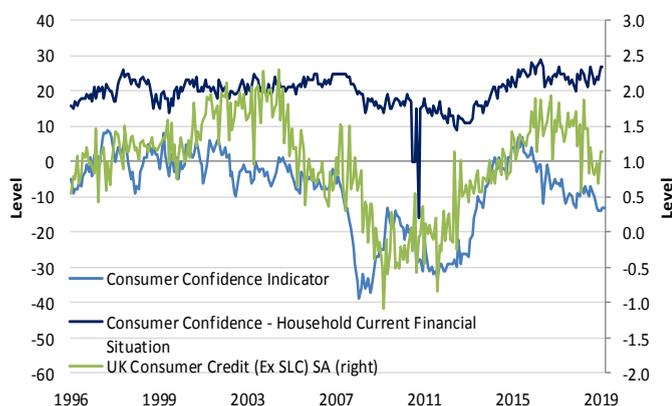
Taux gouvernementaux UK à 2 ans et 10 ans



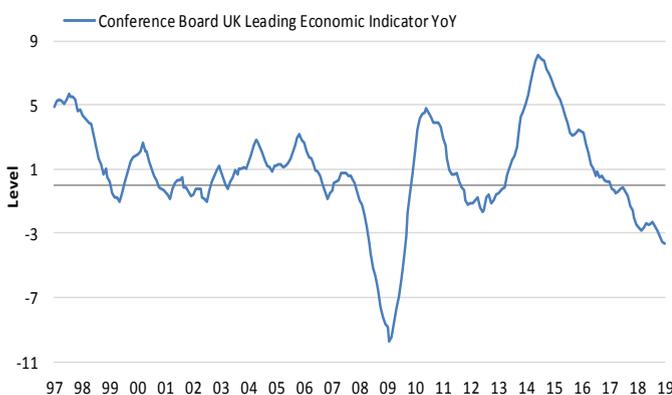
Confiance des consommateurs



Inflation CPI



Indicateur avancé



Les taux d'intérêt n'intègrent pas les risques d'un « no deal »

La première date butoir du Brexit du 29 mars 2019 est passée sans qu'un accord ait été trouvé entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. La situation politique complexe dans laquelle se trouve le pays n'a pas permis à la première ministre Theresa May d'obtenir un vote positif à sa proposition négociée. Une sortie sans un accord le 13 avril ou le 23 mai est de plus en plus probable. Les effets d'un tel échec politique ne semblent pas réellement pris en compte par les marchés financiers qui ne veulent pas envisager cette issue particulièrement négative pour la Livre, la croissance économique et très certainement l'inflation au Royaume-Uni pour ne mentionner que ces points principaux. Nous craignons dans cette situation que le niveau actuel de 1% sur les taux longs ne soit absolument pas adapté à une économie qui pourrait très rapidement entrer en stagflation, c'est-à-dire une croissance en chute et une hausse des indices CPI et PPI. Le niveau particulièrement bas des rendements en Livre sterling est donc associé à un risque de moins-value en capital soudaine, à un risque de dévalorisation de la Livre et à une probable perte de confiance des investisseurs. Ce contexte n'est pas particulièrement attrayant et nous recommandons de ne pas conserver d'exposition au marché de taux britannique. L'inflation britannique avait atteint 3.1% en 2017 avec la chute de la livre sterling avant de se réduire progressivement pour atteindre 1.8% en mars. Les risques d'une remontée de l'inflation suite au Brexit dépendront évidemment de la solution trouvée et seront évidemment très supérieurs en cas d'une sortie sans accord.

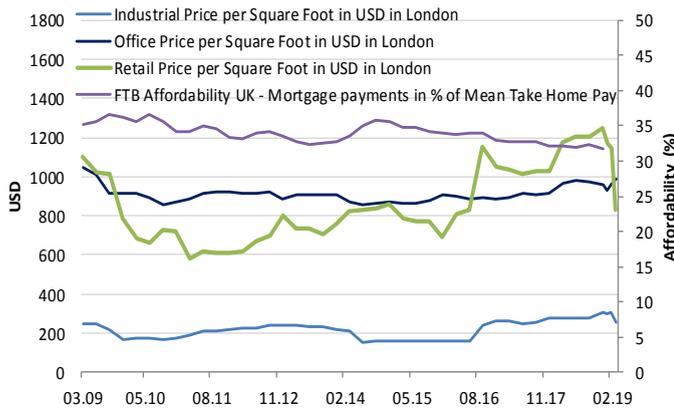
Un « no deal » peut encore frapper la Livre sterling

La Livre sterling est plus que jamais otage de la situation politique complexe entourant le Brexit. Le Royaume-Uni aurait déjà dû sortir de l'Union européenne au 29 mars sans un accord. La perspective d'un « no deal » étant certainement la pire situation tant pour le Royaume-Uni que pour l'Union européenne, un délai supplémentaire a été accordé à Theresa May pour lui permettre de tenter une dernière manœuvre politique permettant de sauver la situation catastrophique qui se dessine. Le 13 avril, puis ultimement le 23 mai, une solution devra être avalisée. A l'heure où nous écrivons ces lignes, la situation est dans une impasse politique qui ne semble étonnamment plus affecter la Livre sterling. La devise britannique est effectivement en phase de stabilisation depuis neuf mois dans l'attente d'une solution négociée du Brexit. La probabilité d'un « no deal » n'est certainement pas prise en considération pour l'instant, alors que le risque de dévaluation de la Livre n'est de loin pas négligeable. Dans un tel contexte, nous maintenons une position prudente sur la Livre sterling.

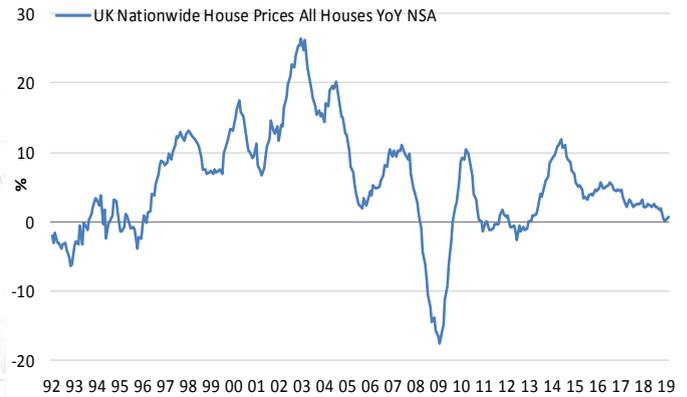
L'incertitude du Brexit menace un peu plus la croissance

Les mois passent sans que l'économie britannique ne puisse entrevoir une solution à la crise politique qui augmente chaque jour l'incertitude des milieux économiques et des consommateurs. La dernière publication pour le mois de mars de l'indicateur avancé PMI Markit/ CIPS UK Composite ne change pas la tendance en cours depuis plusieurs trimestres. Le niveau de 50 atteint en mars (décembre 2018 51.4) suggère que l'économie britannique est désormais à la limite de la croissance ou de la récession. Contrairement à d'autres pays, au Royaume-Uni c'est le segment manufacturier qui semble se redresser après une année 2018 de déclin assez régulier en rebondissant de 52 à 55.1 en mars. Du côté des services, généralement plus résistants dans d'autres économies au cours des derniers mois, les indicateurs avancés britanniques PMI des services s'enfoncent et glissent en dessous du seuil de croissance. L'indice PMI des services pour mars s'est établi à 48.9, l'un des plus bas niveaux atteint au cours des dix dernières années. Avec la chute de cet indicateur des services, les risques de contraction de l'économie britannique s'intensifient et pourraient annoncer une récession du PIB dans les prochains mois. Il est probable que la date butoir annoncée depuis 2016 du 29 mars a certainement freiné quelques projets ou décisions dans l'attente d'une meilleure visibilité, mais en avril la situation n'est pas plus claire et la probabilité augmente donc de voir de nouveaux déclinés dans le degré de confiance et les perspectives pour les prochains trimestres. La résistance relative de l'indice composite n'est pas non plus une source de satisfaction si l'on considère qu'il n'a pas glissé en dessous du seuil d'expansion essentiellement en raison de la constitution de stocks de matières premières des entreprises, inquiètes de possibles perturbations dans leur approvisionnement suite au Brexit.

Prix de l'immobilier au m2



Croissance des prix de l'Immobilier



Récession ou choc majeur en cas de « no deal »

Les indicateurs avancés suggèrent ainsi plutôt une contraction du PIB après une croissance déjà proche de zéro au 1er trimestre 2019. Le report du Brexit, peut-être au 30 juin, ne devrait pas être considéré comme un facteur positif pour l'évolution immédiate du PIB britannique. La croissance de +0.2% au 4ème trimestre 2018 sera certainement suivie par un résultat nul au 1er trimestre. Les risques s'accroissent toutefois pour le 2ème trimestre 2019 et pour l'ensemble de l'année. Le consommateur britannique semble pourtant toujours présent et encore peu affecté par la problématique du Brexit. Depuis 2016 il soutient la demande intérieure, sans pour autant être en mesure d'apporter une dynamique suffisante pour faire sensiblement progresser la consommation. Le taux de chômage toujours proche de 4% est un élément de soutien qui permettra la progression des salaires et du pouvoir d'achat, en raison d'une inflation finalement assez modérée pour l'instant (+1.8%). Le revenu réel disponible des ménages a augmenté, mais l'endettement des ménages enregistre aussi sa neuvième progression trimestrielle. Le secteur public pourra peut-être soutenir la croissance comme cela fut le cas au T4 2018 avec une contribution de +1.3%. La réaction la plus nette semble toujours être imputable aux entreprises qui logiquement, dans un contexte aussi incertain, coupent ou tout au moins repoussent à plus tard leurs investissements. La contribution des investissements des entreprises a donc encore été négative au T4 (-2.5%) pour le quatrième trimestre consécutif, constituant la plus longue phase de contraction depuis le début de la crise financière. Une inversion de cette tendance est assez peu probable dans le contexte actuel. Le déficit des comptes courants s'est encore accru à plus de 30 milliards d'US dollars, soit près de 4.4% du PIB.

Pourtant les premiers chiffres de croissance du PIB de janvier montraient une forte reprise (+0.5%) de la croissance, un résultat volatile qui compense la chute de -0.4% en décembre. Mais les données publiées pour le mois de février suggèrent également une reprise de l'activité au 1er trimestre 2019, le PIB de février est en effet sorti en progression de +0.2% confirmant une légère relance. La production industrielle repasse en territoire positif sur un an (+0.1%) après avoir glissé de -0.9% en janvier. Cela va semble-t-il aussi un peu mieux du côté de la

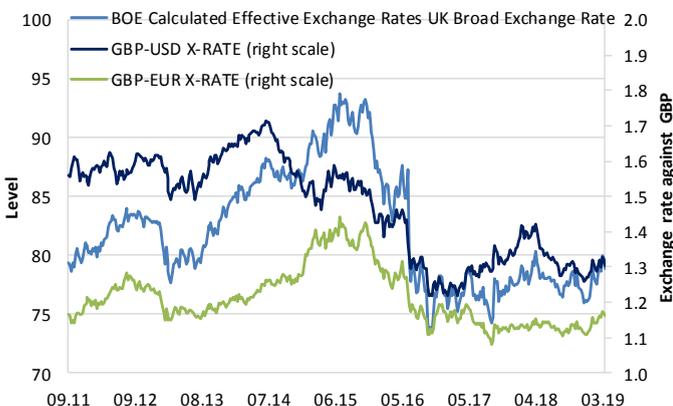
production manufacturière (+0.6%) et pour la construction, en hausse de +3.3% sur un an en février.

Le Fonds monétaire international averti cependant que l'économie britannique risque un choc économique sévère en cas de sortie sans accord de l'Union européenne. Le FMI s'interroge sur les effets possibles d'un « no deal » et conclut que les risques sont élevés de voir des désordres très importants aux frontières ainsi qu'une forte hausse des prix des produits importés affectant aussi bien les entreprises que les consommateurs. L'impact négatif sur la croissance du PIB est estimé par le FMI à 1.4% la première année et 0.8% l'année suivante.

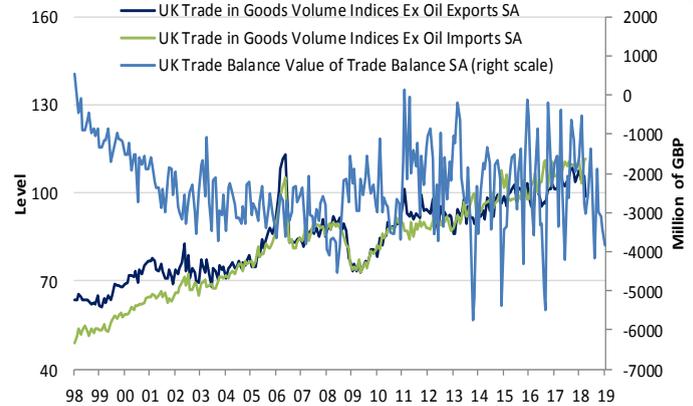
La BoE est prête à monter les taux directeurs ?

L'évolution récente de l'inflation qui est repassée en dessous du seuil de 2% donne un peu plus de marge de manoeuvre à la Banque centrale britannique. Elle avait dû remonter ses taux directeurs en 2017 à deux reprises et s'est ensuite abstenue d'agir dans un contexte de stabilisation de la livre sterling, de baisse de l'inflation et de ralentissement conjoncturel. La BoE reste particulièrement attentive aux développements politiques entourant la problématique du Brexit en espérant certainement qu'un « no deal » puisse être évité. Dans ce cas, la BoE souhaitera certainement « normaliser » sa politique monétaire en faisant progresser ses taux directeurs vers l'objectif à long terme de 2% à 3%. Nous estimons toutefois que dans ce cas de figure, la BoE n'agira certainement pas rapidement et devrait laisser en 2019 son taux inchangé à 0.75%. En cas de « no deal », la marge d'action reste réduite pour la BoE. Elle a cependant déjà indiqué que dans cette éventualité, elle devrait certainement procéder à des hausses de taux directeurs pour lutter contre les effets inflationnistes probablement provoqués par une correction de la valeur de la livre sterling, les effets de l'introduction de tarifs douaniers sur les prix des marchandises et les impacts sur les prix des difficultés d'approvisionnement. Il n'est cependant pas certain que la BoE adopte rapidement cette politique, tant le besoin de soutien à la croissance économique sera alors criant. Il est donc tout à fait pensable que dans un premier temps la BoE agisse d'abord en baissant ses taux.

Taux de change effectifs de la livre sterling



Balance commerciale - Exportations - Importations



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

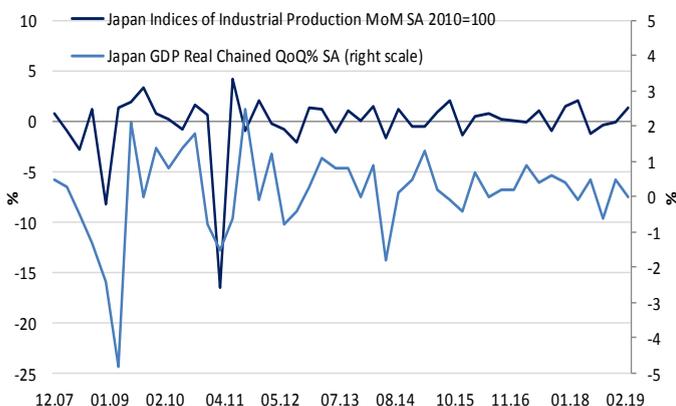
Japon

- Surprise positive pour le PIB japonais au 4ème trimestre
- Hausse insuffisante des salaires pour relancer la consommation
- Indicateurs avancés sous la pression du secteur manufacturier
- La BoJ révisé les espoirs de reprise
- Indispensable affaiblissement du yen

Surprise positive pour le PIB japonais au 4ème trimestre

Les performances économiques trimestrielles du Japon ont été plutôt instables tout au long de l'année 2018. La révision du taux de croissance du PIB pour le 4ème trimestre à +0.5% (+1.9% annualisée) efface le choc du trimestre précédent qui avait vu le PIB se contracter de -0.6%, la plus mauvaise performance depuis 2014. L'expansion de l'économie japonaise s'est ainsi avérée plus forte que prévu pendant un trimestre pourtant difficile pour la plupart des économies internationales et notamment pour la zone euro. Cette reprise particulièrement nette de l'activité au Japon lui a ainsi permis d'éviter de rentrer en récession technique après un 3ème trimestre difficile. Ce résultat a dépassé les attentes des prévisionnistes, mais il reste fragile dans le contexte économique international toujours incertain en ce début d'année 2019. L'année 2018 s'est donc terminée sur une note positive qui souligne pourtant encore la volatilité et l'instabilité de la conjoncture qui a oscillé chaque trimestre entre expansion et décroissance. Les effets des catastrophes naturelles sur le PIB avaient été significatifs au 3ème trimestre, faisant notamment chuter les dépenses d'investissement des entreprises (-2.8%) et la production industrielle. La consommation privée s'est inscrite en hausse de +0.6% sur le trimestre alors que les dépenses d'investissement bondissaient à nouveau de +2.7%. Ce dernier chiffre suggère selon nous que les investissements (CAPEX) sont structurellement dans une tendance haussière, ce qui devrait être confirmé par une poursuite des investissements en début d'année 2019 à moins qu'une chute de la demande externe ne se manifeste à nouveau. Le Japon ressent la pénurie de main-d'œuvre liée au vieillissement de sa population. Les exportations, composantes essentielles de l'évolution du PIB japonais, ont encore subi un déclin au 4ème trimestre en raison de la baisse de la demande extérieure. Les incertitudes qui persistent encore à ce jour sur la question des relations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine pèsent sur la confiance et affectent également l'économie japonaise. Cette incertitude constitue toujours la principale menace à l'évolution du PIB japonais, en particulier si l'on considère que l'affaiblissement du yen devrait pouvoir se poursuivre dans les prochains mois. Le facteur monétaire reste en effet l'un des éléments indispensables à une évolution plus positive du PIB.

PIB et production industrielle



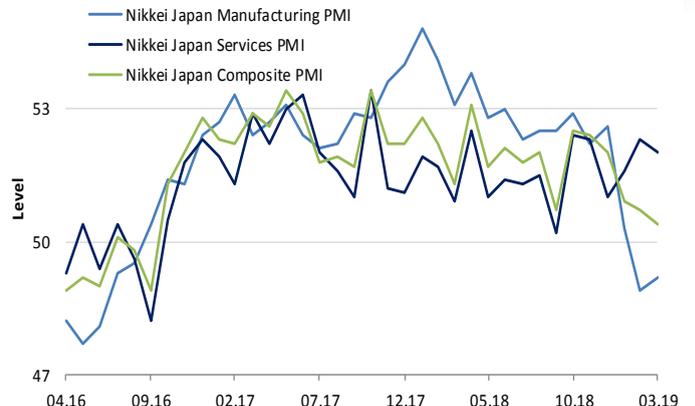
Rebond de l'excédent commercial (339 Mrds)

La balance commerciale repasse en février en solde positif de 339 milliards de yen (116 milliards après ajustements saisonniers) et contribuera positivement à la croissance du PIB. Ce résultat ne doit pas occulter la nouvelle diminution des exportations japonaises de -1.2% en lien avec la chute de la demande asiatique qui représente près de 50% des exportations japonaises. Les résultats des exportations vers les Etats-Unis et l'Europe sont heureusement meilleurs. La diminution des exportations n'est finalement que de -1.2% sur un an, essentiellement en raison d'une baisse des exportations de véhicules et de semi-conducteurs (-14% vers la Corée du Sud). Les exportations japonaises en direction de la Chine ont progressé de +5.5% sur un an en février, après une correction de -17.4% en janvier. La chute des importations de -6.7% en février contribue très nettement au résultat positif du commerce extérieur et masque ainsi la poursuite de la faiblesse des exportations.

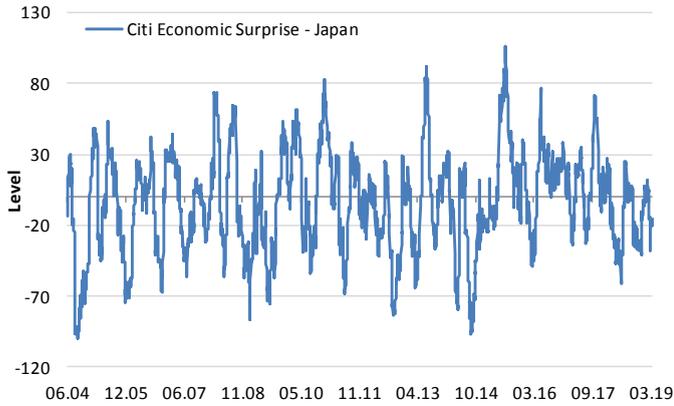
Hausse insuffisante des salaires pour une relance de la consommation

Les négociations salariales en cours au Japon semblent moins favorables que celles de l'an dernier. Le premier ministre japonais maintient pourtant la pression sur les grandes entreprises pour que celles-ci revalorisent les salaires et contribuent à la lutte contre la déflation, mais le contexte économique international et la chute des exportations ne favorisent pas les hausses de salaires. Les grands groupes favoriseront certainement des solutions plus souples telles que le versement de primes plutôt que l'augmentation de leurs coûts fixes. La croissance des salaires ne devrait donc pas dépasser +2% en 2019, soit un peu moins que la hausse moyenne de l'année 2018. Dans ce contexte, les consommateurs japonais restent donc particulièrement prudents, malgré un niveau de chômage toujours très bas (2.4%). La confiance des consommateurs décline ainsi régulièrement depuis plus d'un an (44.6) et ne semble toujours pas prête à se stabiliser en février (41.5). Il en faudra sans doute un peu plus encore pour qu'une tendance plus marquée et durable ne puisse s'installer.

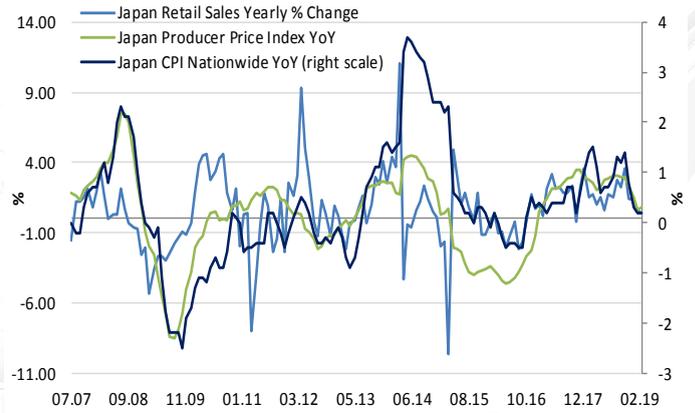
PMI Composite, manufacturier, services - Japon



Indicateur de surprise économique



Inflation (CPI et PPI) et ventes de détail



Indicateurs avancés sous la pression du secteur manufacturier

L'incertitude pèse toujours sur les indicateurs avancés qui glissent encore un peu plus bas en février. Le sentiment des décideurs japonais ne parvient pas à s'améliorer et reste pour l'essentiel influencé par l'absence d'une solution diplomatique à la crise sino-américaine qui affecte toujours un peu plus l'économie japonaise. La stabilisation du yen après une correction d'environ -10%, pourtant favorable aux grandes entreprises exportatrices japonaises, a été suivie d'une appréciation du yen fulgurante de +5%. Le rebond des dernières semaines à 112 yens pour un dollar est bienvenu, mais il ne semble pas suffisant pour contrer les inquiétudes des directeurs d'achat qui préfèrent toujours se montrer prudents. Ceux-ci ignorent pour l'instant les signaux politiques qui suggèrent l'annonce d'un prochain accord commercial devant offrir une meilleure visibilité sur le plan économique. L'indice PMI composite reste fluctuant et ne montre toujours pas de signes nets de relance. Il est en ce sens largement influencé par l'indice PMI manufacturier en très nette contraction depuis le début de l'année. La chute de cet indicateur de 52.5 à 49 est préoccupante car elle suggère un tassement très net de l'activité industrielle en début d'année 2019. La publication d'une contraction de l'activité industrielle de -3.7% en janvier est la plus forte depuis un an et confirme le scepticisme des directeurs d'achat. Les prévisions gouvernementales d'une reprise de +5% en février sont certainement trop optimistes, le secteur automobile en particulier est en difficulté. L'indice composite se maintient grâce à une nette relance de la confiance observée dans l'évolution positive du PMI des services en progression de 51 à 52.3.

La BoJ révisé les espoirs de reprise

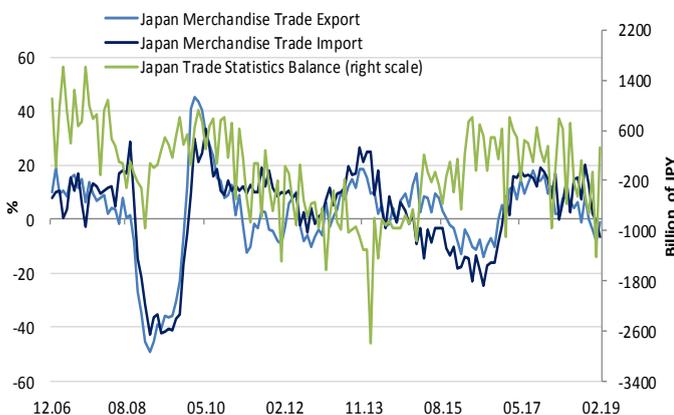
La banque centrale du Japon a laissé sa politique monétaire inchangée mais s'inquiète de l'évolution de la demande internationale et de ses implications sur la capacité des exportations et de la production industrielle à soutenir la croissance du PIB au 1er semestre 2019. La BoJ a ainsi révisé ses perspectives de croissance pour le PIB japonais à la baisse. Le gouverneur Haruhiko Kuroda n'a pas caché son inquiétude pour l'économie du pays dans le contexte actuel, mais il ne semble pas prêt à envisager de nouvelles mesures de soutien conjoncturel. Il considère certainement que le ralentissement de la demande extérieure est temporaire car essentiellement lié à l'absence de solution à

la crise commerciale. La demande intérieure continue de progresser, ce qui constitue un facteur positif suffisant pour maintenir le statu quo en matière de politique monétaire. Le scénario de la banque centrale japonaise reste relativement stable et table sur une croissance modérée du PIB en 2019. Les mesures de soutien à l'économie décidées par Pékin devraient avoir un effet plus sensible au second semestre sur la demande mondiale et sur les exportations de produits japonais. La BoJ fait aussi face à une situation compliquée sur le front de l'inflation. Son objectif de 2% reste prioritaire, mais le contexte actuel risque bien de repousser encore un peu plus le développement des indices de prix au Japon. Pour mémoire, l'indice CPI national pour janvier était d'à peine +0.2%. Le ministre des Finances Taro Aso a relevé que cet objectif n'était selon lui pas si essentiel, mais les représentants de la BoJ restent convaincus de la nécessité de maintenir cet objectif et de communiquer clairement la stratégie de sortie d'une politique monétaire ultra-accommodante suivie depuis plusieurs années.

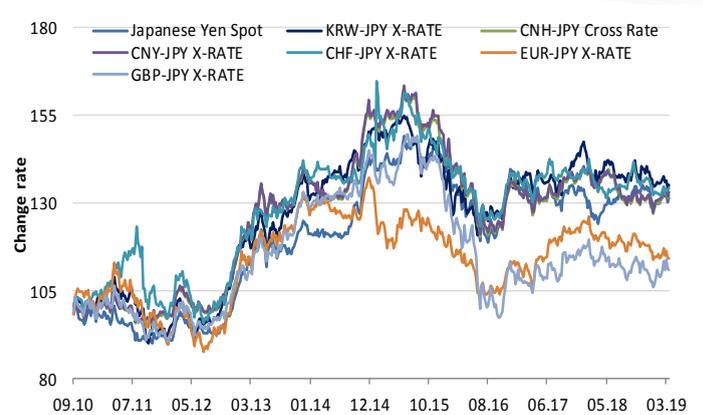
Indispensable affaiblissement du yen

Nous ne modifions pas nos perspectives pour le yen qui restent bassières pour 2019. Nous indiquions depuis plusieurs trimestres déjà que la faiblesse du yen était une condition indispensable à la relance de l'activité au Japon et à la reprise de l'inflation. Celle-ci devait apporter une nouvelle bouffée d'oxygène à l'économie japonaise et lui permettre de reprendre un rythme de croissance plus soutenu. La politique monétaire vise toujours à affaiblir le yen, mais les moyens à disposition de la BoJ restent encore limités. Nous sommes toujours d'avis que le yen devrait normalement être délaissé par les investisseurs, en raison d'un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable et de différentiels de taux qui devraient encore pénaliser la monnaie nipponne. La mise en œuvre de la normalisation de la politique monétaire américaine, même à un rythme réduit, ainsi que les perspectives de rebond modéré des taux longs internationaux devraient ainsi peser plus nettement sur la valeur du yen en 2019. Les cours du yen se sont avérés particulièrement fluctuant entre la fin de l'année et le début 2019, enregistrant une appréciation de +5% en quelques semaines qui a été suivie d'un affaiblissement de près de -4% au cours du 1er trimestre 2019. Le yen devrait s'approcher à nouveau du niveau de 115 contre le dollar US et se stabiliser ensuite au-dessus de cette valeur.

Balance commerciale en Milliards de JPY



Taux de change (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Chine

- Le premier ministre défend une croissance de +6.5% en 2019
- Réduction de l'excédent commercial avec les Etats-Unis
- Toujours aucun accord ferme en vue
- Les indices obligataires Bloomberg-Barclays accueillent la dette gouvernementale chinoise



Le premier ministre chinois défend une croissance de +6.5% en 2019

L'économie chinoise montre quelques signes de stabilisation quelques mois après les décisions gouvernementales prises pour contrer le fléchissement de l'activité économique. Le gouvernement a encore renforcé son action en annonçant en mars la plus forte diminution des taxes jamais enregistrée se montant à près de 300 milliards de dollars. Le crédit a été redirigé vers le secteur privé et vers les plus petites entreprises ce qui semble déjà avoir un effet mesurable très positif sur leur confiance selon l'étude menée auprès de 500 entreprises de moyenne et petite taille. L'optimisme progresse et atteint même son plus haut niveau depuis dix mois. Un indicateur des conditions de crédit a lui aussi bondi pour toucher son plus haut point depuis 2017, alors que Pékin promet une dose d'assouplissement mais pas une explosion non maîtrisée du crédit. La mise en œuvre de politiques monétaires et fiscales supportant la croissance commence à porter ses fruits, mais il faudra encore attendre quelques temps pour que l'économie chinoise puisse à nouveau s'affranchir des stimulus gouvernementaux. L'économie domestique se porte toujours bien selon le premier ministre chinois Li Keqiang qui pointe les risques de ralentissement essentiellement sur la situation conjoncturelle internationale et l'affaiblissement de la demande externe. Les perspectives de croissance défendues par les autorités chinoises sont de +6 à +6.5% pour 2019, soit à peine inférieures aux dernières prévisions.

Retour des risques déflationnistes

L'inflation reste très modérée en Chine. L'indice des prix à la consommation glisse sur un mois de +1.7% à +1.5% en février en base annuelle. Les prix à la production sont stables (+0.1%) en raison essentiellement de la baisse des cours de matières premières (acier, pétrole, etc...). Le secteur des services contribue à la hausse des prix avec des gains de +2.1% globalement. La dernière annonce du gouvernement visant à réduire la TVA sur les produits manufacturiers de 16 à 13% renforcera sans doute cette tendance.

Les indicateurs avancés PMI restent mixtes

Le PMI manufacturier s'est encore contracté un peu plus en février en dessous de 50 marquant ainsi désormais plus nettement les risques d'un accroissement des risques pour le niveau de la production industrielle au 1er trimestre. La composante des nouvelles commandes s'est cependant améliorée alors que le segment exportation poursuivait son déclin. La situation internationale est un peu partout problématique, mais la Chine semble mieux résister. L'indice non-manufacturier reflétant l'activité dans la construction et le secteur des services a aussi glissé de 54.7 à 54.3 en février. La demande intérieure est en croissance alors que les inventaires sont à la baisse.

Réduction de l'excédent commercial avec les Etats-Unis

La dégradation de l'environnement économique international et de la demande mondiale pèse sur les exportations chinoises en baisse de -20.7% sur un an, renversant ainsi la reprise de +9.1% observée au mois précédent. Cette chute est supérieure aux attentes (-5%) et surprend par son ampleur. Au cours des deux derniers mois, les exportations se sont en fait contractées de -4.7% en comparaison annuelle, contrastant ainsi nettement avec la hausse modérée de +3.9% au T4 2018. Les importations ont aussi enregistré un déclin de -5.2% en février. Le chiffre correspondant pour les deux premiers mois de l'année fait état d'une baisse de -3.1% après la hausse de +4.4% du dernier trimestre. L'absence d'un accord commercial pèse aussi sur la demande et les PMI européens et japonais ce qui laisse craindre une poursuite pour quelques temps encore de la faiblesse actuelle des exportations chinoises. Le surplus commercial chinois avec les Etats-Unis s'est dans ce contexte réduit de 27.3 milliards en janvier à 14.7 milliards en février. Globalement la balance commerciale chinoise a chuté de 39.16 milliards de dollars à 4.12 milliards en février, qui s'avère toutefois être statistiquement, avec le mois de mars, un mois défavorable.

Croissance du PIB YoY



PMI et production industrielle



Investissement immobilier, infrastructures et industrie (YoY)



Exportations - Importations (YoY)



Toujours aucun accord ferme en vue

Le mois de mars se termine sans un accord formel entre la Chine et les Etats-Unis sur la question des relations commerciales et de l'accès pour les entreprises internationales au marché chinois notamment. La Chine a pourtant besoin, comme les Etats-Unis, de mettre fin le plus rapidement possible aux incertitudes qui ne faisaient initialement que menacer la croissance mondiale, mais qui aujourd'hui, en l'absence d'un accord, développent clairement des effets concrets sur le secteur industriel au plan international. La Chine est naturellement touchée par ces incertitudes et la baisse de la demande mondiale. Son secteur manufacturier souffre et les indicateurs avancés ne montrent toujours pas de signes évidents d'une prochaine reprise. Le délai fixé à la fin février a été prolongé dans l'espoir qu'une solution négociée puisse être annoncée avant la fin du mois de mars, mais celui-ci se termine malheureusement sans accord. L'économie mondiale s'apprête à enregistrer un nouveau trimestre de ralentissement conjoncturel inquiétant et les discussions se poursuivent sans qu'un compris concret soit visible à très brève échéance. La Chine est consciente des risques pour son économie, mais elle n'est pas prête à faire n'importe quelle concession. Pékin a déjà accepté l'idée d'une nouvelle loi interdisant les transferts forcés de technologie mettant fin à l'obligation d'association avec un partenaire chinois. Si Pékin pourrait bien aussi consentir à augmenter drastiquement ses importations de produits américains de plus de 1000 milliards de dollars sur six ans, il est de loin pas certain qu'elle accepte de brider ses subventions aux entreprises d'Etat chinoises. Un nouveau « round » de négociation s'est achevé sans résultat concret et si on évoque comme à chaque fin de discussion les progrès effectués, il faut aussi relever les divergences significatives encore non résolues. Les commentaires des officiels américains laissent malheureusement entendre que Washington n'est pas pressé d'obtenir un accord en déclarant « ce n'est pas une question de temps, c'est une question de politique et de mise en œuvre » ce qui pourrait repousser à mai ou juin une éventuelle sortie de crise.

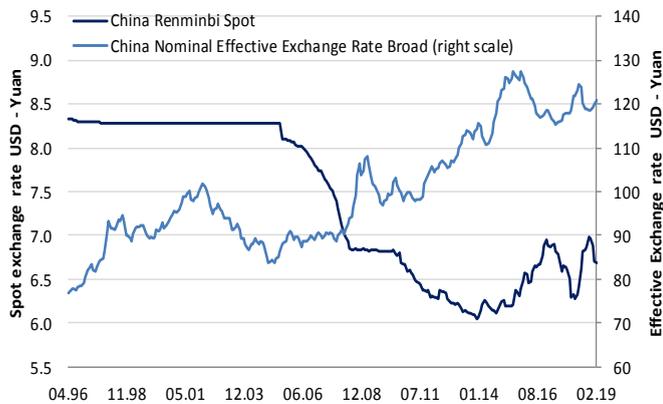
Le yuan à nouveau une monnaie forte ?

Il y a quelques mois nous relevions que le yuan, qui avait souffert du conflit opposant Washington et Pékin jusqu'en novembre 2018, devrait logiquement bénéficier d'un apaisement des tensions et de la volonté commune désormais affichée de trouver une solution au différend qui les opposaient. Bien qu'aucun accord ne soit encore approuvé, les concessions faites semblent démontrer la bonne volonté de Pékin de trouver un accord. Le yuan s'est apprécié de +2.5% environ contre le dollar au cours du 1er trimestre 2019 malgré la dégradation du commerce extérieur chinois. Nous estimons qu'un prochain accord sera favorable au yuan qui bénéficie sur le plan international d'une reconnaissance croissante des investisseurs de sa qualité de devise internationale sérieuse.

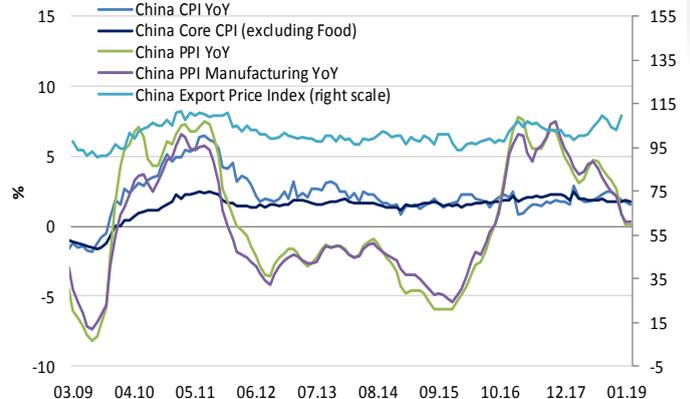
Les indices Bloomberg-Barclays accueillent la dette chinoise

Le marché obligataire chinois atteint désormais une taille impressionnante de 13 trillions de dollars US et dépassera bientôt celle du marché obligataire japonais, deuxième marché obligataire derrière celui des Etats-Unis. Pour la première fois, des obligations chinoises seront intégrées dans les indices boursiers obligataires globaux Bloomberg-Barclays Index dès le 1er avril 2019. Les titres inclus seront des obligations gouvernementales chinoises et ceux de trois banques détenues par le gouvernement chinois. Les investissements étrangers dans de la dette chinoise avaient déjà doublés entre 2016 et 2018 pour atteindre plus de 1500 milliards de yuans. Cette décision devrait donc clairement favoriser un accroissement du poids des investisseurs étrangers qui détiennent aujourd'hui environ 2% de la dette chinoise totale. Le gouvernement chinois poursuivra sans aucun doute ses efforts pour faciliter l'accès de son marché des capitaux à ces investisseurs internationaux. On peut estimer à plus de 100 milliards de dollars par an, au cours des dix prochaines années, les flux de fonds dirigés vers le marché des capitaux chinois portant progressivement la part des investissements étrangers à 20% de la dette gouvernementale chinoise actuelles.

Taux de change effectif et USD/Yuan



Inflation CPI - Core CPI



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Émirats Arabes Unis

- Accélération de la croissance du PIB
- L'activité du secteur de la construction reste soutenue en 2019
- Ajustement de l'offre immobilière en 2020
- Le gouvernement de Dubaï à la manœuvre
- Retournement des prix de l'immobilier en 2019

Incitation fiscale axée sur les investissements dans les infrastructures en vue de l'Expo 2020

L'économie non pétrolière semble avoir démarré l'année 2019 sur des bases solides. L'indice PMI a rebondi pour atteindre son plus haut niveau en sept mois en janvier après une accalmie à la fin de 2018, indiquant de solides perspectives pour le secteur non pétrolier, principalement grâce à la vigueur de la demande intérieure. La croissance de l'emploi reste toutefois faible en raison de la pression continue sur les marges des entreprises. Entre-temps, bien que les réductions de l'OPEP+ aient pesé jusqu'à présent sur la production de pétrole au premier trimestre, les prix du pétrole brut ont rebondi, ce qui devrait renforcer les fonds du gouvernement. En outre, le secteur public sera probablement un moteur essentiel de la croissance au premier trimestre et tout au long de l'année, car les importantes mesures de relance budgétaire approuvées à la fois par le gouvernement fédéral et par les émirats, ont déjà dû commencer à soutenir l'activité économique au cours du trimestre. Une forte stimulation fiscale axée sur les investissements dans les infrastructures en vue de l'Expo 2020 devrait stimuler la croissance cette année. Une récente loi sur les investissements et d'autres réformes favorables aux entreprises semblent également sur le point d'attirer des travailleurs étrangers qualifiés et de stimuler les entrées d'investissements directs étrangers. Néanmoins, le ralentissement de la croissance mondiale, le protectionnisme commercial et la volatilité financière constituent des risques importants. Les panélistes de Focus-Economics prévoient que le PIB augmentera de 3.0% en 2019, ce qui représente une baisse de 0.1 point de pourcentage par rapport aux prévisions du mois dernier et de 3.3% en 2020.

Accélération de la croissance du PIB

Selon les derniers chiffres officiels, l'économie des Émirats arabes unis a progressé de 1.7% en 2018, ce qui se compare favorablement au taux de croissance de 0.9% enregistré par le pays l'année précédente. Cela étant dit, le chiffre final annoncé est inférieur aux estimations de la croissance initiale, qui prévoyait un taux de croissance annuel de 2.8%. La Banque centrale des Émirats arabes unis prévoit quant à elle une

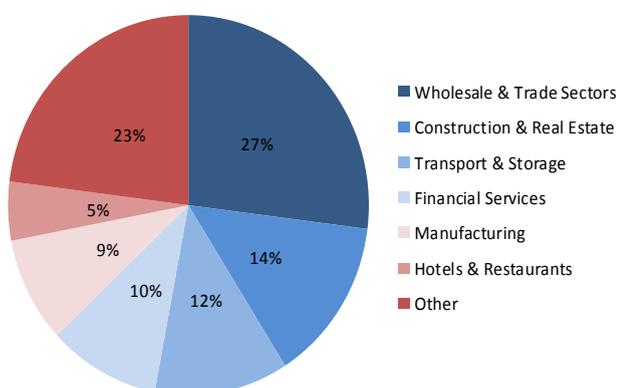
croissance du PIB de 3.5% en 2019, en grande partie grâce au plan de relance de AED 50 milliards annoncé par le gouvernement à la fin de l'année dernière, ainsi qu'une série de mesures prises pour faciliter la conduite des affaires du secteur privé dans l'ensemble du pays. Nous nous attendons à ce que les récentes mesures prises par le gouvernement des Émirats arabes unis aient une influence positive sur les perspectives de croissance du pays en 2019, le secteur non pétrolier devant bénéficier de la mesure annoncée de « facilité de faire des affaires », soutenue par des fondamentaux économiques plus solides et de l'amélioration des sentiments du marché alors que le pays se prépare à accueillir l'exposition universelle 2020.

L'activité du secteur de la construction reste soutenue en 2019

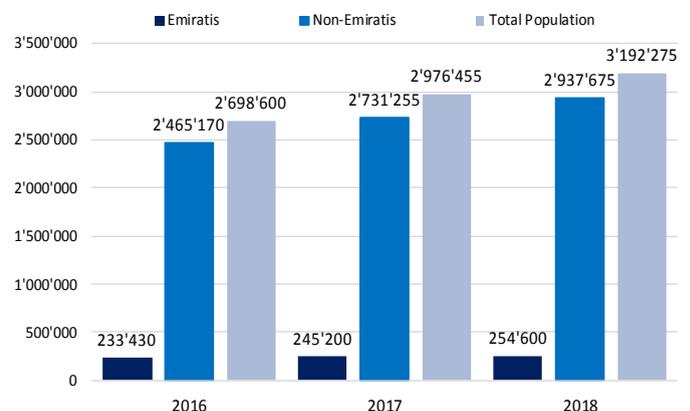
Conformément aux chiffres du PIB annoncés par le gouvernement émirati pour l'année 2018, le PIB de Dubaï a augmenté de 1.94%, ce qui est inférieur au taux de croissance attendu de 2.8% par la plupart des analystes. Cela porte la production totale du PIB de l'émirat à 108.38 milliards USD contre 106.32 milliards en 2017. Sur la base des dernières données disponibles à ce jour, le PIB des EAU en 2018 devrait s'élever à 432.61 milliards USD, l'économie de Dubaï représentant à elle seule plus du quart de l'économie des EAU et abritant un tiers de sa population. En ce qui concerne les contributeurs du PIB, le secteur de la vente en gros et de détail (27%), de la construction et de l'immobilier (14%) et des transports et du stockage (12%) ont été les principaux contributeurs à la croissance de Dubaï l'année dernière, suivis de près par le secteur des services financiers (10%). En ce qui concerne la composante services immobiliers et construction du PIB, elle a augmenté de 7.0% sur un an, contre 4.4% en 2017, tandis que le secteur de la construction a progressé de 4.5% en 2018, soit le taux de croissance le plus rapide enregistré depuis 2008. En effet, alors que les prix de l'immobilier ont diminué l'année dernière, l'activité du secteur de la construction est restée soutenue. À l'avenir, l'activité de construction devrait rester solide, soutenue par le portefeuille de projets de construction actuel ainsi que par les stimuli fiscaux du gouvernement dubaïote axés sur les investissements dans les infrastructures en vue de l'Expo 2020.



Contributeurs au PIB



La population de Dubaï



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group/Dubai Statistics Centre (DSC) / Knight Frank / Euromonitor International

Ajustement de l'offre immobilière en 2020

Les chiffres de la croissance démographique constituent le paramètre le plus important pour évaluer la demande future en immobilier. En regardant de près les dernières données sur l'évolution de la population à Dubaï, on peut constater qu'elle a constamment augmenté ces dernières années, malgré des chiffres de croissance du PIB plus faibles et des nouvelles négatives.

En effet, comme le montre l'illustration graphique, la population totale de Dubaï a augmenté de 10.3% entre 2016 et 2017 et de 7.25% entre 2017 et 2018. En y regardant de plus près, la croissance de la population provenait principalement de la croissance de la population des expatriés. En effet, entre 2017 et 2018, la population autochtone a augmenté de 3.83% contre un taux de croissance de 7.56% de la population expatriée, selon les dernières données publiées par le Dubaï Statistics Center (DSC).

Presque tout le monde à Dubaï ou dans le monde a souvent une opinion bien arrêtée du marché immobilier de Dubaï et de ses perspectives d'avenir. Encore une fois, les opinions tendent à être trop optimistes ou très pessimistes.

Il ne fait aucun doute que l'activité de construction à Dubaï a été très soutenue au cours des dernières années et peut-être que trop de projets immobiliers ont été lancés au cours de la même période, alors que les promoteurs immobiliers se battaient farouchement pour conquérir des parts de marché. Les années 2016 et 2017 ont enregistré un nombre important deancements et de livraisons de nouveaux projets, ce qui a entraîné une baisse constante des prix de vente et des taux de location, malgré la forte croissance démographique annuelle de Dubaï. Cela étant dit, en 2018, nous avons déjà constaté moins de nouvelles annonces de projets et nous prévoyons que le nombre de projets de grande envergure lancés à Dubaï sera réduit afin de mieux correspondre à la demande.

L'activité de construction en 2019, pour les projets déjà lancés, devrait se poursuivre à un rythme soutenu car les plans de paiement liés à la construction et post-achèvement signifient que les promoteurs ne sont payés que sur la base d'étapes de construction.

Actuellement, le parc de logements de Dubaï, estimé par Knight Frank, totalise environ 525'719 unités et environ 42'000 unités devraient être livrées en 2019. Cela représente en effet 8.2% du parc total actuel d'actifs résidentiels à Dubaï. Selon Asteco, l'offre commerciale en 2019 devrait s'élever à 335'000 m2 d'espace de bureaux.

L'offre de logements résidentiels devrait donc atteindre un sommet cette année, l'offre restante devant être livrée en 2020, étant donné qu'un nombre important de projets ont été lancés en prévision de l'Expo 2020. Cependant, comme le montre le graphique ci-dessous, l'offre au-delà de 2020 devrait considérablement diminuer, tandis que le marché se consolidera évidemment et se modifiera pour absorber l'offre à venir.

Le gouvernement de Dubaï à la manoeuvre

Une fois de plus, la réalité est bien plus nuancée que de simples chiffres indiquant une offre excédentaire dans le secteur immobilier. Alors que de nouvelles offres sont attendues sur le marché, on peut supposer à juste titre que les baisses des prix de vente se poursuivront en 2019. Entre-temps, le marché immobilier de Dubaï évolue en ligne avec l'augmentation de la transparence et à l'amélioration du cadre réglementaire. Le gouvernement de Dubaï et le Land department de Dubaï sont bien conscients des défis posés par les projets immobiliers qui arriveront prochainement dans le marché. Compte tenu de l'importance stratégique du secteur immobilier dans l'économie de Dubaï, on peut supposer que le gouvernement de Dubaï fera tout ce qui est en son pouvoir pour soutenir le secteur immobilier de l'Émirat et lui permettre de concurrencer au niveau mondial d'autres mégapoles comme New York, Paris, Hong Kong ou Singapour pour attirer plus de talents et de riches résidents.

Retournement des prix de l'immobilier en 2019

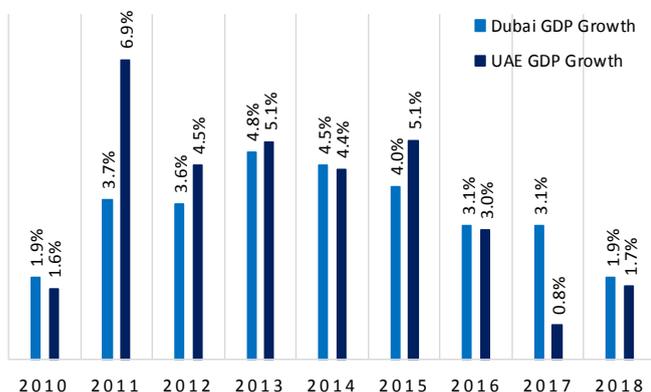
L'économie de Dubaï traverse sans aucun doute une phase de consolidation, mais comme lors de tout défi, elle offre également des opportunités à ceux qui souhaitent investir sérieusement sur le marché immobilier dynamique de Dubaï.

Nous pensons qu'à l'avenir, et à mesure que le marché mûrira, les investisseurs devront de plus en plus faire la distinction entre les propriétés situées dans des zones de choix, bénéficiant d'infrastructures et de services supérieurs, par rapport à celles construites principalement à des fins de spéculation.

Aujourd'hui plus que jamais, il faut garder à l'esprit que Dubaï est l'une des villes les plus dynamiques au monde et reste le principal centre financier, touristique, logistique et commercial du Moyen-Orient. Dubaï bénéficie de bases solides et devrait continuer à attirer de nouveaux talents et de riches résidents à l'avenir. Cela étant dit, l'ère où investisseurs et spéculateurs pouvaient acheter n'importe quelle propriété n'importe où à Dubaï et doubler leur investissement en un rien de temps est clairement révolue.

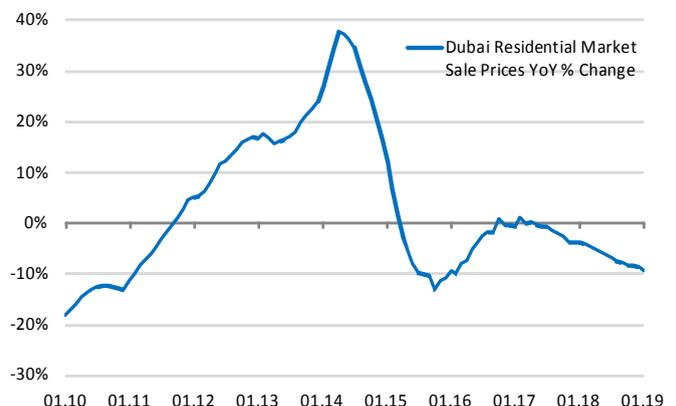
Cependant, pour les réels investisseurs, et non les spéculateurs, qui sont disposés à regarder la situation dans son ensemble et à adopter un horizon de placement plus long, nous voyons des occasions uniques de sécuriser des actifs de premier ordre basées sur des évaluations très attrayantes avec un potentiel de hausse significatif. Dubaï, tout comme Singapour et Hong Kong, a connu d'autres défis, mais elle s'en est toujours sortie grandie. Les consolidations récentes des taux d'emploi et de vacance permettront aux entreprises et aux marchés immobiliers mieux placés de positionner Dubaï de manière à lui permettre de faire face aux défis futurs et de conserver son avantage concurrentiel régional. Nous voyons les premiers signes d'un creux dans le secteur de l'immobilier et nous attendons avec impatience de tirer parti des prix actuels pour garantir des investissements à long terme intéressants pour nos investisseurs.

Croissance du PIB de Dubaï et les Émirats arabes unis



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group/Dubaï Statistics Centre (DSC) / Knight Frank / Euromonitor International

Variation du prix de vente du marché immobilier résidentiel à Dubaï (YoY)



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Marchés émergents

- Statut quo des politiques monétaires
- Progression de +11.3% des actions émergentes au T1
- Phase probable de consolidation à court terme



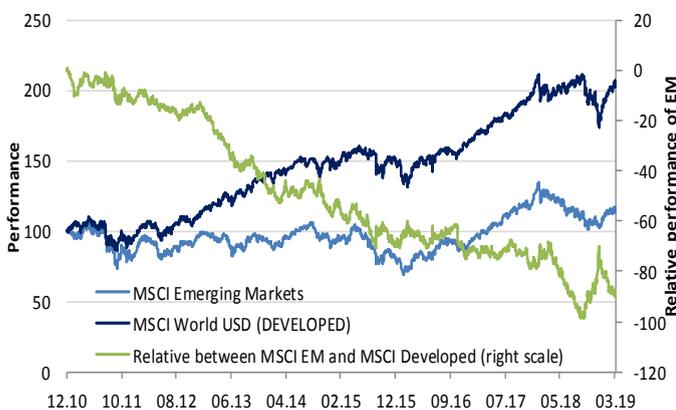
Situation économique par pays

Russie – En mars, le taux de croissance annuel des prix à la consommation est resté inférieur aux attentes de la Banque centrale russe et atteint 5.3%, contre 5.2% en février et 5.0% en janvier 2019. L'augmentation de la TVA sur les prix s'est largement concrétisée, sa contribution à l'inflation annuelle était d'environ 0.6-0.7 point de pourcentage, correspondant à la limite inférieure de la fourchette attendue par la Banque de Russie. Certains effets différés de la hausse de la TVA pourraient malgré tout se manifester dans les mois à venir, c'est pourquoi une évaluation précise de l'effet de l'augmentation de la TVA sur l'inflation pourra être réalisée au deuxième trimestre de cette année 2019. La croissance plus rapide des prix des produits alimentaires, qui s'est établie à 5.9% (contre 5.5% en janvier 2019), a joué un rôle important dans la hausse de l'inflation en février. L'inflation des produits alimentaires est en train de nettement rebondir après une chute considérable au deuxième semestre 2017 et au premier semestre 2018. Les prix des biens et services non alimentaires ont quant à eux moins augmenté que les prix des produits alimentaires au cours des 12 derniers mois. L'accélération de l'inflation annuelle a été freinée par les dynamiques de la demande des consommateurs et celle des revenus, par l'appréciation du rouble, par la baisse des prix des carburants et par certains produits alimentaires en février par rapport au mois de janvier. L'inflation a également été freinée par les décisions préventives prises par la Banque de Russie en septembre et décembre 2018 d'augmenter le taux directeur. Bien que les anticipations d'inflation des ménages et des entreprises aient fortement diminué en février et mars, elles restent élevées. Alors que l'inflation annuelle devrait atteindre son pic en mars-avril 2019, la Banque de Russie a abaissé sa prévision d'inflation annuelle de fin d'année 2019 de 5.0 à 5.5% à 4.7 à 5.2%. La croissance trimestrielle des prix à la consommation sur l'année devrait ralentir à 4% dès le second semestre de 2019. L'inflation annuelle devrait revenir à 4% au premier semestre de 2020, lorsque les effets de l'affaiblissement du rouble en 2018 et de la hausse de la TVA se seront dissipés. Ainsi, les risques inflationnistes à court terme ont diminué. En ce qui concerne les conditions internes, les effets secondaires de la hausse de la TVA et de la croissance accrue des prix de certains produits alimentaires sont devenus moins risqués. Concernant les conditions extérieures, la révision de la trajectoire des taux d'intérêt par la Fed et d'autres banques centrales

des économies avancées réduisent les risques de sorties persistantes de capitaux des marchés émergents. En revanche, la Banque de Russie n'a pratiquement pas modifié son évaluation des risques liés aux mouvements de salaires, aux modifications possibles du comportement des consommateurs et aux dépenses budgétaires ; ces derniers restant modérés. En ce début d'année, l'activité économique russe évolue proche de son potentiel. La demande actuelle des consommateurs et les conditions du marché du travail ne génèrent pas de pressions inflationnistes excessives. En février, la croissance annuelle de la production industrielle affiche un niveau identique à celui du dernier trimestre de l'année précédente. Comme prévu par la Banque de Russie, la croissance annuelle des ventes de détail a ralenti en février, en raison de la hausse de la TVA et du ralentissement de la croissance des salaires. La Banque de Russie maintient ses prévisions de croissance du PIB pour 2019 dans une fourchette de 1.2 à 1.7%, alors que la hausse de la TVA entrave momentanément légèrement l'activité des entreprises. Les fonds budgétaires nouvellement attirés seront amenés, dès cette année, à stimuler les dépenses publiques. Les années à venir pourraient ainsi voir la croissance économique s'accélérer à mesure de la mise en œuvre de projets nationaux. Le 22 mars 2019, le conseil d'administration de la Banque de Russie a décidé de maintenir le taux directeur à 7.75% par an. En revanche, si la situation évolue conformément aux prévisions de base, la Banque de Russie a émis la possibilité de réduire son taux directeur au cours de l'année 2019.

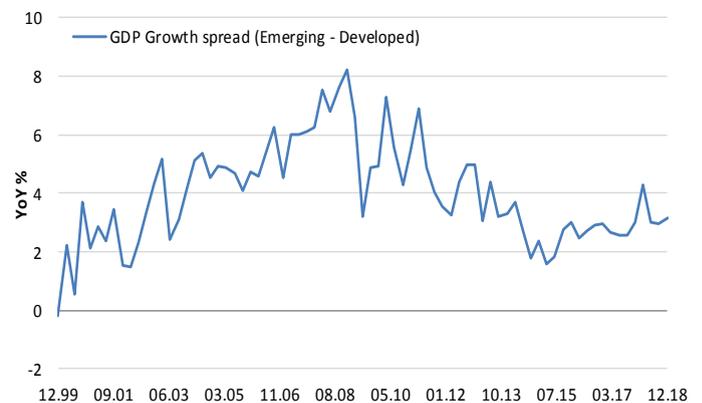
Bésil – Les perspectives de croissance mondiale restent difficiles. D'une part, les risques liés à la normalisation des taux d'intérêt dans certaines économies avancées ont diminué depuis la précédente réunion du Copom. D'autre part, les risques associés au ralentissement de la croissance mondiale, résultant de plusieurs incertitudes, sont plus élevés. Les anticipations d'inflation pour les années 2019, 2020 et 2021 recueillies par l'enquête « Focus » sont de respectivement 3.9%, 4.0% et 3.75%. Le Comité souligne que les risques liés à son scénario de base demeurent dans les deux sens. D'une part, le niveau élevé de marasme économique pourrait conduire à une trajectoire d'inflation prospective plus faible que prévu. D'autre part, la frustration des attentes concernant la poursuite des réformes et les ajustements nécessaires de l'économie brésilienne peuvent affecter les primes de risque et élargir la trajectoire de l'inflation sur l'horizon pertinent pour la conduite de la politique

Performance marchés émergents et développés



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Écart de taux de croissance



PIB Russie (YoY)



PIB Brésil (YoY)



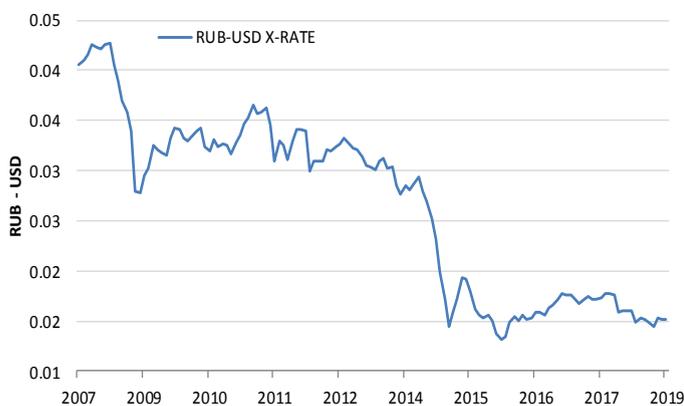
monétaire. Ce risque s'intensifie en cas de détérioration des perspectives mondiales pour les économies émergentes. Le Comité juge important d'observer le comportement futur de l'économie brésilienne sur le long terme, au sein d'un environnement moins incertain qu'il a pu l'être au cours des derniers trimestres et sans les effets des différents chocs qui ont frappé l'économie l'année dernière. Dans l'évaluation du Copom, l'évolution du scénario de référence et de la balance des risques prescrit de maintenir le taux directeur à son niveau actuel (6.50%). Le Copom répète que les conditions économiques du moment imposent une politique monétaire stimulatrice, avec des taux d'intérêt inférieurs au niveau structurel. L'évolution des réformes et les ajustements nécessaires de l'économie brésilienne sont essentiels pour maintenir une inflation faible à moyen et long terme, pour réduire le taux d'intérêt structurel et pour une reprise économique durable. Le Copom affirme que « la prudence, la sérénité et la persévérance » dans les décisions de politique monétaire ont joué un rôle déterminant dans la poursuite de son objectif principal consistant à maintenir la trajectoire de l'inflation vers sa cible.

Inde – Le niveau de l'inflation au troisième trimestre 2018 (+2.6%) s'est avéré légèrement inférieur aux prévisions. Les projections d'inflation ont été révisées à la baisse au cours de l'année, en raison principalement de la faiblesse sans précédent de l'inflation enregistrée dans tous les sous-groupes des produits alimentaires. Cette dernière a continué de surprendre à la baisse avec la poursuite de la déflation sur plusieurs postes et une modération importante de l'inflation des prix des céréales notamment. Plusieurs groupes d'aliments connaissent en effet une offre excessive tant au niveau domestique qu'à l'international. De ce fait, les perspectives d'inflation alimentaire à court terme semblent particulièrement faibles. Compte tenu de ces éléments et dans l'hypothèse d'une mousson normale en 2019, la trajectoire de l'inflation a été révisée à la baisse pour le dernier trimestre 2018 (2.8%), pour le premier semestre 2019 (3.2 à 3.4%) et pour le troisième trimestre 2019 (3.9%). Sur le long terme, les facteurs suivants seront susceptibles d'influencer les perspectives de la croissance indienne. Premièrement, le crédit bancaire et les flux financiers vers le secteur commercial conservent un niveau solide, mais ne sont pas encore généralisés. Deuxièmement, malgré la faiblesse des prix du pétrole brut et l'effet retardé de la ré-

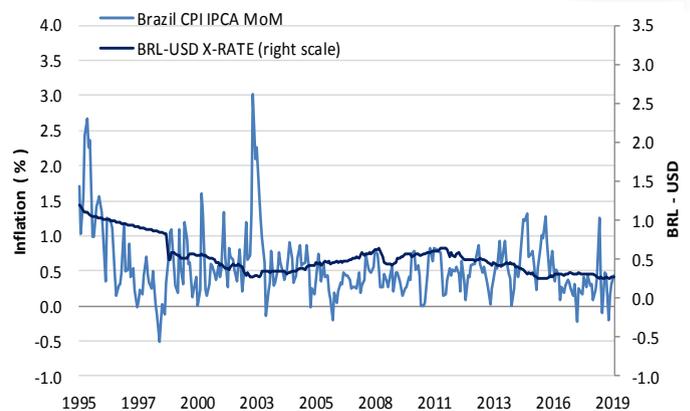
cente dépréciation de la roupie indienne sur les exportations nettes, le ralentissement de la demande mondiale pourrait poser des obstacles. Compte tenu de ces facteurs, selon la Banque centrale, la croissance du PIB pour 2019 devrait s'établir à 7.4%. Le Comité de politique monétaire souligne que l'écart de production s'est légèrement creusé, la production réelle étant légèrement inférieure au potentiel. L'activité d'investissement se redresse mais est principalement soutenue par les dépenses publiques en infrastructures. Il est dès lors nécessaire de renforcer l'activité d'investissement privé et de renforcer la consommation privée au cours des mois à venir. Dans ce contexte, le MPC a décidé de changer de politique monétaire, en passant d'une stratégie de resserrement calibré à un positionnement neutre, et de réduire de 25 points de base le taux « repo ».

Afrique du Sud – La prévision d'inflation générée par le modèle de projection trimestrielle de la Banque centrale Sud-africaine n'a pratiquement pas changé depuis la précédente réunion. L'inflation globale devrait ainsi s'établir en moyenne à 4.8% en 2019, avant d'atteindre 5.3% en 2020 et 4.7% en 2021. Les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont jugés relativement équilibrés. Ainsi, les risques à la hausse comprennent la progression des tarifs de l'électricité et de l'eau, la hausse de prix des denrées alimentaires ainsi qu'un cours du pétrole plus élevé. D'un autre côté, la diminution de l'inflation mondiale et une période prolongée d'accommodation monétaire au sein des économies avancées représentent des risques baissiers. Le produit intérieur brut sud-africain a augmenté de 1.4% au quatrième trimestre 2018, pour une progression de 0.8% sur une base annuelle. La SARB s'attend désormais à ce que la croissance du PIB en 2019 atteigne 1.3%, contre 1.7% initialement prévu en janvier. Les prévisions pour 2020 et 2021 se rapprochent de 2%, à respectivement 1.8% (contre 2.0%) et 2.0% (contre 2.2%). Ces prévisions en baisse résultent du ralentissement plus important que prévu de l'économie mondiale, du déclin de la confiance des entreprises et de la pression croissante sur le revenu disponible des ménages. Compte tenu des incertitudes économiques actuelles, une politique macroéconomique prudente combinée à des réformes structurelles visant à accroître le rythme de croissance et à réduire la structure de coûts de l'économie sont devenues encore plus urgentes.

Rouble VS USD

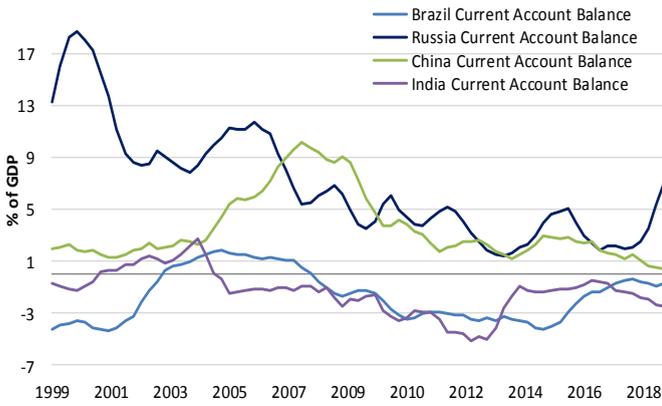


Inflation et taux de change

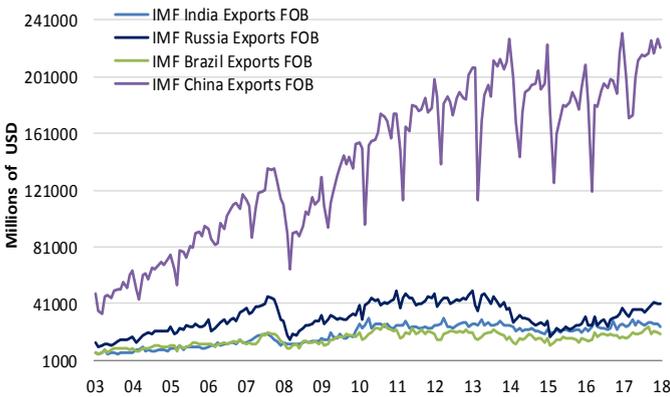


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

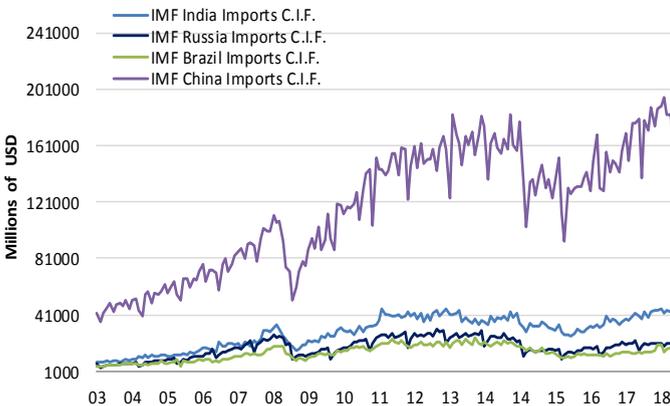
Balance courante



Exportations BRIC



Importations BRIC



Colombie – En février, l'indice des prix à la consommation a diminué pour atteindre 3.01%. Les anticipations d'inflation ont baissé, mais restent tout de même légèrement au-dessus de 3.0%. Les prévisions des analystes pour les années à venir se situent entre 3.0% et 3.5%. La croissance de l'économie colombienne sur le dernier trimestre de l'année 2018 (2.9%) a été légèrement supérieure aux prévisions, grâce notamment à une meilleure contribution de la demande intérieure. Les nouveaux chiffres concernant l'activité économique pour le premier trimestre 2019 suggèrent que l'économie croîtrait à un rythme plus rapide qu'à fin 2018. Ainsi, pour 2019, le personnel technique de la Banque centrale table sur une croissance de 3.5% et estime que les capacités inutilisées de l'économie continueront à diminuer. La Banque centrale colombienne a ainsi jugé approprié de conserver son taux directeur inchangé à 4.25%.

Dans ce contexte, le Comité de politique monétaire a décidé à l'unanimité de maintenir le taux directeur à 6.75% par an et continue d'estimer que la politique monétaire se doit d'être accommodante. Les mesures de politique monétaire continueront de viser à ancrer les anticipations d'inflation plus près du point médian de la cible d'inflation, dans l'intérêt d'une croissance équilibrée et durable. Le MPC est d'avis qu'il y a peu de preuves de pressions de la demande sur l'économie. À moyen terme, la hausse des prix de l'électricité, des carburants et des denrées alimentaires pourrait avoir des répercussions sur les coûts.

Indonésie – La Banque centrale a maintenu son taux de référence inchangé à 6%. Les décideurs ont déclaré que cette décision est cohérente avec les efforts déployés pour réduire l'écart du compte courant aux alentours de 2.5% du PIB en 2019 et afin de préserver l'attractivité des marchés financiers nationaux pour les investisseurs étrangers. Pour 2019, la Banque centrale prévoit une inflation inférieure au point médian de la fourchette cible de 2.5 à 4.5%, tandis que la croissance du PIB devrait se situer entre 5.0 et 5.4%.

Mexique – La Banque centrale du Mexique a maintenu son taux d'intérêt de référence à 8.25%, son niveau le plus élevé en 10 ans. Conforme aux attentes du marché, le taux d'inflation annuel mexicain a diminué pour s'établir à 3.94% en février 2019, son niveau le plus bas depuis le mois de décembre 2016, contre 4.37% le mois précédent.

Taiwan – La Banque centrale de Taïwan a laissé son taux directeur inchangé à 1.375%, répondant ainsi aux attentes du marché, s'attendant à ce que l'économie taiwanaise se développe un peu plus lentement cette année en raison de la croissance mondiale plus faible et des incertitudes persistantes concernant le commerce international. La Banque centrale prévoit une croissance du PIB taiwanais de 2.13% en 2019, un niveau inférieur à celui de l'année précédente, alors que l'inflation est attendue à 0.91% au terme de l'année en cours.

Turquie – La Banque centrale de Turquie a maintenu son taux directeur à 24% le 6 mars dernier, indiquant que les risques pour la stabilité des prix persistaient malgré une certaine amélioration des perspectives d'inflation. Le taux d'inflation annuel du pays est tombé à 19.67% en février, son niveau le plus bas en six mois, mais toujours bien au-dessus de l'objectif de 5% fixé par la Banque centrale.

Roumanie, République Tchèque, Pologne, Hongrie

La Banque nationale de Roumanie a maintenu son taux directeur à 2.5%, conformément aux attentes du marché. En février 2019, l'inflation annuelle (3.8%) s'est établie au-dessus des attentes et a atteint un sommet sur quatre mois, hors de la limite supérieure de la fourchette de l'objectif cible de 1.5 à 3.5% de la Banque.

La Banque nationale tchèque a gardé son taux directeur inchangé à 1.75% au cours de sa dernière réunion. En février, l'inflation nationale a quant à elle atteint un sommet des 16 derniers mois à 2.7%, soit sensiblement supérieur à l'objectif de 2%.

La Banque nationale de Pologne a maintenu son taux de référence à un niveau historiquement bas (1.5%), conformément aux attentes du marché. Le PIB du pays a augmenté de 4.9% au T4 2018. Il s'agit du taux de croissance le plus faible depuis le T2 2017, en raison notamment du ralentissement de la consommation des ménages (3% contre 3.3% au T3) et des dépenses publiques (2.2% contre 2.7%).

La Banque nationale hongroise a conservé son taux de référence inchangé à 0.9% en mars. Le taux d'inflation a quant à lui dépassé l'objectif de 3% en février (contre 3.2% en janvier).

TIMELESS PLEASURE AT PARK GSTAAD




PARK GSTAAD

Wispilenstrasse 29, CH-3780 Gstaad
tel: +41 (0) 33 748 98 00
welcome@parkgstaad.ch
www.parkgstaad.ch


THE LEADING HOTELS
OF THE WORLD


QUALITY
Our Passion


SWISS DELUXE HOTELS

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Devises

- La BNS ne changera pas sa politique d'affaiblissement du franc en 2019
- L'euro fait de la résistance
- Perspectives mixtes pour le dollar US
- Un accord commercial couplé à un yuan fort

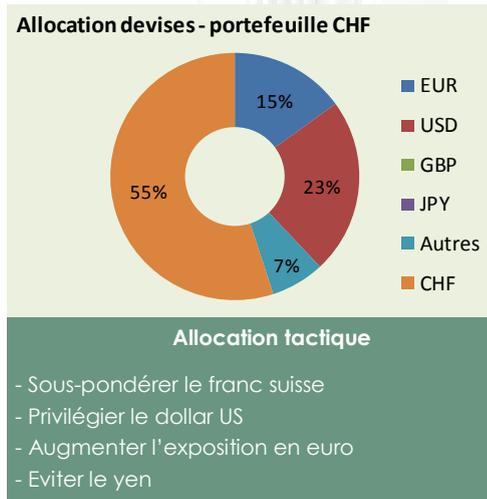
LIQUIDITES/DEVICES	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)						
	3mois	1an	sous exposition	neutre	surpondération				
			---	--	-	=	+	++	++
EUR vs CHF	↗	↗							
USD vs CHF	↗	↗							
GBP vs CHF	↘	↘							
JPY vs CHF	↘	↘							
EUR vs USD	↗	↗							
USD vs JPY	↗	↗							
GBP vs USD	↘	↘							

La BNS ne changera pas sa politique d'affaiblissement du franc en 2019

La croissance de l'économie suisse s'est avérée similaire à celle de la zone euro au 4ème trimestre, mais elle conserve une avance notable sur l'ensemble de l'année. Le différentiel de croissance économique n'a donc pas été un facteur d'ajustement pour le taux de change et en l'absence de tendance marquée sur le front des taux d'intérêt, la stabilisation s'est poursuivie. Nous restons d'avis qu'une nouvelle phase de faiblesse future du franc dépendra encore de la performance économique relative et du différentiel de taux d'intérêt entre le franc et l'euro. Nous estimons toujours que la BNS ne remontera pas aussi rapidement ses taux directeurs que ne le fera la BCE, ce qui semble aujourd'hui peu probable en 2019. Entre temps, le taux de change devrait se stabiliser entre 1.12 et 1.17 contre euro. En ce qui concerne le dollar US, le différentiel de taux et de croissance est toujours un facteur positif pour le dollar. Si cette situation n'est pas nouvelle elle pourrait toutefois être suffisante pour soutenir une nouvelle tendance favorable au dollar.

L'euro fait de la résistance

L'environnement économique ne s'est pas amélioré dans la zone euro ces derniers mois, mais la monnaie unique reste pourtant relativement stable dans ce contexte toujours plus incertain. La baisse des rendements en euro n'a pas réellement affecté la devise qui s'est stabilisée contre le dollar US entre 1.12 et 1.15. Le différentiel de taux d'intérêt avec le dollar US et les divergences de performances économiques n'ont en effet pas provoqué de mouvements significatifs. Le taux de change actuel de 1.13 USD pour 1 euro intègre probablement déjà les risques de ralentissement connus de la zone euro. La stabilisation actuelle pourrait alors faire place à une appréciation de l'euro en 2019, en cas de normalisation des perspectives de croissance, ce qui semble difficile à prévoir aujourd'hui. Mais dans le cas contraire, une chute de l'euro/dollar apparaît probable dans un environnement caractérisé par une plus forte pression baissière sur les taux longs en euro et une stabilisation probable des taux longs en dollars US.



Perspectives mixtes pour le dollar US

Le dollar profite encore de différentiels de croissance et de taux attractifs, notamment contre le franc suisse et l'euro. Cette situation devrait perdurer et même s'affirmer au cours des prochains mois, à moins d'une surprise majeure. A plus long terme cependant, les écarts de rendements devraient être attaqués par la hausse des taux qui interviendra en zone euro et dans d'autres pays développés et émergents. Nous maintenons une prévision haussière pour le dollar/franc suisse pouvant atteindre 1 à 1.05 franc. La devise américaine devrait très progressivement reprendre de son attrait par rapport à l'euro et aux devises émergentes, dans un contexte caractérisé par une amélioration du climat économique. Le dollar devrait également s'affaiblir contre le yuan.

Yen nécessairement plus faible

Nous ne modifions pas nos perspectives pour le yen qui restent baissières pour 2019. Nous indiquions depuis plusieurs trimestres déjà que la faiblesse du yen était une condition indispensable à la relance de l'activité au Japon et à la reprise de l'inflation. Celle-ci devait apporter une nouvelle bouffée d'oxygène à l'économie japonaise et lui permettre de reprendre un rythme de croissance plus soutenu. La politique monétaire vise toujours à affaiblir le yen, mais les moyens à disposition de la BoJ restent encore limités. Nous sommes toujours d'avis que le yen devrait normalement être délaissé par les investisseurs, en raison d'un environnement de taux d'intérêt totalement défavorable et de différentiels de taux qui devraient encore pénaliser la monnaie nipponne. La mise en œuvre de la normalisation de la politique monétaire américaine, même à un rythme réduit, ainsi que les perspectives de rebond modéré des taux longs internationaux devraient ainsi peser plus nettement sur la valeur du yen en 2019.

Les cours du yen se sont avérés particulièrement fluctuant entre la fin de l'année et le début 2019, enregistrant une appréciation de +5% en quelques semaines qui a été suivie d'un affaiblissement de près de -4% au cours du 1er trimestre 2019. Le yen devrait s'approcher à nouveau du niveau de 115 contre le dollar US et se stabiliser ensuite au-dessus de cette valeur.

Un « no deal » peut encore frapper la Livre sterling

La Livre sterling est plus que jamais otage de la situation politique complexe entourant le Brexit. Le Royaume-Uni aurait déjà dû sortir de l'Union européenne au 29 mars sans un accord. La perspective d'un « no deal » étant certainement la pire situation tant pour le Royaume-Uni que pour l'Union européenne un délai supplémentaire a été accordé à Theresa May pour lui permettre de tenter une dernière manœuvre politique permettant de sauver la situation catastrophique qui se dessine. Le 13 avril, puis ultimement le 23 mai, une solution devra être avalisée. A l'heure où nous écrivons ces lignes, la situation est dans une impasse politique qui ne semble étonnamment plus affecter la Livre sterling. La devise britannique est effectivement en phase de stabilisation depuis neuf mois dans l'attente d'une solution négociée du Brexit. La probabilité d'un « no deal » n'est certainement pas prise en considération pour l'instant, alors que le risque de dévaluation de la Livre n'est de loin pas négligeable. Dans un tel contexte, nous maintenons une position prudente sur la Livre sterling.

Changement de tendance pour le dollar australien

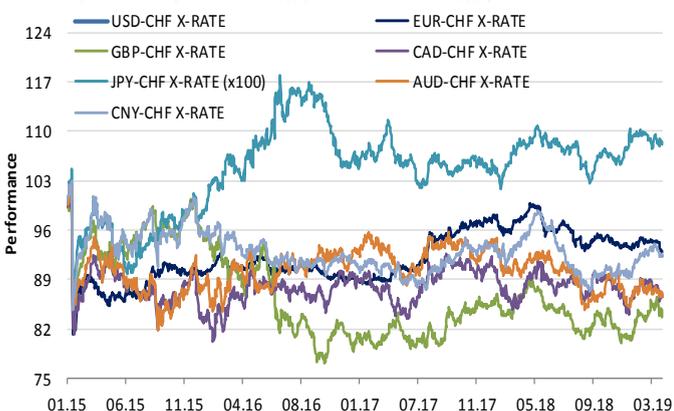
Le dollar australien devrait être soutenu par des nouvelles économiques positives aussi bien sur le plan domestique (marché de l'emploi particulièrement solide) que sur le plan international (perspective de relance du commerce international et de la demande chinoise). L'excédent commercial australien a enregistré une progression record à 4.8 milliards de USD en février suite à une progression des exportations et une baisse des importations. De meilleurs prix des matières premières ont été favorables à l'économie australienne et devraient encore avoir des effets positifs au cours des prochains trimestres sur le PIB. Les meilleures statistiques chinoises auront aussi un impact positif, alors que la RBA annonce une politique monétaire toujours accommodante.

Globalement, l'économie australienne reste assez dépendante de la Chine, une amélioration des perspectives économiques chinoises relèverait celles de l'économie australienne et de la demande de dollars australiens. La devise profitera de ces développements pour s'apprécier et retrouver son cours moyen des trois dernières années de 0.76 AUD pour 1 USD.

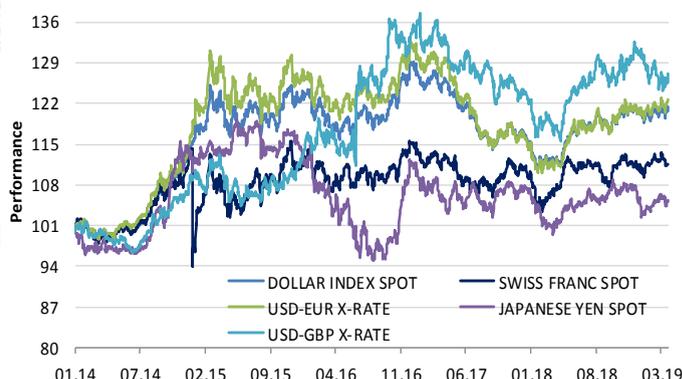
Un accord commercial couplé à un yuan fort

Il y a quelques mois nous relevions que le yuan, qui avait souffert du conflit opposant Washington et Pékin jusqu'en novembre 2018, devrait logiquement bénéficier d'un apaisement des tensions et de la volonté commune désormais affichée de trouver une solution au différend qui les opposaient. Bien qu'aucun accord ne soit encore approuvé, les concessions faites semblent démontrer la bonne volonté de Pékin de trouver un accord. Le yuan s'est apprécié de +2.5% environ contre le dollar au cours du 1er trimestre 2018 malgré la dégradation du commerce extérieur chinois. Nous estimons qu'un prochain accord sera favorable au yuan qui bénéficie sur le plan international d'une reconnaissance croissante des investisseurs de sa qualité de devise internationale sérieuse. Mais il n'est pas exclu non plus que la valorisation du yuan soit un thème indirectement ou directement lié aux négociations en cours entre les deux pays. Un engagement de la part du gouvernement chinois à ne pas laisser dévaluer le yuan est sans doute une contrepartie attendue des autorités américaines pour finaliser un accord. Le taux de change yuan/USD s'est déjà ajusté ce trimestre en retrouvant le niveau d'équilibre que nous avons projeté à court terme de 6.7 yuan pour 1 USD en cas de succès des négociations actuelles. Une stabilisation temporaire à ce niveau devrait être suivie assez rapidement d'une nouvelle phase d'appréciation de la monnaie chinoise contre le dollar.

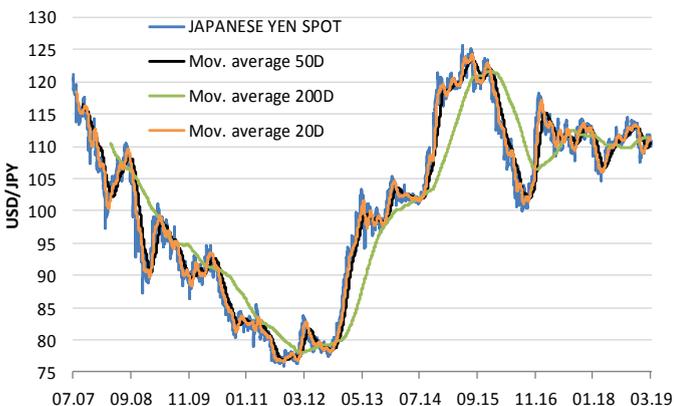
Evolution des 7 principales devises contre CHF (base 100)



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



Taux de change JPY/USD



Taux de change EUR/USD



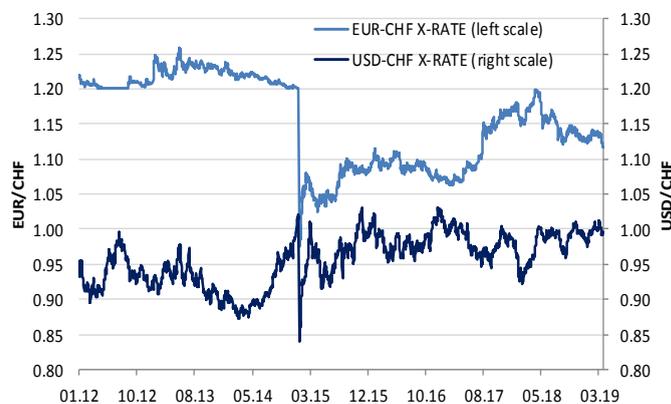
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

DEVISES

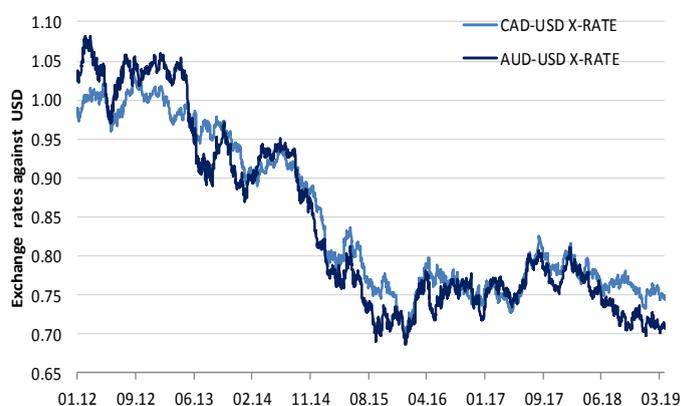
31.03.2019

Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
CONTRE DOLLAR						
EUR-USD X-RATE	1.12	-0.74	-1.29	-2.17	-2.86	-2.17
CHF-USD X-RATE	1.00	-0.19	0.38	-1.37	-1.14	-1.37
GBP-USD X-RATE	1.30	-1.32	-1.26	2.20	0.43	2.20
JPY-USD X-RATE	0.01	-0.84	0.94	-1.12	2.55	-1.12
CAD-USD X-RATE	0.75	0.59	-0.39	2.17	-3.95	2.17
AUD-USD X-RATE	0.71	0.18	0.24	0.67	-1.28	0.67
RUB-USD X-RATE	0.02	-1.74	0.26	5.26	-0.33	5.26
CNY-USD X-RATE	0.15	0.09	-0.09	2.48	2.34	2.48
INR-USD X-RATE	0.01	-0.32	2.30	0.36	5.66	0.36
BRL-USD X-RATE	0.26	-0.43	-3.74	-1.01	0.51	-1.01
CONTRE FRANC SUISSE						
USD-CHF X-RATE	1.00	0.16	-0.41	1.33	1.15	1.33
EUR-CHF X-RATE	1.12	-0.57	-1.72	-0.82	-1.75	-0.82
GBP-CHF X-RATE	1.30	-1.16	-1.71	3.57	1.57	3.57
JPY-CHF X-RATE (x100)	0.90	-0.65	0.58	0.21	3.74	0.21
CAD-CHF X-RATE	0.75	0.77	-0.81	3.48	-2.84	3.48
AUD-CHF X-RATE	0.71	0.38	-0.16	1.74	-0.13	1.74
RUB-CHF X-RATE	0.02	-1.50	-0.13	6.69	0.80	6.69
CNY-CHF X-RATE	0.15	0.34	-0.47	3.92	3.56	3.92
INR-CHF X-RATE	0.01	-0.69	1.42	1.42	6.72	1.42
BRL-CHF X-RATE	0.25	0.00	-4.15	0.40	1.60	0.40

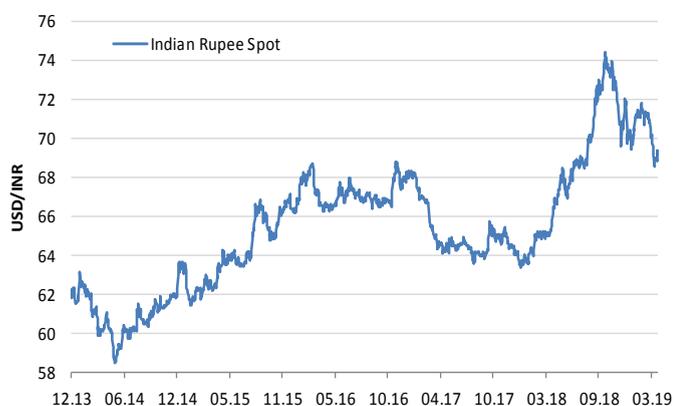
Taux de change EUR/CHF - USD/CHF



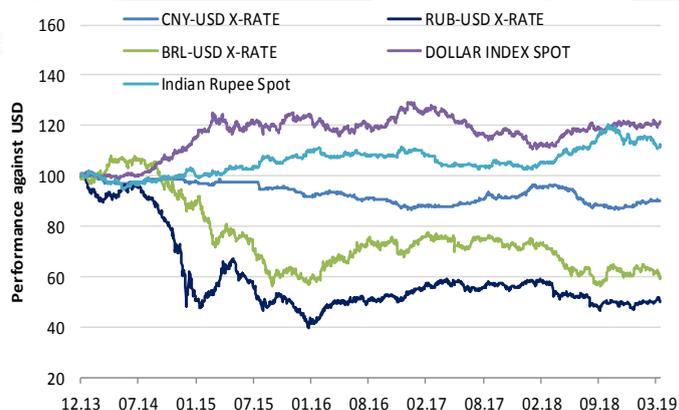
Taux de change CAD/USD - AUD/USD



Roupie Indienne



Monnaies émergentes VS USD (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Obligations internationales

- La Réserve fédérale ne touchera plus ses taux en 2019
- Relance de l'inflation et des taux longs
- Disparition des rendements sur les marchés obligataires en euros
- Le marché américain reste privilégié

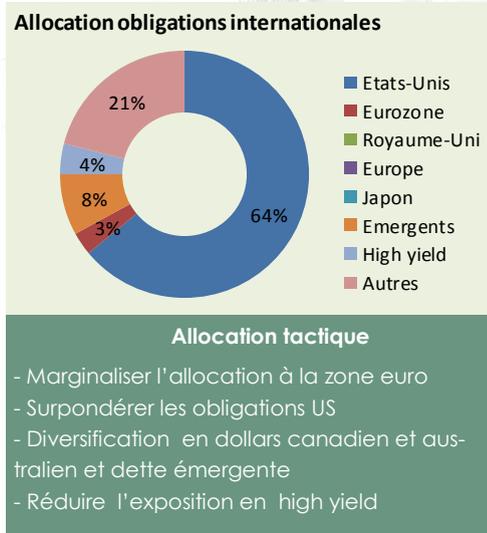
OBLIGATIONS (Régions/devises)	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)						
	3mois	1an	sous exposition			neutre surpondération			
			---	--	-	=	+	++	++
Suisse	↘	↘↘							
Etats-Unis	↘	↘							
Eurozone	↘	↘↘							
Royaume-Uni	↘	↘							
Europe	↘	↘↘							
Japon	↘	↘							
Emergents	↘	↘							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

La Réserve fédérale ne touchera plus ses taux en 2019

La neuvième hausse des taux de la réserve fédérale américaine en décembre 2018 semble déjà embarrasser la Fed qui devra adopter une politique particulièrement prudente en 2019 afin d'éviter tout risque de dérapage de l'économie. Les membres du FOMC devront sans doute s'armer de patience avant de procéder à une dixième hausse. Le niveau actuel des taux directeur est désormais qualifié de « neutre » il n'y a donc que très peu de risque de voir la Fed toucher ses taux directeurs dans un contexte de probable fléchissement temporaire de l'activité au 1er trimestre. Le président Powell est resté positif sur la situation conjoncturelle américaine lors de la dernière conférence de presse de la Fed, mais il succombe également à la tendance générale d'abaissement des perspectives pour 2019 et recalibre très sensiblement ses projections de politique monétaire en annonçant une hausse de taux directeurs sur un horizon temps de trois ans. La Fed ramène sa prévision de croissance du PIB de +2.3% à +2.1% et celle de l'inflation de +1.9% à +1.8%. Sa prévision pour le taux de chômage reste inchangée à 3.7%. Ce changement d'attitude reflète à notre avis une inquiétude croissante au sujet des implications potentiellement négatives de la poursuite de la normalisation de sa politique monétaire dans le contexte actuel un peu plus incertain. Cette nouvelle prudence nous semble toutefois cohérente avec notre conviction que la Fed préférera réagir avec retard à une relance future de l'inflation que de mettre en œuvre une politique de normalisation prématurée. La récente baisse des indices de prix depuis les plus hauts niveaux de l'année 2018 confortera la politique attentiste de la Fed. Nous estimons toujours que la Fed fera preuve de la plus grande flexibilité dans le pilotage de sa politique monétaire en 2019 en écartant toutefois pour l'instant la probabilité d'une baisse des taux directeurs comme le suggère pourtant déjà l'évolution récente des « Fed funds » qui donne une probabilité de 50% à la baisse en début 2020.

L'aplatissement de la courbe des taux US suite à la baisse des taux longs, n'annonce pas une récession selon nous dans le contexte actuel comme on l'entend trop souvent, mais cette situation est clairement un facteur tétanisant pour les membres du FOMC, qui ne sont pas prêts à prendre le risque d'agir en l'absence d'une réaccélération de l'économie. Selon la Réserve fédérale, il n'est donc plus nécessaire de resserrer les taux pour prévenir une accélération de l'inflation. Elle a également décidé de freiner son processus de réduction de la taille de son bilan en limitant de 30 à 15 milliards par mois son action. Elle est également prête à interrompre tout simplement son action si nécessaire dès le mois de septembre. Ce faisant la banque centrale américaine montre clairement sa volonté de stopper son processus de normalisation pour prendre en compte les risques de ralentissement de la croissance mondiale. L'objectif pour les Fed funds reste de 2.25 à 2.50%.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



Relance de l'inflation et des taux longs

L'affaiblissement de l'inflation des derniers mois est encore essentiellement lié à la chute des cours de l'énergie et ne sera que temporaire. Nous estimions en début d'année que les perspectives économiques positives devaient rapidement inverser la tendance des cours du pétrole et relever à nouveau les indices de prix globaux. Depuis le 1er janvier, la hausse des cours du brut a atteint +33% et devrait donc commencer à affecter la mesure de l'inflation. La hausse du revenu des ménages augmente le pouvoir d'achat et la capacité des entreprises à augmenter leurs prix de vente, poussant ainsi à la hausse les pressions inflationnistes. Nous pensons que l'inflation dépassera prochainement à nouveau l'objectif mentionné par la Fed, sans que celle-ci ne réagisse pour autant. L'inflation des salaires est ainsi un facteur clé pour l'évolution des indices de prix en 2019, qui pourrait être plus rapidement visible dans le secteur des services. Pour l'instant, le scénario économique dominant dans les marchés de taux semble encore être celui du fléchissement de la croissance. Les perspectives pour le 1er trimestre sont certes légèrement en retrait (+1.5%), mais la reprise attendue pour le second trimestre (+2.6%) pourrait être soutenue par l'annonce d'une solution au conflit opposant toujours américains et chinois sur le commerce. La correction des taux longs de 3.2% à 2.6% observée entre novembre et décembre s'est encore amplifiée dans les derniers jours du mois de mars.

INDICES OBLIGATIONS (en monnaies locales)

31.03.2019		Total Return Performance						
Name	Last price	Curr.	7 d%	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
OBLIGATIONS SUISSES	SBI AAA-BBB	139.0	CHF	0.0	1.3	1.8	3.1	1.8
OBLIGATIONS UE	Barclays EuroAgg	256.0	EUR	0.1	1.7	2.5	3.5	2.5
OBLIGATIONS UE - SHORT DURATION	ISHARES EURO GOV BND 1-3	144.2	EUR	0.0	0.2	0.2	0.9	0.2
OBLIGATIONS US	JPM U.S. Aggregate Bond Index	651.5	USD	0.3	2.2	3.1	4.8	3.1
OBLIGATIONS US - SHORT DURATION	BGF-USD ST DURATN BOND-USA1	8.5	USD	0.4	0.8	1.9	2.2	1.9
OBLIGATIONS EMERGENTES	JPMorgan Emerging Markets Bond	562.1	USD	0.4	1.8	7.4	5.9	7.4
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - USD	JPM Global Aggregate Bond Index	577.3	USD	-0.1	1.6	2.3	3.9	2.3
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - EUR	JPM Global Aggregate Bond Index	675.1	EUR	0.4	3.1	4.2	7.0	4.2
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - CHF	Barclays Global Agg Corporate	148.7	CHF	0.4	1.5	5.2	4.6	5.2
OBLIGATIONS CONVERTIBLES (UE)	Exane Europe Convertible Bond	7789.0	EUR	0.6	1.9	5.9	-0.2	5.9
OBLIGATIONS HIGH YIELD	Markit iBxx Gbl Dev Lq HY USD	147.4	USD	0.1	0.4	5.9	1.2	5.9
OBLIGATIONS HIGH YIELD - SHORT DURATION	AB SHORT DURATION HI YD-AT	14.7	USD	0.3	0.7	5.2	2.6	5.2

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

Cette baisse des taux longs nous semble désormais excessive dans le contexte économique actuel. Nous estimons probable qu'une remontée des taux à dix ans accompagne de meilleures statistiques économiques avant l'été.

La BCE annonce un nouveau TLTRO

Ce n'est évidemment pas une grande surprise que de constater que la BCE a quelque peu modifié sa perception de la situation conjoncturelle en Europe à la lumière du ralentissement du secteur manufacturier et de la faiblesse de la conjoncture allemande. Les prévisions de croissance annoncées lors de la dernière conférence de presse de la BCE pour l'économie européenne ont été abaissées de +1.7% (prévision de décembre) à seulement +1.1%. Face au risque de ralentissement de l'économie de la zone euro, la BCE a annoncé sa décision de repousser une première hausse des taux d'intérêt directeur à 2020 et de relancer une politique de prêts au secteur bancaire. Cette première annonce n'est pas une surprise, nous estimons déjà que le tassement conjoncturel de la fin d'année 2018 serait de nature à repousser au mieux une hausse de taux au dernier trimestre 2019. En ce qui concerne la seconde annonce, la BCE modifie assez radicalement sa position et annonce une relance des injections de liquidités dès le mois de septembre après avoir mis fin à son programme d'achat de titres, qui avait pris effet en janvier 2019. Ces injections de liquidités prendront une autre forme, elles seront ciblées sur le secteur bancaire et devront permettre de stimuler l'activité économique par une augmentation des prêts aux entreprises et aux ménages. Ces nouvelles opérations (TLTRO) de refinancement des banques pourraient porter sur plus de 700 milliards d'euros et visent notamment à éviter une contraction du crédit.

Disparition temporaire des rendements sur les marchés en euros

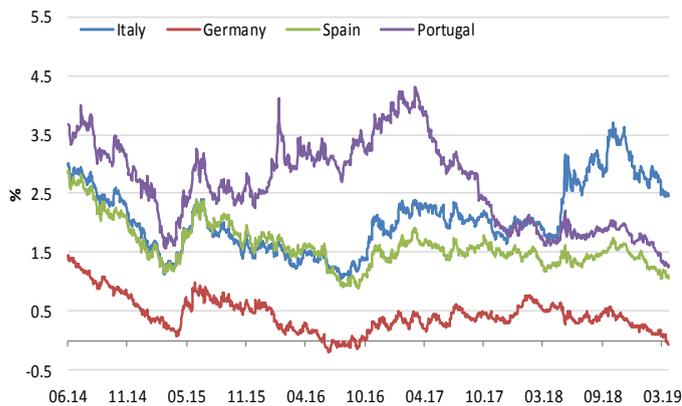
L'affaiblissement de la conjoncture dans l'Union européenne a eu un impact majeur sur l'évolution des marchés de taux en euro au cours des six derniers mois. Alors que les perspectives de croissance s'amenuisaient régulièrement au rythme de la chute des indicateurs avancés du secteur manufacturier, les taux longs en euro changeaient brutalement de cap et reprenaient une tendance baissière soutenue par une

correction concomitante des indices de prix. L'inflation est en effet assez nettement en baisse depuis plusieurs mois dans la zone euro, en raison essentiellement toutefois de la chute des prix de l'énergie. L'indice CPI s'est en effet contracté de son niveau maximum atteint en octobre 2018 de +2.3% à seulement +1.5% en février de cette année. En excluant les composantes alimentations et énergie, l'ajustement de l'indice CPI core de +1.2% à +1% est en effet moins perceptible. Ces développements n'ont pas manqué de modifier très sensiblement la perception des investisseurs du niveau adéquat des taux longs en début 2019. Les taux longs en euro ont donc suivi les indices PMI manufacturiers européens pour retrouver les niveaux historiques de l'année 2016. Le rendement du Bund à dix ans est à nouveau proche de zéro, traduisant ainsi un degré de pessimisme assez extrême des investisseurs. Le président Draghi a finalement dû aussi réviser ses attentes en matière d'inflation malgré sa conviction que le dynamisme du marché de l'emploi montrera toujours plus de signes de pressions à la hausse sur les salaires, ce qui conduira finalement à une progression de l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois. Les prévisions de la BCE ont ainsi été réduites à +1.2% pour 2019. La tendance actuelle est orientée à la baisse et le risque de hausse des taux longs est, pour l'instant, clairement repoussé par la faiblesse conjoncturelle de la zone euro. Le pessimisme est pourtant peut-être déjà extrême et particulièrement motivé par le comportement négatif du secteur manufacturier. Une stabilisation puis un retournement des indicateurs avancés dans l'industrie semble indispensable à un réajustement des anticipations sur les taux longs. Nous recommandons plus que jamais d'éviter les placements obligataires en euro dont les perspectives à moyen terme n'offrent pas d'intérêt.

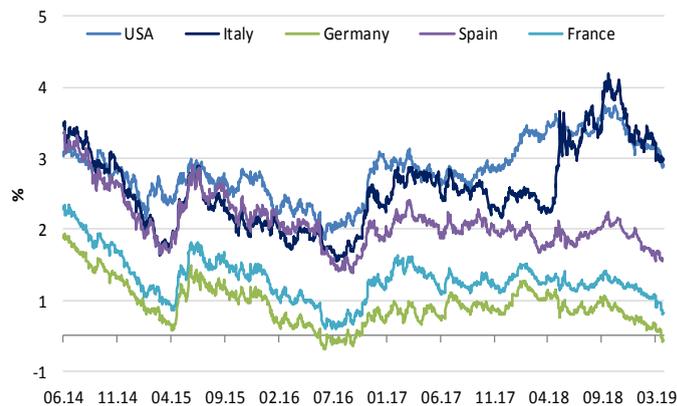
Les taux britanniques n'intègrent pas les risques d'un « no deal »

La première date butoir du Brexit du 29 mars 2019 est passée sans qu'un accord ait été trouvé entre le Royaume-Uni et l'Union européenne. La situation politique complexe dans laquelle se trouve le pays n'a pas permis à la première ministre Theresa May d'obtenir un vote positif à sa proposition négociée. Une sortie sans un accord le 13 avril ou le 23 mai est de plus en plus probable. Les effets d'un tel échec politique ne semblent pas réellement pris en compte par les marchés financiers qui ne veulent pas envisager cette issue particulièrement

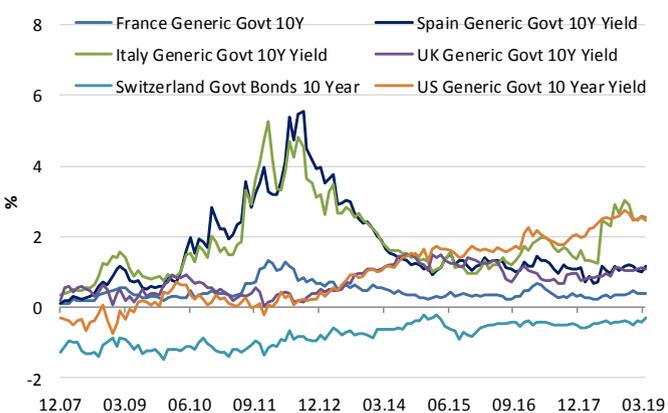
Taux à 10 ans - Gvt Europe



Taux à 10 ans - Gvt



Prime de risque vs Gvt allemand



Prime de risque vs US Treasury



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

négative pour la Livre, la croissance économique et très certainement l'inflation au Royaume-Uni pour ne mentionner que ces points principaux. Nous craignons dans cette situation que le niveau actuel de 1% sur les taux longs ne soit absolument pas adapté à une économie qui pourrait très rapidement entrer en stagflation, c'est-à-dire une croissance en chute et une hausse des indices CPI et PPI. Le niveau particulièrement bas des rendements en Livre sterling est donc associé à un risque de moins-value en capital soudaine, à un risque de dévalorisation de la Livre et à une probable perte de confiance des investisseurs. Ce contexte n'est pas particulièrement attrayant et nous recommandons de ne pas conserver d'exposition au marché de taux britannique.

Éviter les obligations japonaises

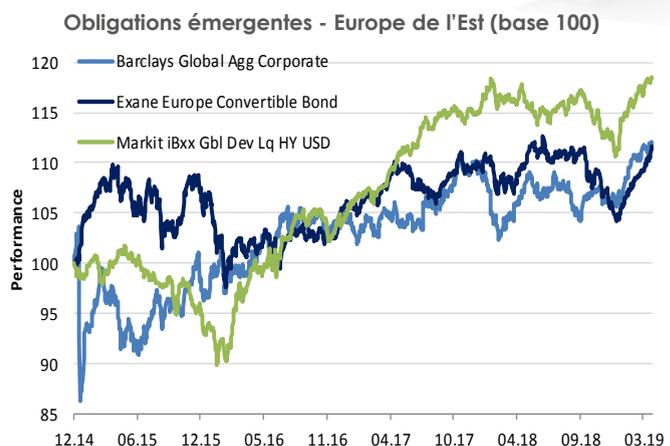
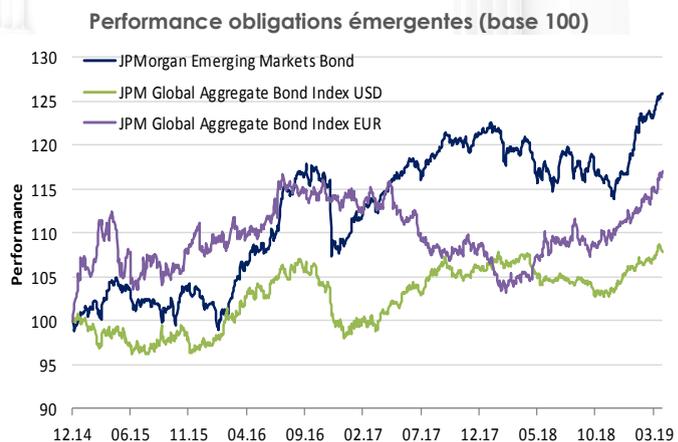
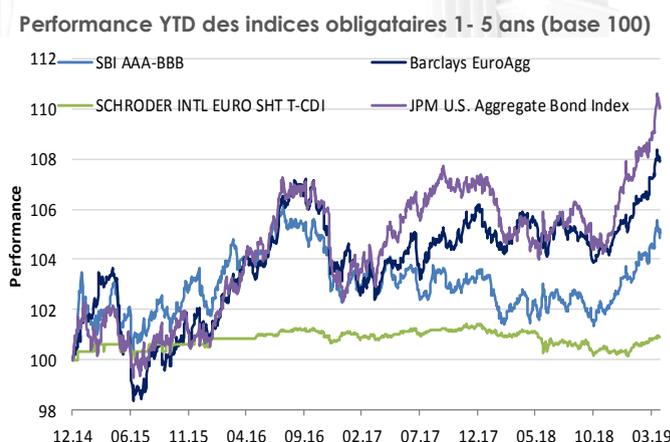
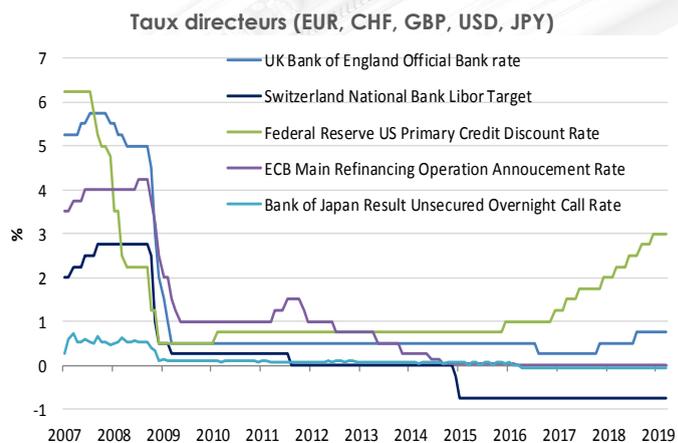
L'environnement économique n'a pas permis une reprise durable de l'inflation (CPI) qui a rapidement chuté de +1.4% en octobre 2018 à seulement +0.2% en janvier 2019. L'affaiblissement du yen était la condition d'une relance des prix, mais on est encore loin de l'objectif de la BoJ (2%). Les prix à la production ont suivi la même tendance en chutant de +3% à +0.8%. Le contexte actuel reste clairement défavorable au marché obligataire, qui n'offre toujours pas de perspectives séduisantes en termes de rendement pour l'investisseur étranger, alors que le risque de moins-values en capital est à long terme élevé.

Obligations à haut rendement et dette émergente

Les marchés obligataires « non investment grade » (+5.4%) ainsi que les marchés émergents (+6.3%) ont particulièrement bénéficié de l'amélioration du climat boursier durant le 1er trimestre, surperformant. Ces marchés ont en effet profité de plusieurs facteurs positifs à court terme qui ont soutenu des rebonds importants depuis les points bas enregistrés en décembre 2018. Ces segments de marché avaient en effet souffert durant la phase de panique boursière contrairement aux marchés obligataires développés qui profitaient des craintes de récession et de leur caractère défensif. Les primes de risque du « high yield » notamment s'étaient reconstituées en partie dans ce mouvement, mais les rebonds des cours observés ces trois derniers mois ont une nouvelle fois contracté les primes de risque de ces placements et réduit encore un peu plus les différentiels de rendement attachés à la dette émergente. Ces deux segments de marchés offrent tout de même des rendements supérieurs attractifs d'un point de vue relatif et resteront recherchés par les investisseurs en quête de « yield pick up » malgré l'écrasement des primes de risques. L'amélioration des perspectives économiques pour les prochains mois aura un effet dépressif supplémentaire sur les primes de risques en raison de la hausse des rendements des débiteurs « investment grade ». Cette situation devrait avoir un impact négatif sur ces marchés, qui bénéficieront toutefois d'un différentiel de rendement positif capable d'amortir en partie les ajustements de rendement qui interviendront nécessairement.

Le marché américain reste privilégié

La dernière chute des rendements observée en mars a été motivée par les craintes de fort ralentissement conjoncturel dès le 1er trimestre 2019. Ce dernier mouvement, comme la chute des taux longs du 4ème trimestre 2018, ne nous semble pas refléter les perspectives économiques futures moins pessimistes. Une amélioration des PMI, des indicateurs avancés et des statistiques économiques publiées au cours des prochains mois devrait provoquer un nouvel ajustement important des taux d'intérêt et une pentification assez généralisée des courbes de rendements dans la plupart des pays. Ce contexte est globalement défavorable pour les marchés obligataires, en particulier pour ceux caractérisés par des niveaux de rendements faibles dans l'absolu. Nous privilégions dans notre allocation obligataire internationale les marchés de taux présentant un rendement suffisant pour compenser, partiellement tout au moins, les effets d'une hausse des taux et d'une pentification de la courbe des taux. Dans le segment « investment grade » de pays développés nous privilégions les Etats-Unis et des durations courtes. primes de risque.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Obligations suisses

- Nouvelle anomalie sur les taux longs
- Taux suisses toujours sous influence européenne
- Hausse légère des rendements de la Confédération
- Rendements réels toujours négatifs en 2019

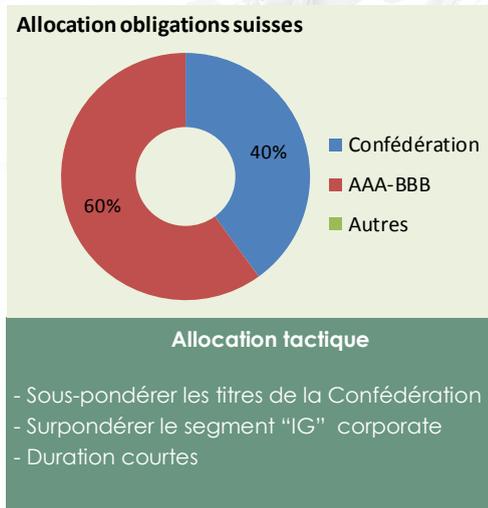
OBLIGATIONS Débiteurs	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)						
	3mois	1an	sous exposition	neutre	surpondération				
			---	--	-	=	+	++	++
Gouvernement	↘	↘							
Corporate (IG)	↘	↘							
Autres	↘	↘							

Nouvelle anomalie sur les taux longs

La normalisation des taux longs en Suisse avait 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 avant de subir un nouvel ajustement important au cours des cinq derniers mois. L'affaiblissement surprise de la croissance en zone euro et en Suisse ainsi que le déclin de l'inflation également observé dans notre pays de +1.2% en août à seulement +0.6% en février 2019 ont poussé les rendements à long terme une nouvelle fois en territoire négatif pour les obligations de la Confédération à dix ans. La chute des marchés financiers a évidemment profité aux placements à revenus fixes en période de hausse de la volatilité. Ce qui est plus étonnant en ce début d'année, c'est le fait que les marchés de taux ne réagissent pas pour l'instant à l'amélioration du climat boursier et du retour des investisseurs sur les actifs risqués. Les taux longs sont en effet encore un peu plus bas en février qu'ils ne l'étaient à la fin décembre, une situation qui nous semble tout à fait anormale dans le contexte actuel. L'accélération du processus de normalisation devra donc certainement attendre une amélioration des statistiques conjoncturelles en Suisse mais également en zone euro. Dans cette perspective, nous estimons que les taux longs suisses devraient remonter au cours des prochains mois et retrouver les niveaux du début d'année 2018. La performance des marchés obligataires en francs suisses devrait ainsi être négative au cours des prochains mois.

Taux suisses toujours sous influence européenne

L'évolution de la courbe de taux suisse restera en 2019 assez largement dépendante de la situation économique en zone euro et de l'évolution du taux de change euro/franc suisse. Si les segments très courts de ces deux courbes de taux n'ont pas subi de changement en raison



des politiques monétaires inchangées des deux banques centrales, les parties centrales et longues ont au contraire subi des corrections nettes dans le contexte économique incertain des derniers mois. Les taux à dix ans de la Confédération ont logiquement glissé dès le mois de novembre en dessous de zéro lorsque les risques de récession en Allemagne s'intensifiaient. Les deux marchés de taux ont ainsi évolué de concert jusqu'à la fin mars, les rendements en francs suisses glissaient parallèlement à ceux des taux allemands. Le différentiel de taux à dix ans restait ainsi stable et oscillait dans une marge étroite autour de 40 points de base. La plus forte correction des taux en euros des derniers jours en dessous de zéro pourcent n'a pourtant pas été suivie dans le marché suisse, réduisant ainsi le différentiel de rendement à 0.28%.

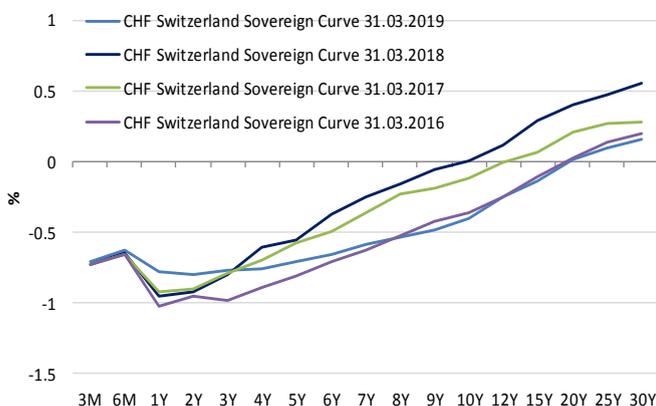
Hausse légère des rendements de la Confédération

Le scénario pessimiste qui affecte pour l'instant ces deux marchés nous semble extrême et excessif. Les anticipations de croissance pour la zone euro et la Suisse devraient s'améliorer dès le 2ème trimestre et renverser la tendance observée. Dans ce contexte, les rendements en francs suisses devraient à nouveau repasser en territoire positif, probablement dans le courant du 3ème trimestre.

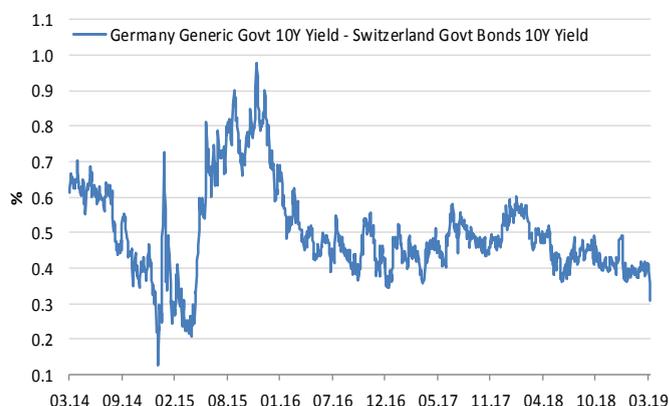
Rendements réels toujours négatifs en 2019

La chute des rendements nominaux (-0.45%) a été similaire à celle de l'inflation suisse (-0.5%) au cours des cinq derniers mois. Le rendement à long terme de -0.4% et le niveau des taux à un an de la Confédération à -0.5% sont insuffisants pour compenser une inflation en baisse mais qui reste de +0.7% sur un an en mars. Les rendements réels restent donc toujours très négatifs. Une situation anormale qui ne se corrigera toujours pas en 2019, mais qui constitue un facteur positif pour la croissance du PIB.

Courbe de taux Confédération

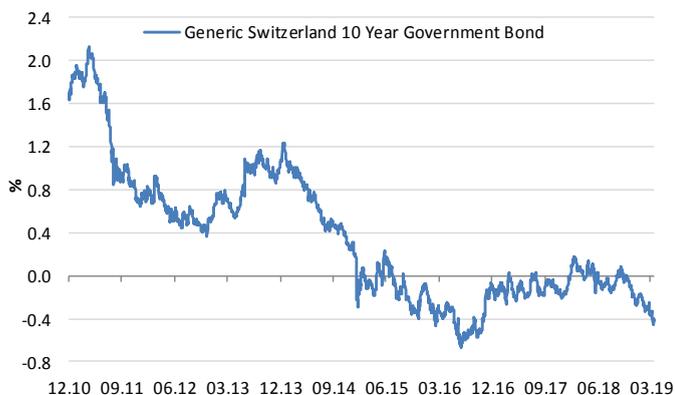


Différentiel de taux longs (Bund allemand - Confédération)

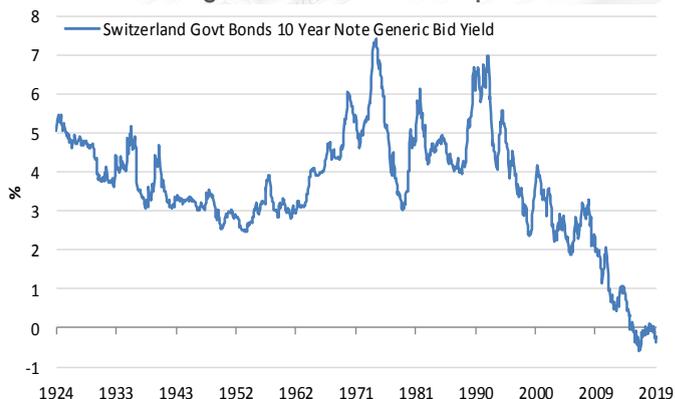


Sources graphiques: Bloomberg/BGGI Group

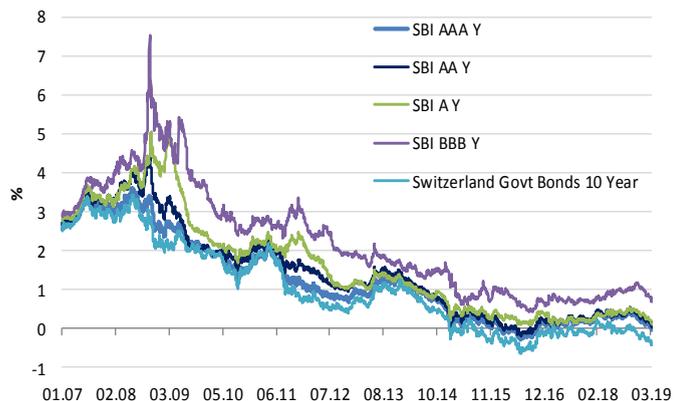
Obligations de la Confédération - taux 10 ans



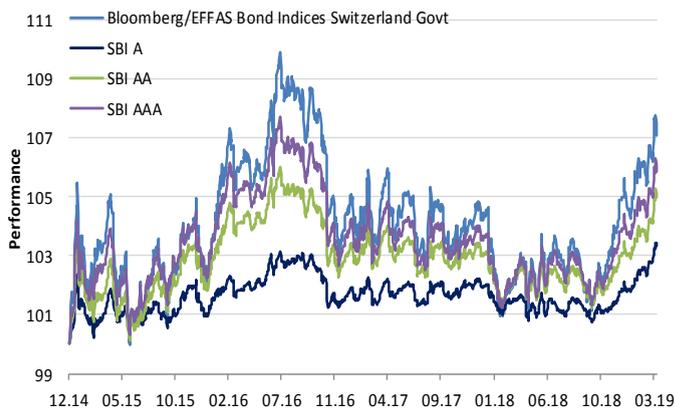
Taux longs de la Confédération depuis 1924



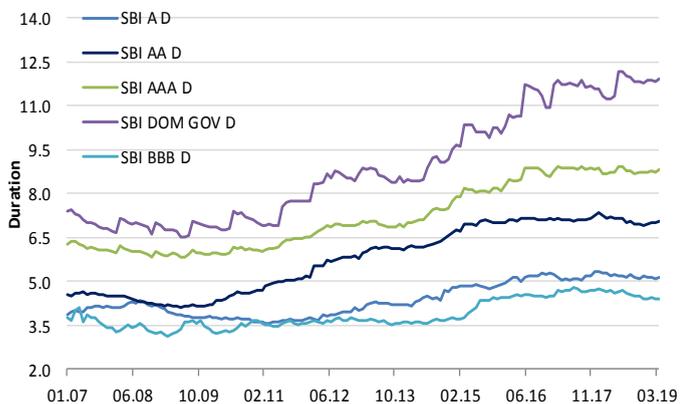
Rendement (en %) par type de débiteur



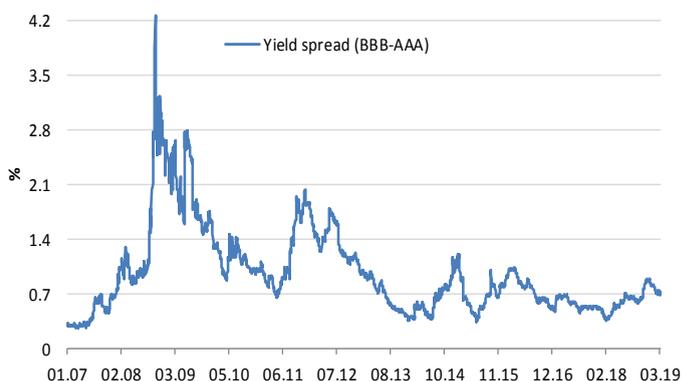
Performance des obligations suisses (base 100)



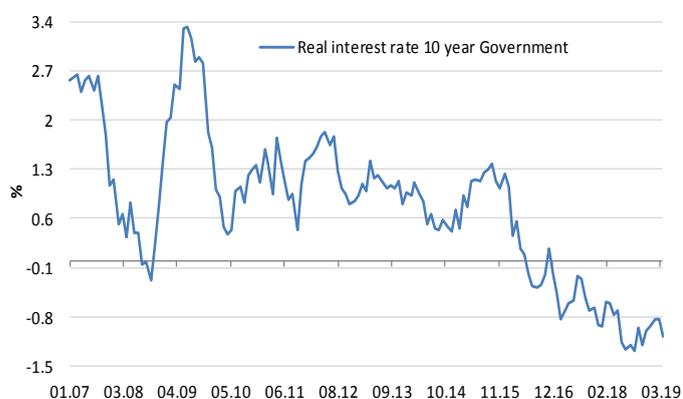
Duration des indices obligataires suisses



Ecart de rendement



Taux d'intérêt réels



INDICES OBLIGATIONS SUISSES (en CHF)

	Last price	Curr.	Total Return Performance				YTD %
			7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	
Bloomberg Barclays Series- E Switzerland Govt All > 1 Yr Bond Index	268.2	CHF	-0.5	1.6	2.0	4.8	2.0
SBI A-BBB	138.0	CHF	0.1	0.9	1.7	2.0	1.7
SBI AA-BBB	136.9	CHF	0.1	1.2	1.8	2.5	1.8
SBI AAA-AA	138.8	CHF	-0.1	1.5	1.9	3.5	1.9
SBI BBB	149.8	CHF	0.1	0.8	2.0	1.9	2.0
SBI AAA-BBB	139.0	CHF	0.0	1.3	1.8	3.1	1.8
SBI DOM GOV AAA-BBB 1-3P	68.3	CHF	-0.1	-0.2	-0.7	-1.2	-0.7
SBI DOM GOV AAA-BBB 3-7P	87.7	CHF	-0.2	0.2	-0.2	0.3	-0.2
SBI DOM GOV AAA-BBB 7+ P	131.3	CHF	-0.8	2.2	2.5	6.1	2.5

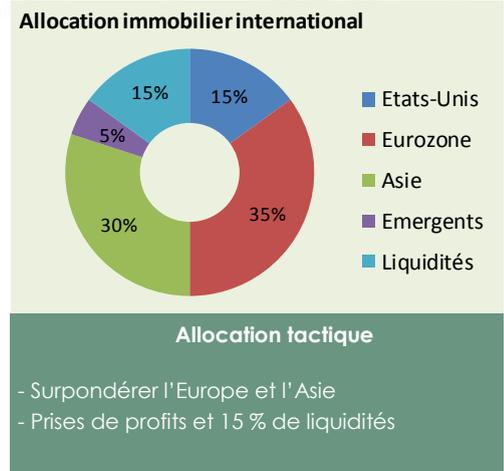
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Immobilier international

- Un trimestre exceptionnel pour l'immobilier indirect
- Hausse plus modérée des prix de l'immobilier direct
- Expansion économique favorable aux placements immobiliers
- Valorisations pas encore menacées par les taux d'intérêt
- Allocation tactique réduite aux Etats-Unis

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



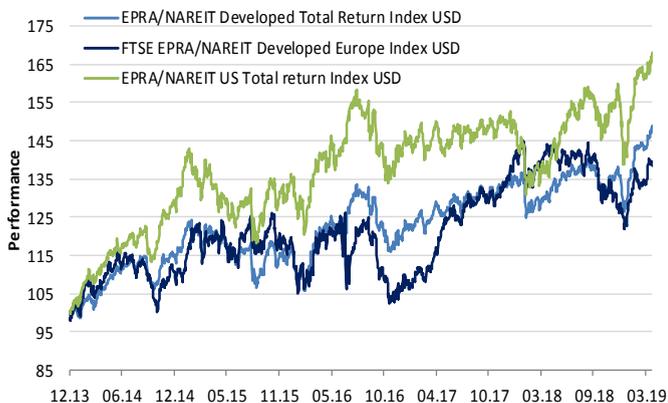
Un trimestre exceptionnel pour l'immobilier indirect

Nous parlons de véritable cubaine et de réelle opportunité d'investissement pour qualifier la situation sur divers marchés immobiliers titrisés en fin d'année qui subissaient les dégagements d'investisseurs paniqués par l'émergence d'un scénario extrême de récession américaine couplée à un effondrement de la croissance mondiale en 2019. La chute de l'immobilier coté s'établissait à plus de -6% en 2018, dont l'essentiel (-5%) s'était produit en décembre. Nous relevions alors que le caractère irrationnel de ces corrections de valeur serait temporaire et correspondait sans doute plus à un effet de panique générale dans les marchés boursiers qu'à un réel changement de situation dans l'ensemble des marchés immobiliers internationaux. Notre recommandation était alors de profiter de cette opportunité de repositionnement à bon compte pour privilégier les marchés asiatiques et se positionner plus largement aussi sur les marchés américains et européens. Le premier trimestre 2019 aura donc salvé cette stratégie en lui permettant de bénéficier de hausses parfois considérables des valeurs immobilières cotées. D'un point de vue global, l'immobilier titrisé international a enregistré une progression impressionnante de +14.7% en seulement trois mois, dépassant très largement la correction de -5% du mois de décembre. La performance des indices immobiliers internationaux a ainsi dépassé celle des indices actions (+12.5%), ce qui constitue un événement particulièrement important dans le contexte de ce début d'année toujours incertain, mais malgré tout plus serein. Tous les grands

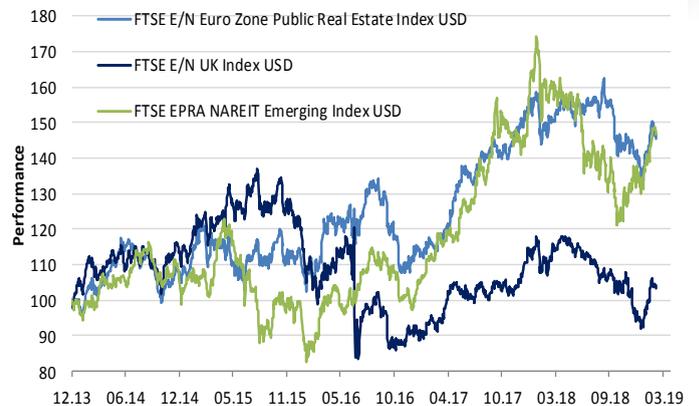
marchés immobiliers titrisés ont participé à cette reprise fulgurante. Les pays émergents (+18%) et l'Asie (+14.4%) enregistrent les meilleurs résultats, mais les Etats-Unis (+15.5%), l'Europe (+13.1%) et le Royaume-Uni (+11.3%) profitent aussi de rebonds importants.

La première phase importante de baisse des taux longs, parfois en dessous de zéro, qui était intervenue en décembre n'avait pas eu d'effet positif sur l'immobilier coté, bien au contraire. Mais au cours de ces derniers mois, dans un contexte boursier plus optimiste, ce facteur a certainement contribué à la hausse des titres immobiliers. Cependant, nous pensons qu'il ne devrait plus avoir un rôle positif identique au cours des prochains mois, en raison du renversement de tendance probable que nous anticipons pour les marchés de taux dans le meilleur environnement conjoncturel des trimestres à venir. En terme de politique de placement, nous estimons toutefois que les placements immobiliers titrisés offrent toujours des rendements très séduisants en comparaison à ceux servis sur les marchés obligataires. L'immobilier international titrisé est donc toujours une forme de diversification intéressante pour les investisseurs. Les performances attendues pour les prochains trimestres seront nécessairement inférieures à celles obtenues en ce début d'année, mais nous prévoyons pour la plupart des marchés régionaux des rendements très nettement supérieurs à ceux des obligations ainsi que des gains en capitaux additionnels. Les primes de risque sont suffisantes pour motiver une surpondération à cette classe d'actifs.

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



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



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

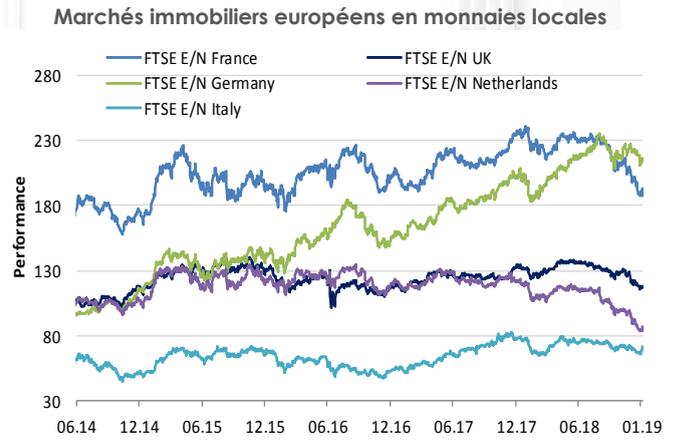
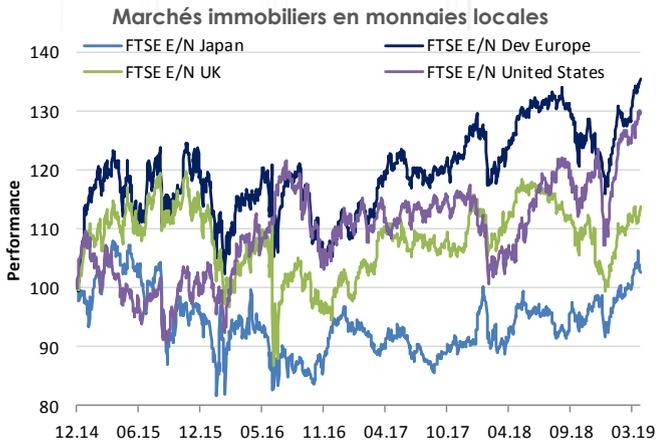
Hausse plus modérée des prix de l'immobilier direct

Le marché immobilier américain direct se stabilise depuis plusieurs mois déjà. Le segment résidentiel était encore en décélération en ce début d'année, mais la croissance des prix de l'immobilier sur un an s'établit toujours à environ +3.6% en janvier, sensiblement moins que la hausse de l'année précédente à la même période. Les résultats intermédiaires semblent suggérer une reprise des prix au cours des derniers mois. Le marché résidentiel devrait pouvoir profiter de la baisse récente des taux d'intérêt hypothécaires et de la visibilité offerte par l'attitude nouvelle du président de la Réserve fédérale sur la politique monétaire. Cette situation devrait être un soutien à la demande et provoquer une progression des prix d'environ +5% d'ici 2020. La demande devrait donc se renforcer, en raison également d'un marché de l'emploi toujours plus robuste, d'un degré de confiance élevé, de revenus disponibles croissants et donc d'une capacité accrue des ménages à acquérir de l'immobilier résidentiel. La dynamique économique américaine n'est pas remise en question et soutiendra une poursuite de la progression des prix à un rythme toutefois très nettement inférieur.

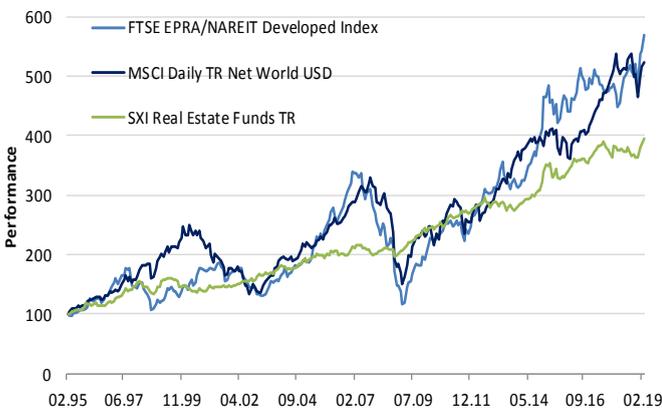
L'incertitude qui entoure encore la question non résolue de la future forme que prendra le Brexit pèse toujours un peu plus sur les prix de l'immobilier au Royaume-Uni, de plus en plus volatiles en ce début d'année. La dernière publication des prix de l'immobilier résidentiel pour le mois de mars (-1.6%) contraste avec le rebond de février (+6%), qui était précédé d'une chute de -2.6%. Les prix des maisons chutent plus nettement à Londres que dans le reste du pays. 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.

Alors qu'un « hard Brexit » ou un « no deal » feraient certainement chuter les prix de l'immobilier au Royaume-Uni, les conséquences pour les marchés européens pourraient être favorables. De nombreux travailleurs rentrant dans leurs pays pourraient soutenir la demande et les prix. En Europe, le marché portugais est aussi bien positionné pour être un marché toujours très demandé, mais la hausse des prix de l'immobilier en Europe concerne en fait presque tous les pays qui profitent de conditions de financement particulièrement avantageuses et qui devraient encore soutenir en 2019 une poursuite de la tendance haussière des prix des logements.

En Chine les prix de l'immobilier ont progressé de +11.1% sur un an en janvier 2019, alors que la hausse des prix se poursuit à un rythme raisonnable de +0.53% sur un mois en février. La tendance haussière touche pratiquement toutes les villes du pays puisque le Bureau national de statistiques relève que 57 villes sur 70 enregistrent une progression mensuelle. A Hong Kong, les prix de l'immobilier ont enfin décliné après plus de deux ans de progression régulière. La baisse a commencé pendant l'été 2018 et s'est poursuivie jusqu'à ce jour en raison des tensions commerciales, de la hausse des taux et de la volatilité de l'indice Hang Seng. La situation semble s'améliorer au 1er trimestre, les prix se sont stabilisés et pourraient désormais profiter d'un environnement plus positif, mais d'un point de vue relatif, l'immobilier à Hong Kong reste inabordable pour la très grande majorité des résidents.



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



INDICES IMMOBILIER INTERNATIONAL (en monnaies locales)

		Total Return Performance						
31.03.2019		Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	FTSE EPRA/NAREIT Glob TR	2918.7 USD	USD	1.0	4.3	15.0	10.9	15.0
DEVELOPED	EPRA/NAREIT Dev TR USD	5454.1 USD	USD	0.9	4.0	14.9	10.0	14.9
DEVELOPED EUROPE	FTSE E/N Dev Europe	2246.6 EUR	EUR	0.3	4.5	13.8	4.8	13.8
EUROZONE	FTSE E/N Euro Zone	2644.5 EUR	EUR	0.0	6.0	13.1	3.3	13.1
USA	FTSE E/N United States	3106.2 USD	USD	1.3	4.0	15.9	10.3	15.9
DEVELOPED ASIA	FTSE E/N Dev Asia	1752.8 EUR	EUR	1.3	6.2	16.6	18.7	16.6

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Expansion économique favorable aux placements immobiliers

Les craintes d'une récession étaient irrationnelles et largement attribuables au climat boursier exceptionnel de fin d'année. Les risques de ralentissement concernent avant tout le trimestre en cours et semblent déjà assez largement intégrés dans les prévisions économiques. Les déclarations des négociateurs américains et chinois laissent entendre qu'un accord sera trouvé, même s'il faudra encore patienter quelques semaines pour en affiner les détails. Entre-temps, les fondamentaux économiques semblent montrer des signes de stabilisation et d'amélioration de la confiance. Le creux du cycle manufacturier à court terme a donc peut-être déjà été atteint. Notre scénario privilégiait un ralentissement économique mondial limité qui n'aura pas de conséquence significative sur le secteur de la construction et sur l'immobilier. La phase d'expansion de l'économie mondiale va se poursuivre en 2019 et développer des effets positifs sur l'immobilier international.

Valorisations pas encore menacées par les taux d'intérêt

Le début d'année a été marqué par le changement assez radical des stratégies adoptées jusqu'alors par les principales Banques centrales. Ces dernières avaient plutôt partagé leur optimisme sur la vigueur de la croissance économique et sur la nécessité de poursuivre les processus de normalisation des politiques monétaires engagées, comme en témoignait la dernière hausse des taux directeurs de la Fed en décembre et les annonces de la BCE d'interrompre le programme d'achat de dette gouvernementale dès le 1er janvier 2019. Les banques centrales, sans doute relativement inquiètes de l'évolution des marchés financiers et du développement d'un scénario économique négatif ayant provoqué une panique boursière généralisée au 4ème trimestre 2018, ont en effet changé de stratégie. Désormais la Fed ne touchera plus ses taux directeurs en 2019 et met un terme à son processus de réduction de son bilan. Du côté de la zone euro, la BCE n'envisage aucune hausse de taux et annonce un nouveau TLTRO permettant de nouvelles injections monétaires. La baisse des taux longs est certainement excessive dans l'environnement décrit de ralentissement conjoncturel, il est donc probable qu'une nouvelle tendance haussière se dessine et soutienne un retour des taux longs sur les niveaux qui prévalaient en septembre 2018. Les craintes de hausse de taux sont souvent évoquées comme étant un des principaux risques pour la valorisation des actifs immobiliers, à juste titre. Mais dans le contexte actuel, il est peu probable que ce facteur ne développe d'effets négatifs importants sur les prix de l'immobilier.

L'immobilier profite de taux d'intérêt réels toujours bas

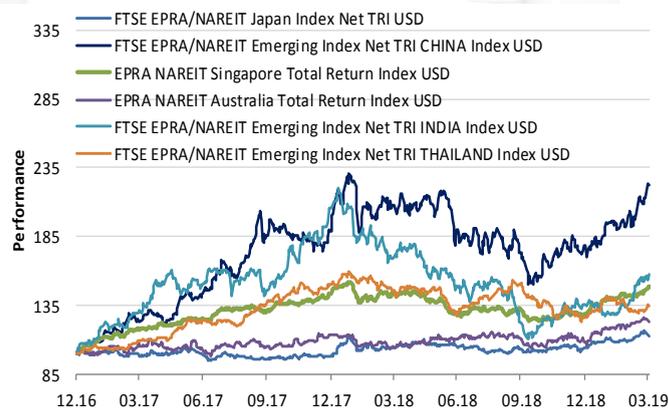
Les performances des marchés immobiliers devraient être supérieures, lorsque les taux d'intérêt réels sont bas et que les perspectives de croissance sont égales ou supérieures à leur moyenne historique. Les craintes de ralentissement excessives ont affecté les anticipations en fin d'année, mais la dynamique économique mondiale s'avèrera, sans doute, plus résistante en 2019 et permettra certainement de maintenir une croissance du PIB mondial proche de +3.5%. Dans ce contexte, nous estimons toujours que l'environnement reste propice à une croissance modérée des loyers et des prix de l'immobilier en général. En ce qui concerne les taux d'intérêt réels, le fléchissement des mesures de

l'inflation, telles que les indices de prix à la consommation dans la majorité des pays développés, a été accompagné de diminutions similaires des rendements à long terme. Aux Etats-Unis, l'inflation a glissé de +2.2% à +1.5% en février tandis que les rendements à dix ans du Trésor passaient de 3.1% à 2.4%. Ces mouvements ont été similaires en zone euro, l'inflation glissait de 2% à 1.5% en février et les taux longs du Bund allemand à dix ans enregistraient une baisse de 0.55% à 0%. En l'absence d'une véritable récession, l'inflation devrait être soutenue en 2019 par des marchés de l'emploi de plus en plus robustes, des hausses de salaires horaires et une remontée de cours des matières premières et des prix de l'énergie. Les rendements réels actuels ne sont pas négatifs qu'en euro, mais également dans d'autres pays développés comme le Japon. Dans les marchés émergents, ce facteur sera moins favorable, en raison de rendements réels positifs. C'est notamment le cas en Chine dont l'inflation (+1.5%) est inférieure au rendement des obligations gouvernementales (3.2%).

Allocation tactique réduite aux Etats-Unis

Après la progression extrêmement rapide de l'immobilier titrisé au 1er trimestre, il devient plus difficile de justifier immédiatement une poursuite des tendances observées en début d'année. Les perspectives restent globalement positives comme nous l'avons évoqué, mais l'évolution prochaine sera certainement moins linéaire en affectant de manière différente les divers marchés régionaux. La corrélation des marchés était particulièrement élevée ces trois derniers mois car on assistait en fait à un ajustement assez généralisé des cours de l'immobilier après la panique de décembre. La plupart des marchés enregistraient en effet des progressions centrées autour de +14% à l'exception de l'immobilier émergent en forte progression de +18%. Désormais, on devrait à nouveau voir ces prochains mois une diminution de la corrélation des marchés immobiliers titrisés et une plus grande disparité de performances. En termes de politique de placement, le marché le plus mature nous semble être le marché américain. Nous privilégions à ce stade une exposition supérieure aux marchés européen et asiatique en nous pondérant les Etats-Unis dans notre grille d'allocation régionale.

Évolution des marchés immobiliers (USD)



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Immobilier suisse

- Nouveau record pour l'immobilier titrisé
- Rendements toujours attrayants mais attention aux agios
- Sentiment affecté par les taux d'intérêt

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

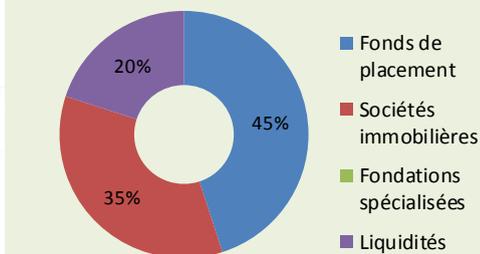
Nouveau record pour l'immobilier titrisé

La performance des deux formes de placements accessibles pour participer au marché immobilier suisse a été exceptionnelle au cours du 1er trimestre et renverse radicalement les tendances observées en 2018. La hausse de +8.46% des fonds de placements efface ainsi totalement la performance négative de l'année 2018 (-5.3%), comme celle des sociétés immobilières (+9.8%) qui surpasse nettement le déclin de 2018 (-1.9%). L'immobilier titrisé suisse enregistre un nouveau record à 390 pour l'indice SXI Real Estate Funds TR ainsi que pour l'indice des sociétés immobilières SIX Swiss Real Estate Shares TR à 2783. L'immobilier titrisé reste une alternative de choix aux placements à revenus fixes en francs suisses, mais la dynamique récente devrait cependant marquer le pas à court terme. Une consolidation temporaire des cours est désormais probable sur ces deux segments de marchés après les hausses de +10% enregistrées depuis le début de l'année.

Rendements toujours attrayants mais attention aux agios

La hausse des cours des fonds de placement et des sociétés immobilières a logiquement réduit les niveaux de rendements offerts. Ceux-ci restent cependant élevés dans l'absolu et bien évidemment toujours très attrayants sur le plan relatif. Le rendement moyen (2.7%) des fonds est inférieur à 3% et se situe très en dessous du rendement des sociétés immobilières, plus proche de 3.5%. L'agio moyen des fonds a progressé d'environ 15% au 4ème trimestre à 24.4% à la fin mars. Il reste éloigné des sommets de valorisation atteints en 2015 et 2016 (environ 30%), mais se situe tout de même dans la partie haute de sa bande de fluctuation des 25 dernières années. L'agio moyen des sociétés immobilières (21.5%) est inférieur à celui des fonds, mais il se situe plus proche de sa moyenne historique sur 15 ans. Le niveau de rendement de ces deux types de placements reste particulièrement attrayant et justifiera

Allocation immobilier suisse



Allocation tactique

- Sous-pondérer les fonds de placement
- Surpondérer les sociétés immobilières cotées
- Prises de profits et 20% de liquidités

encore l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs en 2019. La hausse des agios pourrait toutefois constituer un frein à court terme à la progression des cours.

Sentiment affecté par les taux d'intérêt

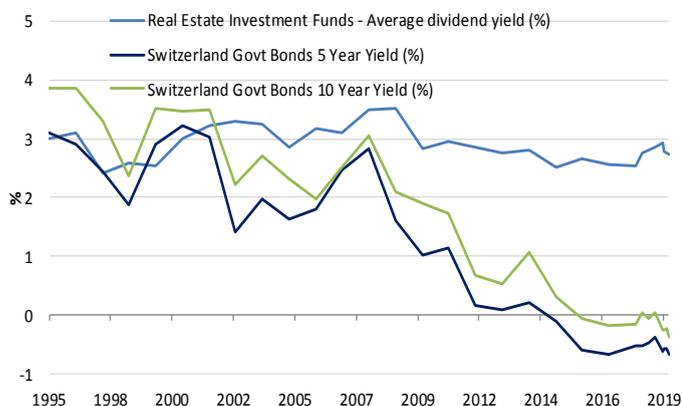
L'évolution des taux d'intérêt à certainement eu un impact plus important au cours des trois derniers mois que sur l'ensemble de l'année 2018 sur les titres immobiliers cotés. L'amélioration du climat boursier et un appétit renouvelé des investisseurs pour la prise de risque après la panique de décembre ont soutenu les valeurs immobilières cotées. Mais la chute des rendements obligataires des cinq derniers mois et le retour de rendements à dix ans en dessous de zéro pour les titres de la Confédération ont sans aucun doute joué un rôle plus déterminant dans le processus de réinvestissement et réhaussé l'intérêt des investisseurs pour une alternative suisse produisant un rendement comparativement élevé. Le sentiment des investisseurs s'est donc à nouveau amélioré sous l'influence de la baisse des rendements obligataires. Les risques de consolidation à court terme sont à nouveau plus importants dans le contexte attendu d'une prochaine remontée progressive des taux d'intérêt.

IMMOBILIER SUISSE

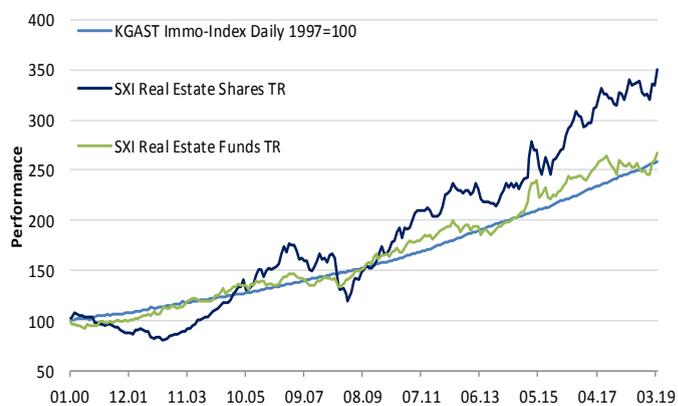
31.03.2019	Name	Last price	Total Return Performance				YTD %
			7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	
	SXI Real Estate Funds TR	392.1	0.5	2.2	8.5	7.0	8.5
	SXI Real Estate Idx TR	2605.6	0.7	5.0	9.0	7.0	9.0
	KGAST Immo-Index*	287.6				2.1	0.6

* subject to one-month lag

Taux d'intérêt et rendement des fonds immobiliers



Performance de l'immobilier suisse



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

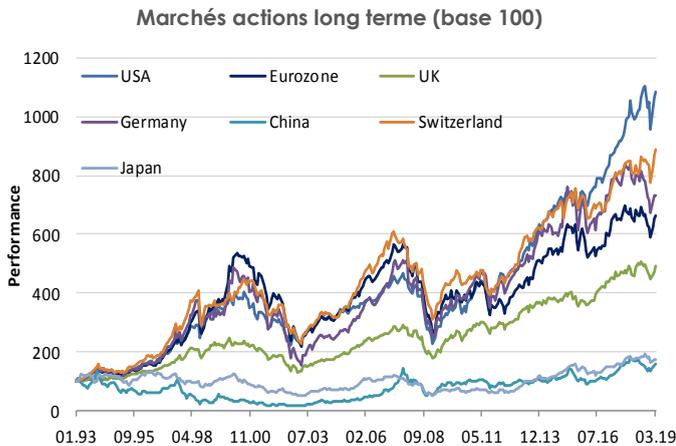
Actions internationales - Régions

- L'euphorie succède peut-être déjà à la panique
- Une consolidation des cours se profile
- Le marché européen conserve un potentiel de rattrapage
- Les profits des entreprises retiennent la hausse du Nikkei
- Sélectivité de mise dans les marchés émergents

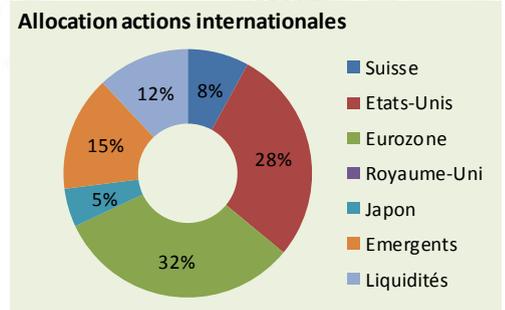
ACTIONS Régions	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)										
	3mois	1an	sous exposition				neutre surpondération						
			---	--	-	=	+	++	++				
Suisse	→	↗											
Etats-Unis	→	↗											
Eurozone	→	↗											
Royaume-Uni	→	↗											
Japon	→	↗											
Emergents	→	↗										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

L'euphorie succède peut-être déjà à la panique

En janvier, nous évoquions les niveaux de valorisation plus attrayants des actions à la suite des corrections massives et rapides des cours observées en décembre 2018. Nous indiquions alors qu'en l'absence d'un ralentissement marqué de la croissance mondiale en 2019, les perspectives pour les actions étaient favorables. Nous anticipions une reprise des cours des actifs particulièrement touchés par un scénario jugé excessif d'effondrement de la croissance américaine et mondiale. Trois mois plus tard, les opportunités d'investissement relevées se sont assez largement concrétisées par des progressions de cours presque généralisées d'environ +10% sur l'ensemble des marchés. Le rebond des actifs financiers était ainsi à la hauteur de nos anticipations, mais il faut toutefois relever que ce processus de revalorisation s'est produit extrêmement rapidement, corrigeant parfois totalement les pertes de valeurs observées en fin d'année. Le climat des investissements est ainsi passé de la panique à l'euphorie en quelques semaines seulement. Le sentiment des investisseurs, mesuré par l'association américaine des investisseurs privés, témoignait à la mi-décembre d'un pessimisme excessif. Cet indicateur qui approchait alors de près son niveau d'optimisme le plus bas des vingt dernières années à environ 20% de « bulls » seulement a rebondi très nettement et dépassé le seuil de 40%. Il ne s'agit peut-être pas encore d'une situation euphorique mais ce niveau de confiance est tout de même supérieur à la moyenne des dernières années.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



Allocation tactique

- Surpondérer l'Europe et émergents
- Sous-pondérer le Royaume-Uni et le Japon
- Neutre Etats-Unis
- Prises de profits et 12% de liquidités

Une consolidation des cours se profile

Les niveaux de valorisation des actifs particulièrement dépréciés en décembre ont très vite rebondi au point d'être déjà parfois à nouveau généreux et potentiellement risqués aujourd'hui. Les PE bas de décembre ne sont évidemment plus d'actualité après les hausses de cours quasi généralisées de près de +15%. L'indice SPI enregistre de nouveaux sommets sans revalorisation nette des perspectives de croissance des profits pour 2019 et se traite à nouveau à 15.7x les bénéfices attendus (13.9x à la fin décembre). En termes d'appréciation des risques, nos modèles d'évaluation ont été affectés ces trois derniers mois plus fortement par les facteurs de risque « valorisation, quantitatif, technique et sentiment » qui suggèrent à nouveau des scores plus élevés et qui placent la plupart des marchés actions dans une nouvelle zone de turbulence potentielle. Les niveaux de valorisation ont ainsi rapidement perdu de leur attrait à court terme dans un contexte de croissance économique modérée pour 2019 et en l'absence de révisions de bénéfices positives. Dans notre stratégie de début d'année, nous avertissions toutefois qu'une hausse rapide des cours des actions et notamment un retour de l'indice S&P500 proche du niveau de 2'900 points (septembre 2018) devrait motiver une évaluation attentive des risques. Nous estimons aujourd'hui que la clôture de fin de trimestre à 2'822 points est déjà l'occasion de procéder à cette évaluation. A l'analyse des ratios rendement/risque, nous considérons désormais que les valorisations des actifs risqués suggèrent l'opportunité de prises de profits sur la plupart des actifs ayant profités du processus de revalorisation qui s'est développé ces derniers mois. Un retour de la volatilité à court terme est donc probable, mais l'amélioration du



scénario économique international sera propice à un réinvestissement ultérieur des profits réalisés. Notre modèle d'analyse quantitatif des risques, qui suggérait en décembre une baisse du niveau de risque et une amélioration des probabilités de hausse des actions, a réagi très significativement en peu de temps à la progression exceptionnelle des marchés actions du 1er trimestre. Les scores de risques ont effectivement progressé et placent désormais la plupart des marchés régionaux en zone « neutre » ou en zone présentant des « risques significatifs de consolidation temporaire » des cours. Les risques à moyen terme semblent toujours raisonnables, mais une poursuite immédiate de la tendance haussière des indices est improbable. Nous estimons que les marchés actions ont aujourd'hui anticipé une résolution positive du conflit sino-américain et une amélioration des perspectives économiques prochaine. Ils ont aussi été soutenu par le changement d'attitude des banquiers centraux qui ont assuré les marchés de la fin de leurs politiques de normalisation des taux. Cependant, si le contexte actuel semble favorable, nous pensons qu'une consolidation temporaire des cours est probable avant que l'on puisse observer de réelles avancées concrètes sur le plan économique justifiant une relance des tendances du 1er trimestre.

Le marché européen conserve un potentiel de rattrapage

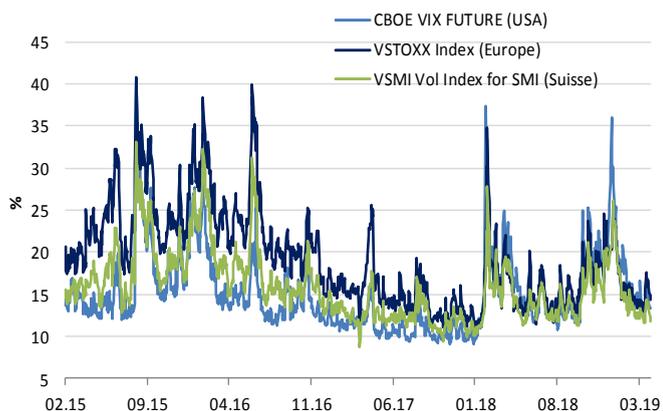
Nous relevons il y a quelques mois que les actions européennes devaient profiter en début d'année 2019 d'une probable diminution des tensions internationales et bénéficier alors d'un arbitrage favorable des investisseurs en raison de la prime de risque positive qui leur était associée. La performance des actions européennes a effectivement été soutenue par un climat des investissements plus positif en ce début d'année. L'indice Euro Stoxx 50 des principaux « blue chips » européens, l'indice Euro Stoxx et le STX Europe 600 ont tous enregistré des performances proches de +13% en moins de trois mois. En retrouvant les niveaux de prix atteints en septembre, les marchés européens ont récupéré rapidement les pertes de valeurs enregistrées au 4ème trimestre 2018. Après ces progressions réjouissantes, le PE global du marché européen a nettement rebondi (13.2x les profits 2019). Toutefois, en raison de la hausse également observée sur les autres marchés actions, il reste attractif en termes de valorisations relatives. Le PE du S&P500 est déjà de 16.9x les profits 2019, tandis que celui des actions suisses se situe à 15.3x. L'écart de valorisation se maintient à environ 25%, ce qui constitue une prime de risque relativement importante, qui

reste stable depuis plusieurs trimestres. Les valeurs européennes conservent un avantage de valorisation et de rendement (3.6% contre 1.9%), tandis que les perspectives bénéficiaires pour 2019 convergent avec celles des valeurs américaines. Malgré ces facteurs positifs elles souffrent pour l'instant d'un environnement macroéconomique incertain et d'un « news flow » peu encourageant. L'incertitude liée aux menaces protectionnistes des Etats-Unis devrait cependant progressivement s'estomper lorsqu'un accord sera trouvé entre les parties. Mais il faudra aussi que la conjoncture européenne puisse offrir de meilleures perspectives pour justifier une réelle surperformance des valeurs de la zone euro. Dans ce contexte, nous recommandons des prises de profits temporaires sur l'ensemble des marchés européens. Le potentiel de rattrapage des actions européennes reste relativement important, mais il ne devrait pouvoir se matérialiser que progressivement et après une période de consolidation qui devrait précéder l'amélioration des anticipations de croissance pour le deuxième semestre.

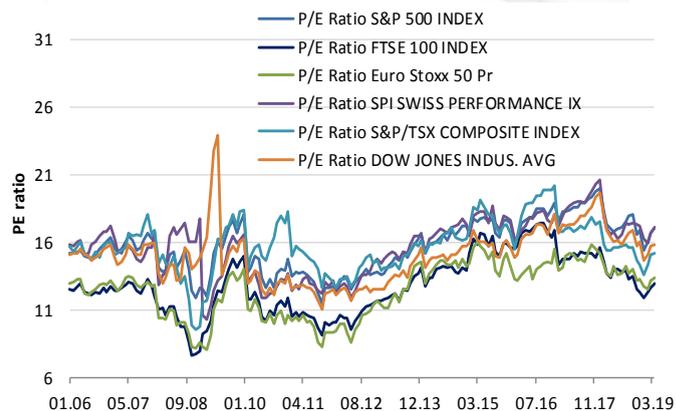
Les profits des entreprises retiennent la hausse du Nikkei

Les entreprises japonaises ont vu leurs profits chuter finalement de -7% sur un an au 4ème trimestre 2018. Le choc est donc brutal en comparaison au résultat favorable constaté en juin (+17.9%). La volatilité des performances économiques japonaises et l'évolution négative des exportations ont affecté les résultats des entreprises de manière très significative au second semestre. Une relance conjoncturelle est désormais indispensable à une reprise de la croissance des profits des entreprises nippones, mais elle semble difficile sans une reprise du cycle économique mondial. Les entreprises japonaises ont pourtant fortement investi en biens d'équipement, les dépenses d'investissement ont en effet progressé de +5.7% sur un an, en réaction sans doute plus au taux de chômage structurellement bas qu'à des perspectives économiques positives immédiates. La baisse des résultats des entreprises japonaises pourrait cependant être suivie d'une reprise sensible lorsqu'un accord sera trouvé entre la Chine et les Etats-Unis sur la question commerciale qui les oppose. La demande chinoise et asiatique devrait alors être ravivée et permettre une croissance des profits en 2019, puis en 2020. Le pire est peut-être déjà passé pour les entreprises japonaises qui pourraient à nouveau profiter d'un changement de perception des risques des investisseurs internationaux dont les investissements au Japon en titres ont été assez largement négatifs ces derniers mois. Les attentes des investisseurs sur les profits pour 2019 sont faibles, ce qui

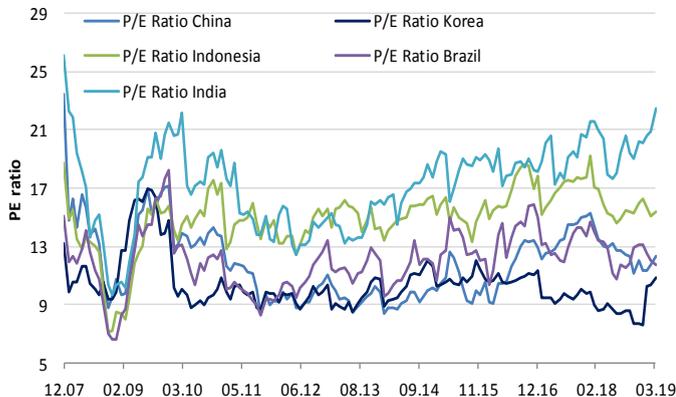
Indicateurs de volatilité (USA, Europe, Suisse)



PE des marchés développés



PE des marchés émergents



Marchés actions US (base 100)

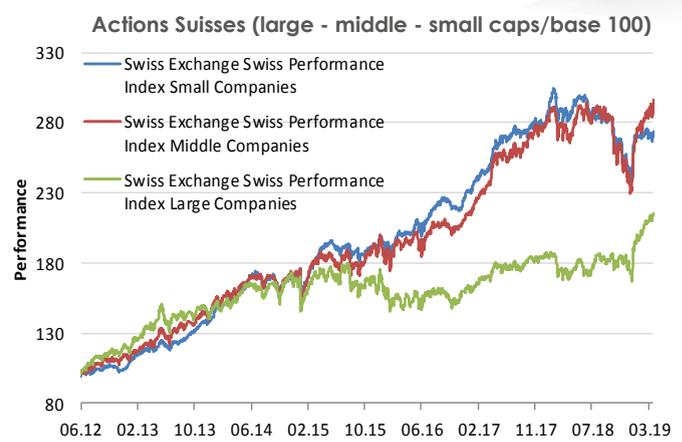
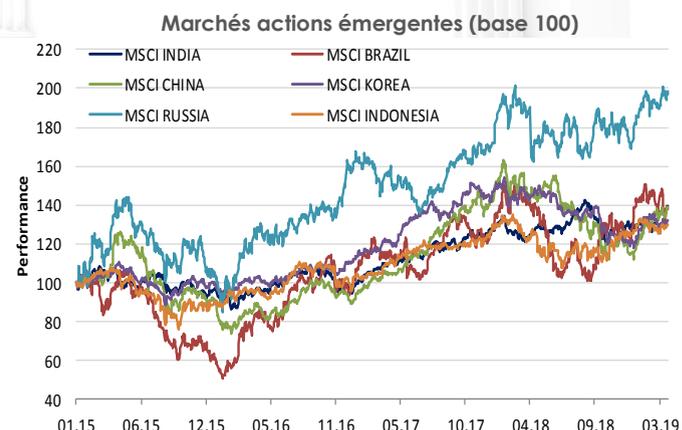
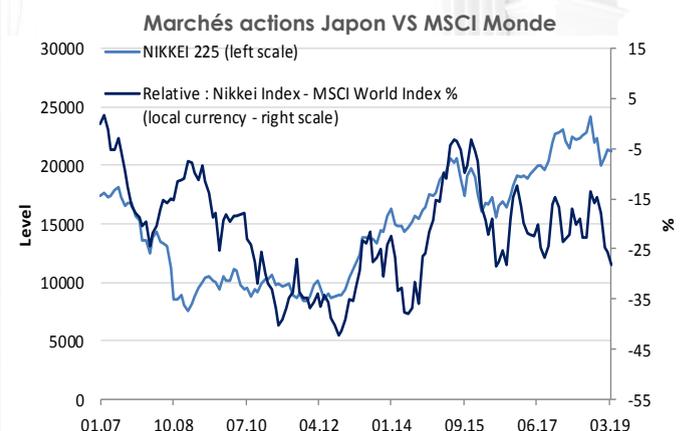
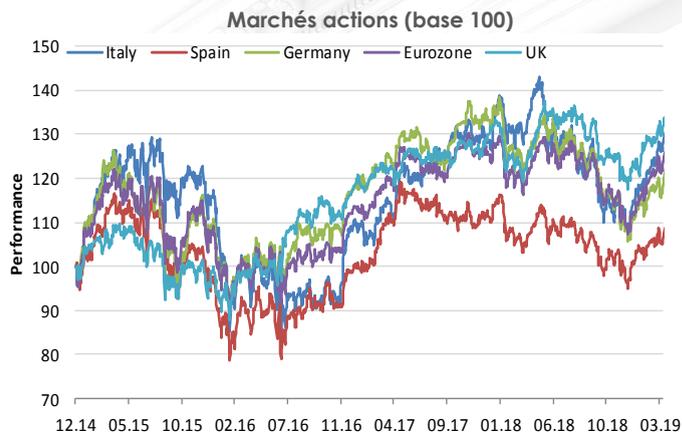


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

laisse une marge d'ajustement pouvant soutenir une poursuite de la tendance haussière des cours observée depuis le début de l'année. Le marché japonais ne profite pour l'instant que timidement de l'amélioration du climat boursier et ne réalise qu'une progression en yen de +7.8%, ce qui constitue l'une des plus faibles performances des marchés développés du 1er trimestre 2019. Une poursuite de l'affaiblissement du yen devrait soutenir une nouvelle reprise du Nikkei, à condition également que le climat des investissements redevienne plus positif et que les risques qui pèsent aujourd'hui sur les perspectives de croissance mondiale s'estompent. Les perspectives sont positives pour 2019, mais nous maintenons une stratégie plutôt neutre sur les actions japonaises. Des meilleures perspectives pour les secteurs des semi-conducteurs, des composants électroniques et pour l'automobile devraient soutenir une reprise de l'indice Nikkei en début 2019. La dernière enquête « Tankan » de la BoJ suggérait une légère amélioration du baromètre de confiance des grandes entreprises en fin d'année. Les prévisions moyennes des entreprises en matière de taux de change se situaient, pour la fin de l'année, à 109.4 yens pour 1 dollar, soit presque au niveau du cours de change de la fin d'année (109.7). La devise japonaise a temporairement bénéficié d'un retour des investisseurs nippons sur leur devise, mais nous estimons que les fondamentaux sont insuffisants pour justifier une appréciation du yen en début d'année 2019. Un affaiblissement du yen, couplé à une relance des perspectives pour les exportations, devrait permettre des révisions à la hausse des profits des entreprises japonaises. La hausse des profits de +17.9% sur un an, annoncée à fin juin, s'est effritée et n'est plus que de +2.2% à fin septembre. Une accélération de la croissance des profits des entreprises nippones n'est donc possible que si les risques de « guerre commerciale » peuvent être écartés. La baisse des valorisations des actions à 14.5x les bénéfiques offrent, dans cet esprit, une opportunité de repositionnement intéressante.

Sélectivité de mise dans les marchés émergents

Malgré une absence toujours criante d'un accord entre la Chine et les Etats-Unis, l'optimisme est revenu sur le marché actions chinois. La surperformance attendue de ce marché s'est avérée puissante en raison de la hausse exceptionnelle de +33.3% réalisée au 1er trimestre ; une hausse qui constitue d'ailleurs la troisième plus forte progression des dix dernières années. Les valeurs chinoises qui étaient en forte baisse pendant toute l'année 2018 (-28.5%) ont ainsi totalement effacé leur déclin et se traitent à peine 7% en dessous de leur sommet de fin janvier 2018. Nos perspectives positives se sont réalisées rapidement et ceci en l'absence de développement concret sur le plan du commerce mondial. Nous anticipons désormais une phase probable de consolidation, certainement temporaire, qui pourrait intervenir en début de second trimestre. Le marché chinois sera certainement le principal marché à subir des prises de bénéfices. La Corée, Taïwan, l'Inde et l'Indonésie ont enregistré des performances moins impressionnantes et bénéficieront certainement plus nettement du prochain mouvement de revalorisation des actions. La Chine et les Etats-Unis.



INDICES ACTIONS - REGIONS (en monnaies locales)

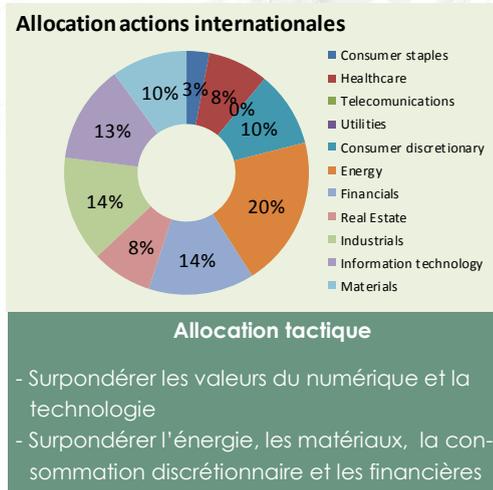
31.03.2019		Total Return Performance						
Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
ACTIONS SUISSES	SPI Swiss Performance Index	11241.2	CHF	1.6	2.2	14.4	4.0	14.4
ACTIONS SUISSES SMALL-MID CAPS	SPI Extra Total Return	4018.5	CHF	1.0	0.2	12.9	-7.6	12.9
ACTIONS EUROPEENNES	STXE 600 € Pr	379.1	EUR	1.0	1.8	13.3	0.6	13.3
ACTIONS EUROPEENNES SMALL-MID CAPS	MSCI Europe Small Cap Net TR E	404.6	EUR	0.8	0.5	14.2	-4.6	14.2
ACTIONS UK	FTSE All-Share Index	3978.3	GBP	1.0	2.1	9.4	-1.4	9.4
ACTIONS US	S&P 500 Index	2834.4	USD	1.2	1.2	13.6	-2.0	13.6
ACTIONS US SMALL-MID CAPS	RUSSELL 2500	619.8	USD	2.1	-1.6	15.8	-4.0	15.8
ACTIONS JAPON	NIKKEI 225	21205.8	JPY	-1.2	-1.1	6.8	-11.7	6.8
ACTIONS JAPON SMALL-MID CAPS	Russell/Nomura Mid-Small Cap I	835.7	JPY	-0.3	-0.3	7.4	-11.2	7.4
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPON	MSCI AC Asia Pac Ex Japan	529.2	USD	-0.1	1.1	11.6	3.8	11.6
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPON SMALL-MID CAPS	MSCI AC Asia Pacific Ex Japan Small Cap	952.6	USD	-0.2	1.1	9.2	-0.4	9.2
ACTIONS EMERGENTES	MSCI EM	1058.1	USD	-0.1	0.8	9.9	3.2	9.9
ACTIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES (USD)	MSCI Daily TR Net World	6087.5	USD	0.7	0.8	12.5	-2.6	12.5

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions internationales - Secteurs

- Privilégier les secteurs cycliques (finance, industrie, énergie)
- Surpondération des valeurs du numérique et de la technologie
- Surpondérer la consommation discrétionnaire
- Surperformance attendue des petites valeurs



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	↗	↗						

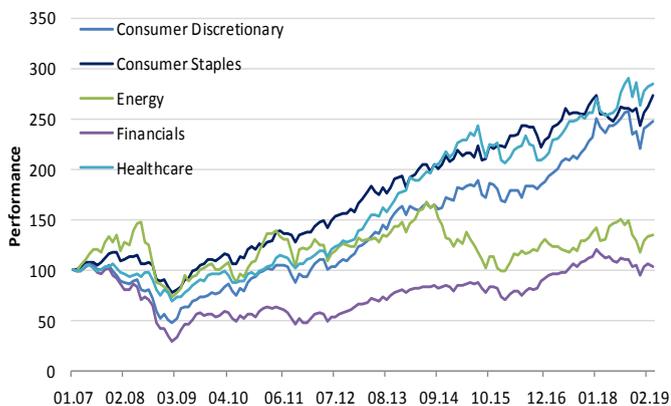
INDICES ACTIONS - SECTEURS

		Total Return Performance						
Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
CONSUMER DISCRETIONARY	MSCI WORLD/CONS DIS	249.3	USD	1.2	0.9	12.2	-3.2	12.2
CONSUMER STAPLES	MSCI WORLD/CON STPL	232.9	USD	1.2	4.1	12.1	4.6	12.1
ENERGY	MSCI WORLD/ENERGY	207.5	USD	0.1	0.1	14.7	-11.0	14.7
FINANCIALS	MSCI WORLD/FINANCE	110.9	USD	0.6	-2.9	8.6	-5.7	8.6
HEALTHCARE	MSCI WORLD/HLTH CARE	247.3	USD	1.0	-0.2	8.3	-2.1	8.3
INDUSTRIALS	MSCI WORLD/INDUSTRL	250.5	USD	1.6	-0.3	14.6	-4.2	14.6
MATERIALS	MSCI WORLD/MATERIAL	251.9	USD	1.2	1.1	12.4	-3.9	12.4
REAL ESTATE	MSCI WORLD/REAL ESTATE	222.8	USD	0.9	4.7	16.3	12.7	16.3
TECHNOLOGY	MSCI WORLD/INF TECH	253.9	USD	0.9	3.6	19.7	-1.6	19.7
TELECOMMUNICATION	MSCI WORLD/TEL SVC	68.6	USD	-0.8	1.4	11.6	4.4	11.6
UTILITIES	MSCI WORLD/UTILITY	137.7	USD	-0.7	2.2	10.4	10.6	10.4

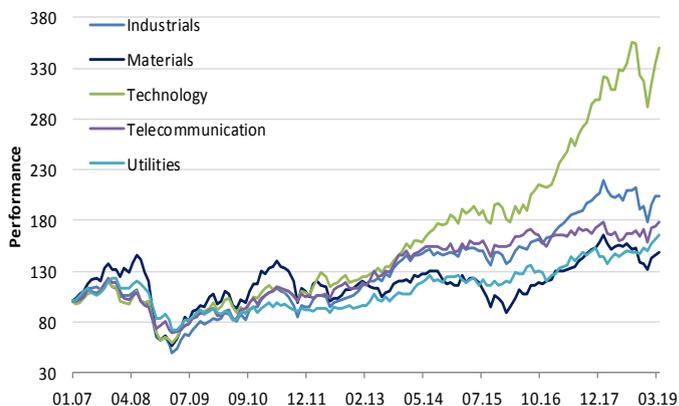
Après le choc boursier de décembre, nous recommandons un retour des allocations sectorielles sur certaines valeurs du numérique et sur les valeurs technologiques (+19.7%) qui avaient été réduites quelques mois auparavant. Nous relevons également les pondérations recommandées des secteurs plus cycliques tels que l'énergie (+14.7%), le secteur industriel (+17.1%) ou la consommation discrétionnaire (12.2%) et les financières (+8.6%). Ces choix sectoriels se sont avérés particulièrement judicieux pendant cette phase de reprise boursière, alors que les valeurs défensives telles que les titres de la santé (+8.3%) ont été sous-pondérées dans notre allocation sectorielle et sous-performaient les secteurs surpondérés. Sur le fond, nous considérons toujours que les anticipations de croissance s'étaient très fortement dégradées au cours des derniers mois et que cette vision particulièrement négative sera remise en question au 2ème trimestre 2019 par une amélioration probable des PMI, de la confiance et des perspectives pour

le deuxième semestre. Dans ce contexte, le positionnement évoqué précédemment reste d'actualité et devrait être conservé. Il n'est cependant pas exclu que la consolidation à court terme des marchés actions annoncée dans cette « Stratégie d'investissement » affecte plus nettement à court terme les secteurs privilégiés. Cependant, nous n'envisageons pour l'instant qu'une période de faiblesse temporaire des marchés actions due à des prises de profits plutôt qu'à un nouveau bouleversement du scénario économique central. Aussi, nous recommandons quelques prises de profits à court terme sans modifier radicalement nos perspectives à moyen terme et sans changement de notre allocation sectorielle internationale. En ce qui concerne l'allocation entre « blue chips » et « small & mid caps », la tendance initialement favorable aux grandes capitalisations devrait progressivement profiter aux « small & mid caps » ; nous maintenons donc une surpondération sur ce type de valeurs.

Performance des secteurs MSCI World (base 100)



Performance des secteurs MSCI World (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions suisses

- Nouveaux records pour les actions suisses
- Rendements toujours attrayants mais valorisations élevées
- Stratégie de placement : prises de profits à court terme

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

Nouveaux records pour les actions suisses

En fin d'année, après la correction marquée des valeurs suisses, nous relevions que sans un ralentissement marqué de la croissance mondiale en 2019, nous estimions que les perspectives pour les actions suisses étaient favorables, en particulier pour les titres du SPI et les petites & moyennes capitalisations particulièrement touchées par le regain de volatilité récent. Le début d'année 2019 aura été aussi extraordinaire que la fin de l'année 2018 pour l'ensemble des marchés actions et en particulier pour le marché suisse. La correction de près de -10% du SPI, réduite à -6.7% au 31 décembre, a rapidement fait place à une reprise fulgurante de +6.96% en janvier, suivie d'un mois de février en hausse de +4.28% et d'un mois de mars toujours placé sous le signe de la confiance et en hausse de +2.52%. La panique a étonnement vite fait place à une certaine euphorie qui n'a pourtant pas de fondements si solides sur le plan conjoncturel. L'indice SPI a ainsi dépassé son niveau précédent la correction brutale de décembre, mais il réalise en mars de nouveaux records en dépassant également les sommets atteints en janvier 2018 et en réalisant une progression trimestrielle de +14.4% (12.4% pour l'indice SMI). La progression des cours est désormais de +18% entre le point bas atteint le 27 décembre 2018 et la clôture du 31 mars 2019. Il s'agit de la meilleure performance trimestrielle enregistrée depuis le 1er trimestre 2015 (+15.2%). L'optimisme, voire l'euphorie, semble avoir très vite gagné les investisseurs en 2019, quelques semaines seulement après les signes d'une quasi panique, qui avait fait chuter les cours des valeurs suisses et inquiété les observateurs.

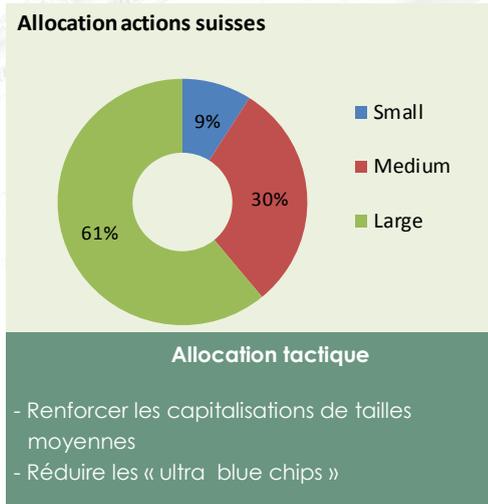
Rendements toujours attrayants mais valorisations élevées

Les facteurs de risque ayant poussé le marché suisse à la baisse en décembre étaient essentiellement externes et macro-économiques. Le coup de frein économique en Allemagne, qui évitait de justesse une récession technique, les craintes d'inversion de la courbe des taux aux Etats-Unis perçue comme un indicateur avancé d'une récession en 2019 et finalement le changement de perception des risques des investisseurs à quelques jours de la fin de l'année fiscale, provoquaient des dégagements massifs dans une vague mondiale de réduction du

ACTIONS SUISSES - Capitalisations

Name	Last price	Total Return Performance					YTD %
		7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
SPI SWISS PERFORMANCE IX	11241.2	1.6	2.2	14.4	4.0	14.4	
SPI SMALL COMPANIES INDX	23829.6	0.3	-1.6	3.9	-11.2	3.9	
SPI MIDDLE COMPANIES INDX	15755.1	1.0	0.4	13.7	-5.8	13.7	
SPI LARGE COMPANIES INDX	10715.2	1.8	2.6	14.8	6.6	14.8	

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

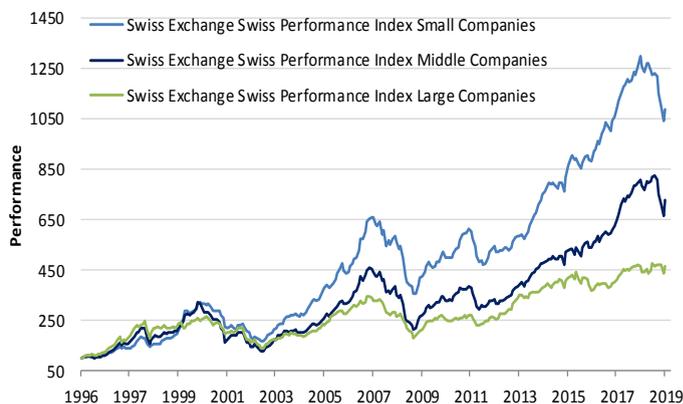


risque d'allocation d'actifs. Le sentiment de ce début d'année est évidemment tout autre, même si le 1er trimestre sera sans doute encore marqué par une faiblesse conjoncturelle qui touchera aussi la Suisse. L'optimisme des investisseurs n'est donc pour l'instant fondé que sur des anticipations de retournement de la situation conjoncturelle mondiale. Les niveaux de valorisation pour les titres suisses offraient, comme nous l'avions relevé dans notre note de stratégie de fin d'année, des opportunités d'investissement particulièrement intéressantes à moyen terme. Aujourd'hui, les valorisations sont à nouveau plus riches en comparaison historique. Le PE du marché suisse est à nouveau proche de 16x les bénéfices attendus pour 2019, soit sensiblement plus que le niveau d'environ 13x observé en décembre. L'indice SPI se traite aussi à plus de 17x les profits, soit plus de 10% au-dessus de la moyenne à long terme. Du côté du rendement, la situation est encore attrayante grâce aux dividendes qui devraient permettre d'offrir un rendement proche de 3% pour les titres du SPI et 3.5% pour les grandes valeurs du SMI (la moyenne à long terme est d'environ 2.5%). Il est donc raisonnable de s'inquiéter à nouveau de ces développements peut-être trop favorables dans le contexte actuel malgré tout encore très incertain.

Stratégie de placement : prises de profits à court terme

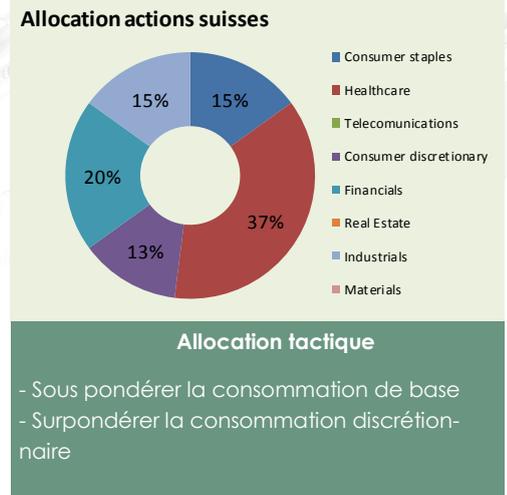
La hausse des dernières semaines était effectivement attendue et évoquée dans notre stratégie de début d'année, mais la progression des cours nous semble maintenant particulièrement rapide et sujette à des risques de déception ou à de simples prises de profits au cours des prochaines semaines. La hausse exceptionnelle sur trois mois intègre sans doute déjà des anticipations positives de relance conjoncturelle mondiale et d'affaiblissement du franc, qui se réaliseront certainement à moyen terme. A court terme toutefois, nous estimons que le marché suisse pourrait donc se stabiliser et entrer dans une phase de consolidation dans l'attente de confirmation des anticipations positives ayant motivé la hausse. Dans un contexte désormais plus fragile, nous recommandons aujourd'hui d'adopter une stratégie moins exposée et un peu plus défensive après la progression ininterrompue des cours depuis douze semaines.

Performance des actions suisses



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	↗	↗									



Un début d'année favorable aux ultras « blue chips »

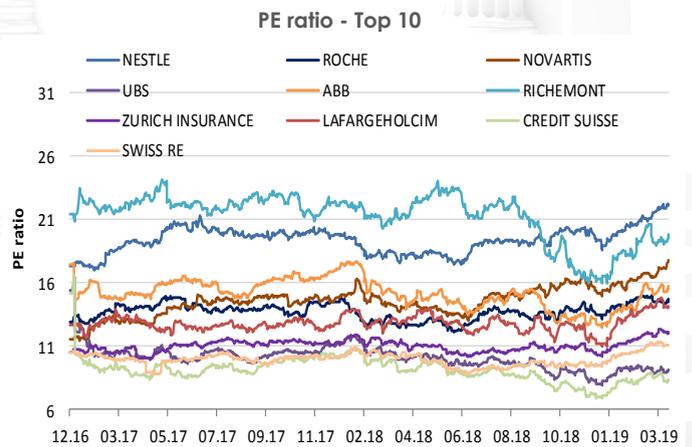
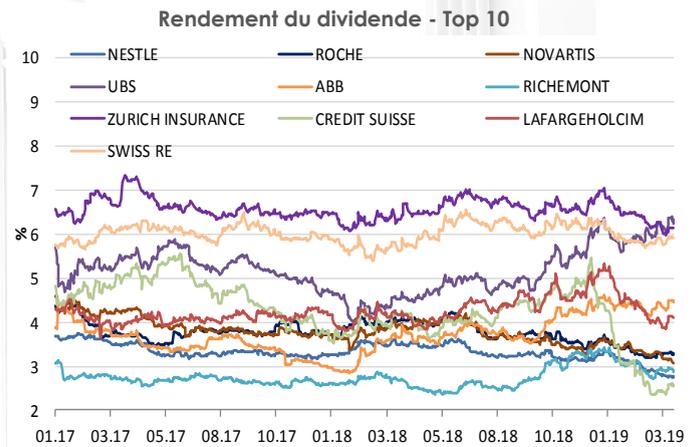
Le changement de sentiment a largement profité aux très grandes capitalisations boursières au 1er trimestre. Les flux de fonds se sont dirigés sur les principaux titres de la cote suisse et notamment vers les valeurs phares et défensives du marché telles que Nestlé (+18.9%), Novartis (+17.6%) et Roche (+16.3%). Suite à la chute des cours de décembre et à l'abaissement des multiples, le contexte boursier toujours incertain du début d'année offrait des points d'entrée intéressants aux investisseurs orientés à moyen et long terme. Leur intérêt s'est naturellement porté tout d'abord sur ces trois valeurs, considérées comme moins risquées pour tenter de profiter de la correction des cours. Les trois grands « blue chips » suisses ont ainsi légèrement surperformé les indices SMI et SPI. Cependant, leur potentiel de hausse nous semble désormais très faible en regard de l'évolution des profits attendus pour 2019.

Diversification profitable en dehors des grands titres

Les valorisations des profits 2019 pour Nestlé (22.1x) Novartis (17.5x) et Roche (14.7x) nous semblent déjà généreuses et ne laissent désormais que très peu de marge de progression des cours. Le PE du SMI est de 14.5x, celui du SPI est de 15.6x et celui du Swiss Middle Companies est un peu plus élevé (17.8x), mais un rendement du dividende souvent inférieur peut encore freiner les investisseurs séduits par les rendements élevés des grands « blue chips ». Ce concept restera certainement un thème en 2019, mais une amélioration concrète de la conjoncture mondiale sera l'élément déclencheur qui redonnera un attrait certain aux autres valeurs de la cote suisse.

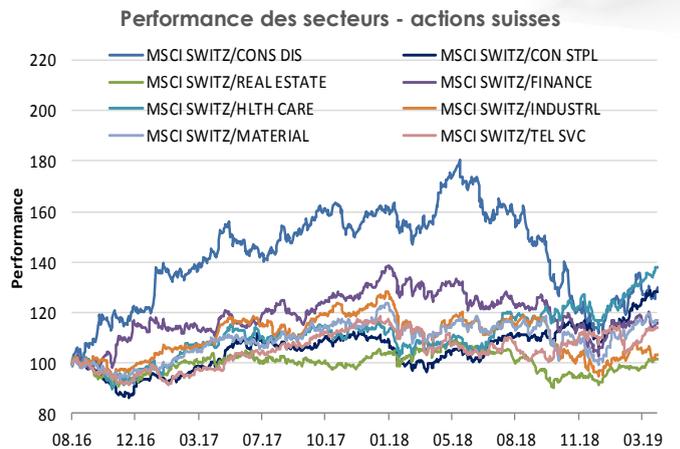
Attention aux perspectives de croissance

Le consensus de croissance des profits pour les sociétés suisses en 2019 est encore élevé pour les titres du SMI (+8%) et suit une année exceptionnelle en 2018. La croissance des titres du SPI est nettement inférieure (+5%), tandis que le consensus prévoit une contraction des profits de -10% pour les valeurs moyennes.



ACTIONS SUISSES - SECTEURS

Name	Last price	Total Return Performance				
		7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
MSCI SWITZ/CONS DIS	275.9	2.1	-5.6	10.9	-13.0	10.9
MSCI SWITZ/CON STPL	312.2	1.1	4.4	18.4	14.3	18.4
MSCI SWITZ/FINANCE	53.7	1.2	-2.7	8.7	-6.1	8.7
MSCI SWITZ/HLTH CARE	165.9	2.6	5.5	17.7	14.2	17.7
MSCI SWITZ/INDUSTRIL	162.3	1.4	-2.0	6.4	-11.3	6.4
MSCI SWITZ/MATERIAL	290.2	0.3	0.2	15.1	-1.0	15.1
MSCI SWITZ/REAL ESTATE	1015.6	0.8	4.4	9.7	5.2	9.7
MSCI SWITZ/TEL SVC	92.0	0.8	5.7	3.7	11.2	3.7



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

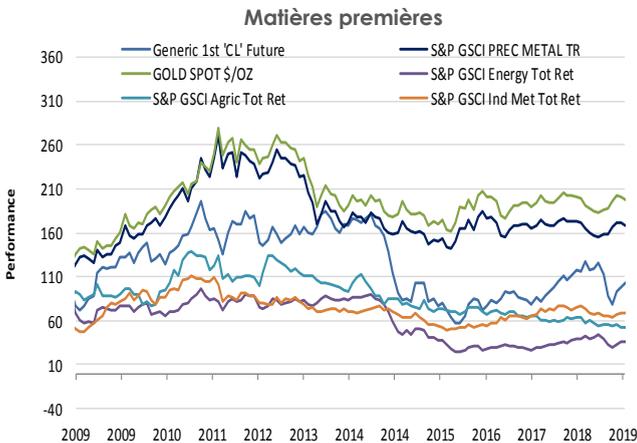
Matières premières

- Des anticipations enfin plus rationnelles dopent les cours
- Revalorisation logique des cours des produits pétroliers
- Métaux industriels tirés par la demande chinoise
- Relance de la demande d'investissement pour l'or et l'argent

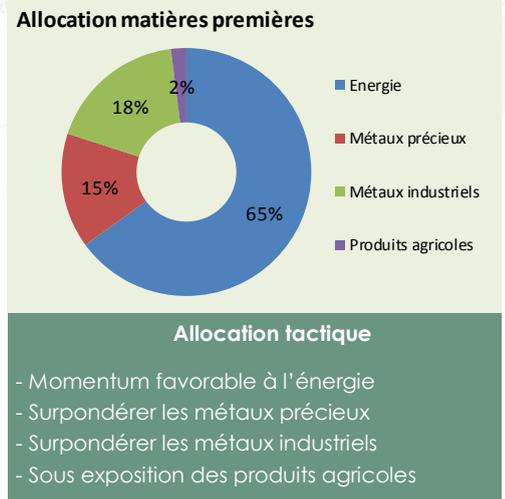
MATIÈRES PREMIÈRES	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
	3mois	1an	sous exposition		neutre		surpondération			
			---	--	-	=	+	++	++	
Energie	↗	↗								
Métaux précieux	↗	↗↗								
Métaux industriels	↗	↗↗								
Produits agricoles	→	↗								

Des anticipations plus rationnelles dopent les cours de l'énergie

Le premier trimestre 2019 a mis fin à une vague de panique et d'anticipations totalement irrationnelles qui avaient submergé la plupart des segments du marché global des matières premières. Nous n'avions pas écarté les risques d'un ralentissement conjoncturel en 2019 dans notre analyse des perspectives pour les matières premières, mais le scénario dominant qui s'est imposé au 4ème trimestre relevait selon nous plus d'un scénario catastrophe peu probable que d'une analyse sérieuse et réaliste des conditions économiques et politiques qui prévaudraient certainement en 2019. La chute des cours de matières premières observée pendant cette période et en particulier la correction brutale des cours du pétrole de près de -45% était loin d'être rationnelle de notre point de vue. Nous rappelons il y a trois mois dans notre stratégie de début d'année que la plupart des secteurs des matières premières devraient pourtant bénéficier de fondamentaux positifs, même en cas de ralentissement conjoncturel, en raison d'une offre mondiale encore contrainte par la chute du Capex des dernières années, alors qu'en l'absence de choc majeur sur l'économie mondiale, la demande devrait au contraire se renforcer. Nous estimions alors que la croissance chinoise resterait suffisamment forte et soutenue par les mesures gouvernementales pour maintenir une demande de métaux industriels et de produits pétroliers à même de soutenir une reprise des cours au 1er trimestre 2019. Les derniers mois ont effectivement démontré que le scénario de fin d'année 2018 était extrême et que dans un contexte économique moins pessimiste les marchés des matières premières devraient trouver des niveaux d'équilibre en matière de prix bien plus élevés que ceux enregistrés en fin d'année. Les indices des matières premières ont ainsi très nettement rebondi au 1er trimestre avec trois produits pétroliers en tête de la reprise. L'essence (+43.2%), le pétrole brut WTI (+32.44%), le pétrole brut Brent (+27.1%) et le gasoil (+18.5%) enregistraient des rebonds puissants et supérieurs à ceux enregistrés par les métaux industriels tels que le nickel (+21.4%), le zinc (+18.4%), le cuivre (+8.6%) ou l'aluminium (+3.5%). Les métaux précieux qui avaient



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



profité des incertitudes boursières n'ont pas participé à cette reprise généralisée, tandis que les produits agricoles enregistraient des performances plutôt négatives. Les matières premières ont donc enregistré un rebond de +16.4% (indice S&P Goldman Sachs) ce trimestre, après une année qui semblait bien orientée jusqu'en septembre (+11.8%) et qui s'était finalement bouclée sur un recul de -13%. Les marchés des matières premières bénéficient en ce début d'année d'un retour à la raison des investisseurs et d'un scénario économique plus rationnel qui devrait permettre une poursuite des tendances actuelles.

Revalorisation logique des cours des produits pétroliers

Un rapide retour sur les conditions du marché pétrolier au 4ème trimestre nous semble important pour souligner une nouvelle fois le caractère particulièrement irrationnel de l'évolution passée des prix. La chute des cours du brut de -38% était fondée selon nous sur la perspective irrationnelle d'un effondrement de la demande mondiale consécutive à une récession américaine en 2019 et un ralentissement brutal de l'économie mondiale. Nous relevions alors que les cours du brut étaient désormais extrêmement sous-évalués et qu'un plancher avait certainement été atteint à 45\$ le baril qui permettrait une première phase de revalorisation rapide des prix de l'énergie au 1er trimestre avant qu'une poursuite du réajustement des cours n'autorise une poursuite de la hausse vers le niveau moyen de 70\$ le baril observé en septembre 2018. Nos prévisions étaient alors particulièrement non consensuelles, mais c'est pourtant bien la tendance haussière puissante que nous attendions qui s'est concrétisée en ce début d'année. A l'heure où nous écrivons ces lignes, les cours du WTI (62\$/baril) sont en hausse de +47% depuis le point bas de 42.3\$ atteint le 24 décembre, mais n'ont pas encore totalement effacé la chute du dernier trimestre, bien qu'ils soient à nouveau supérieurs au cours du début d'année 2018. Notre objectif annoncé de 70\$ le baril, qui semblait certainement très ambitieux en fin d'année 2018 dans le contexte de quasi panique boursière et de scénario économique extrême,

INDICES MATIÈRES PREMIÈRES (en USD)

		Total Return Performance							
31.03.2019		Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
		MSCI Daily TR Net World USD	6087.54	USD	0.74	0.80	12.48	-2.60	12.48
GLOBAL		S&P GSCI Tot Return Indx	2533.2	USD	0.0	2.8	15.0	-13.5	15.0
WTI CRUDE		Generic 1st 'CL' Future	60.1	USD	1.9	7.8	32.4	-20.1	32.4
BRENT OIL		Generic 1st 'CO' Future	68.4	USD	2.0	5.1	27.1	-19.4	27.1
NATURAL GAS		Generic 1st 'NG' Future	2.7	USD	-3.3	-6.9	-9.5	-15.9	-9.5
OR		GOLD SPOT \$/OZ	1292.3	USD	-1.6	-0.1	0.8	7.4	0.8
ARGENT		Silver Spot \$/Oz	15.1	USD	-2.0	-0.6	-2.4	2.9	-2.4
AGRICULTURE		S&P GSCI Agric Indx Spot	273.2	USD	-2.5	-1.9	-3.8	-4.1	-3.8
INDUSTRIAL METALS		S&P GSCI Ind Metal Spot	345.5	USD	1.7	-0.1	8.2	-1.3	8.2

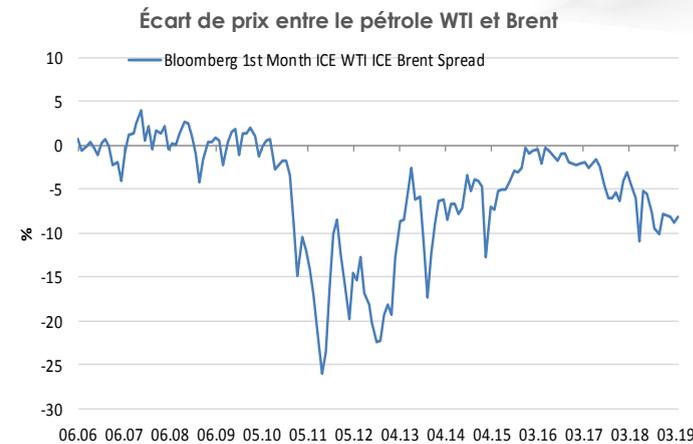
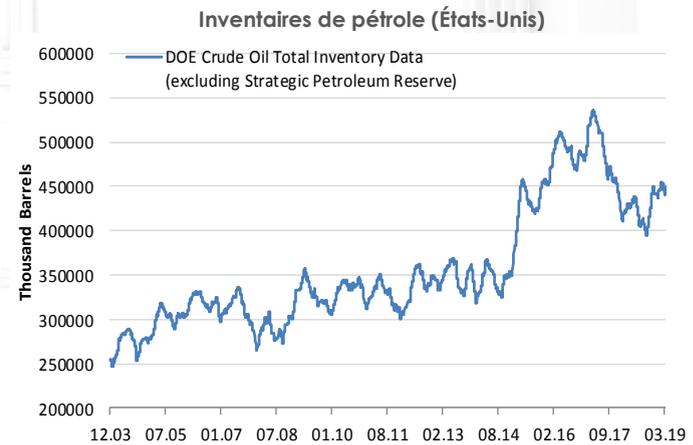
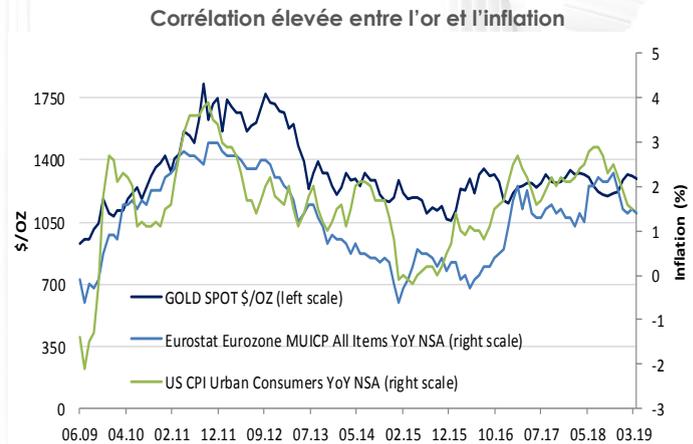
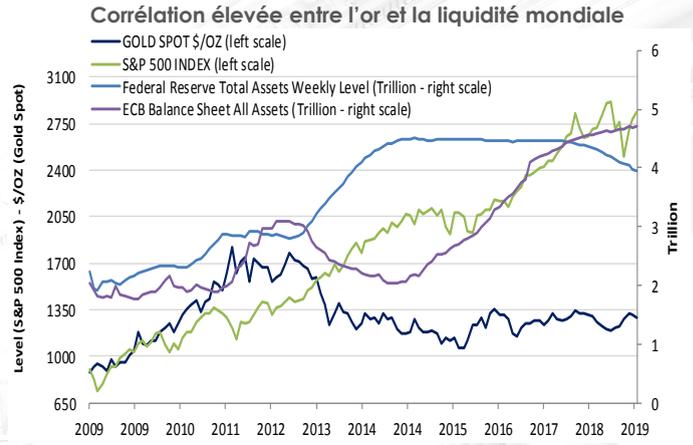
est pourtant en passe d'être prochainement atteint. Notre scénario économique reste relativement inchangé en ce début d'année et se fonde notamment sur un accord prochain entre la Chine et les États-Unis qui ne bouleversera pas la situation sur le plan de l'offre et de la demande de produits pétroliers. Le ralentissement de la croissance mondiale sera certainement limité à +3.5% en 2019 ce qui devrait confirmer une progression de la demande mondiale de pétrole brut supérieure à 1mbj dans un contexte de hausse limitée de l'offre inférieure à 1mbj. L'offre restera limitée du côté des pays membres de l'OPEP et de ses partenaires, ainsi que par les sanctions américaines contre l'Iran et le Venezuela. Selon l'AIE la demande d'énergie a progressé de +2.3% en 2018, sa plus forte progression de la décennie. La Chine, l'Inde et les États-Unis représentent plus de 70% de cette progression. Les États-Unis ont enregistré la plus forte progression dans la demande de pétrole et de gaz, en hausse de +10% par rapport à l'année précédente. La demande de pétrole a augmenté de +1.3mbj, tirée par la demande américaine en raison de la forte expansion dans l'industrie pétrochimique, la production industrielle et le transport routier. L'AIE estime la hausse de la demande mondiale de pétrole en 2019 à +1.4 million de baril par jour. Les fondamentaux du marché de l'énergie et du pétrole suggèrent toujours un rééquilibrage entre l'offre et la demande favorable selon nous au maintien du prix du pétrole brut WTI supérieur à 70\$ et du Brent supérieur à 80\$. La production américaine de pétrole qui s'est largement tournée vers le pétrole de schiste crée pour l'instant des distorsions au marché traditionnel en raison du cycle plus court de production du pétrole non conventionnel. Les périodes de prix élevés provoquent une hausse rapide de la production de pétrole de schiste qui augmente l'offre globale et fait baisser les prix. A contrario, la chute des cours du dernier trimestre diminue l'intérêt de la production de pétrole de schiste et réduit l'offre globale avec les effets conjoints positifs sur les prix. Il faudra sans doute compter pendant un temps sur ce phénomène qui accroît la volatilité des cours du WTI.

Métaux industriels tirés par la demande chinoise

La performance des métaux industriels au 1er trimestre a été positive, mais plus modérée que celle du secteur énergie. Les rebonds enregistrés par les métaux industriels tels que le nickel (+21.4%), le zinc (+18.4%), le cuivre (+8.6%) ou l'aluminium (+3.5%) sont encore loin d'effacer les chutes de cours de l'année 2018 pour la plupart d'entre eux. Le nickel est l'exception ; la hausse des trois derniers mois est supérieure à la chute de l'année 2018 (-16.2%). Pour les autres métaux, le zinc (-25.6%), le cuivre (-17.6%) ou l'aluminium (-18.6%), la tendance actuelle doit se poursuivre pour retrouver les prix du début d'année 2018. Le programme de soutien conjoncturel chinois et plus généralement la résilience de la croissance en Chine devraient prochainement apparaître clairement comme des facteurs suffisants pour maintenir des perspectives de progression de la demande de métaux industriels. Lorsque les indicateurs avancés chinois suggèreront une relance de la production industrielle et qu'un accord commercial sera finalement sous toit, les métaux industriels bénéficieront d'un changement net de conditions propice à une poursuite de la progression des cours.

Relance de la demande d'investissement pour l'or et l'argent

Les facteurs clés pour la progression des cours des métaux précieux restent la demande d'investissement et l'évolution de l'inflation. La demande d'investissement, qui avait progressé d'environ +5.2% au 4ème trimestre dans le contexte de crise boursière et de volatilité élevée des actifs financiers, a poursuivi sa croissance (+1.7%) au 1er trimestre 2019, malgré un environnement boursier désormais particulièrement optimiste. Il est intéressant de constater que la disparition du scénario catastrophe et la chute de l'inflation dans la plupart des économies pendant cette période n'ont pas eu d'impact fort sur les cours de l'or, qui avancent encore de +0.77% après la hausse importante de +7.54% du dernier trimestre. A noter également que le dollar « trade weighted » s'appréciait aussi pendant ces deux périodes. L'évolution prochaine des cours de l'or sera sans doute plus corrélée à celle de l'inflation aux États-Unis qu'elle ne l'a été récemment. Les statistiques de l'emploi et surtout celles concernant le pouvoir d'achat, le revenu disponible et la croissance des salaires aux États-Unis devraient favoriser une relance des indices de prix (CPI) au cours des prochains mois. Un retour de l'inflation au-dessus de l'objectif de la Fed sera un facteur de soutien poussant les cours de l'or au-dessus de 1'400\$ l'once.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Hedge Funds

- Meilleur trimestre des six dernières années

Meilleur trimestre des six dernières années

L'indice global des hedge funds (+2.60%) réalise son meilleur résultat trimestriel depuis le T1 2013, mais malgré tout nettement inférieur aux rebonds des actions internationales (+12.5%), de l'immobilier titrisé (+15%) ou encore du private equity (+16.42%). Ainsi, au cours des trois premiers mois de l'année, la gestion alternative ne comble que partiellement sa correction de l'année précédente (-6.72%), contrairement aux autres segments qui retrouvent pour la plupart leur niveau du début d'année.

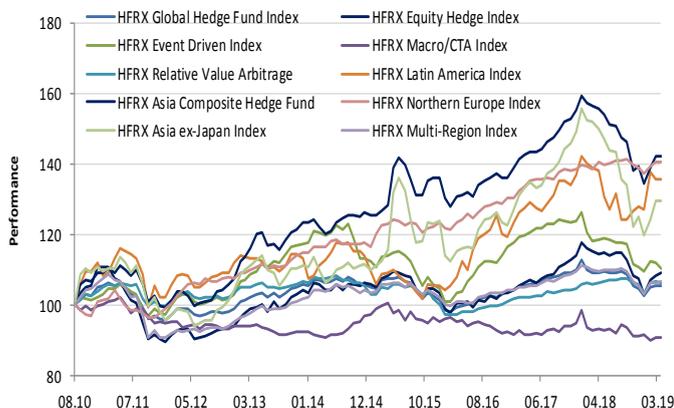
Les différents styles de gestion affichent des performances contrastées sur ce trimestre : la stratégie « equity hedge » profitant le plus de l'environnement des trois premiers mois de l'année (+5.95%). Les gestions « relative value arbitrage » et « event driven » progressent également sur la période de respectivement +2.62% et +0.80%. En revanche, la stratégie « macro/CTA » termine le trimestre dans les chiffres rouges, en recul de -0.87%.

INDICES GESTION ALTERNATIVE (en USD)

		Total Return Performance						
31.03.2019		Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	HFRX Global Hedge Fund Index	1220.8 USD	-0.3	-0.3	2.6	-3.0	2.6	
EQUITY HEDGE	HFRX Equity Hedge Index	1219.6 USD	0.0	0.2	6.0	-2.6	6.0	
EVENT DRIVEN	HFRX Event Driven Index	1483.0 USD	-0.1	-1.6	0.8	-5.9	0.8	
MACRO/CTA	HFRX Macro/CTA Index	1116.3 USD	-1.3	0.4	-0.9	-3.1	-0.9	
RELATIVE VALUE ARBITRAGE	HFRX Relative Value Arbitrage	1201.6 USD	0.0	0.0	2.6	-1.1	2.6	
LATIN AMERICA*	HFRX Latin America Index	2216.1 USD	-	0.0	6.9	9.4	6.9	
ASIA COMPOSITE*	HFRX Asia Composite Hedge Fund Index	2293.3 USD	-	0.0	5.7	-2.7	5.7	
NORTHERN EUROPE*	HFRX Northern Europe Index	2027.0 USD	-	0.0	2.2	-0.8	2.2	
ASIA EX-JAPAN*	HFRX Asia ex-Japan Index	2446.2 USD	-	0.0	8.3	-3.3	8.3	
MULTI-REGION	HFRX Multi-Region Index	1330.6 USD	0.0	0.3	3.6	-2.2	3.6	

* Subject to one-month lag

Indices gestion alternative



Private Equity

- Rebond trimestriel supérieur à +16%

Rebond trimestriel supérieur à +16%

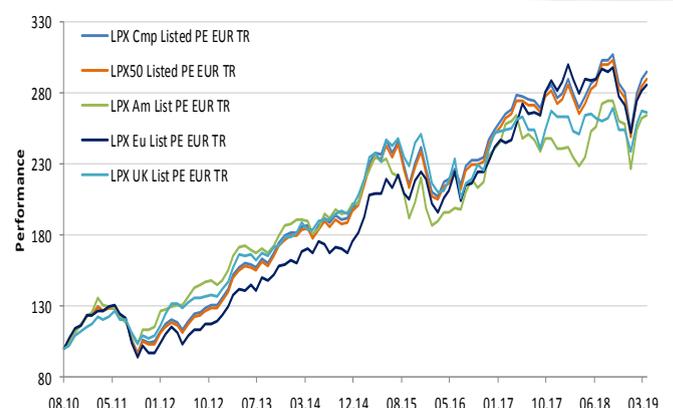
La panique de fin d'année 2018, qui avait fait chuter la classe d'actifs de -17.87%, a donc fait place à un retour en force de l'optimisme et de la propension des investisseurs à prendre des risques. Ces trois premiers mois de l'année se sont ainsi révélés largement favorables au private equity (+16.42%). Désormais, nous n'excluons pas un retour temporaire de la volatilité en raison de prises de profits, mais l'amélioration du scénario économique international sera propice à un réinvestissement ultérieur des profits réalisés.

Au niveau géographique, ce sont les Etats-Unis qui enregistrent la performance la plus marquée (+16.43%). L'Europe et le Royaume-Uni grimpent également de plus de +10%, avec des résultats trimestriels respectifs de +13.48% et +11.72%.

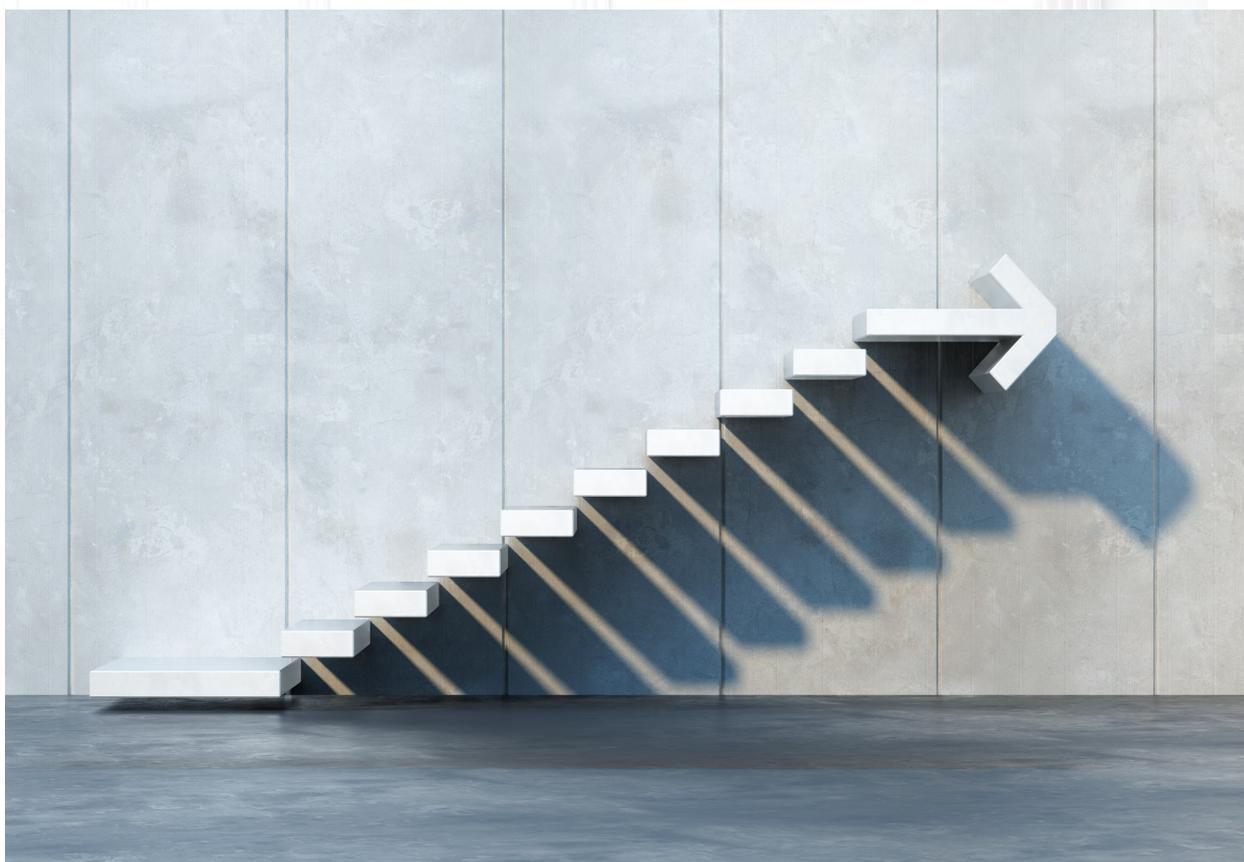
INDICES PRIVATE EQUITY (en EUR)

		Total Return Performance						
31.03.2019		Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
COMPOSITE	LPX Cmp Listed PE EUR TR	245.2 EUR	1.0	1.5	16.4	-4.4	16.4	
MAJOR COMPANIES	LPX50 Listed PE EUR TR	2300.4 EUR	1.0	1.5	16.5	-4.8	16.5	
USA	LPX Am List PE EUR TR	351.8 EUR	1.0	1.0	16.4	-4.5	16.4	
EUROPE	LPX Eu List PE EUR TR	915.4 EUR	0.4	0.8	13.5	-3.7	13.5	
UK	LPX UK List PE EUR TR	298.6 EUR	-0.8	-0.5	11.7	-0.9	11.7	

Indices private equity



STRATÉGIE GLOBALE ET ALLOCATION D'ACTIFS



STRATÉGIES GLOBALES | ALLOCATION D'ACTIFS

Portefeuille diversifié: risque moyen - CHF

- Privilégier les obligations en USD et les maturités courtes
- Le rendement de l'immobilier reste compétitif
- Réduire la surpondération en actions
- Surpondérer les 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

La baisse des rendements obligataires du 1er trimestre nous semble excessive en l'absence de réels risques de récessions et dans le contexte plus positif de reprise probable de la croissance au 2ème trimestre. La courbe de taux d'intérêt aux Etats-Unis offre toujours de bonnes opportunités relatives dans le segment des placements à revenus fixes en comparaison notamment aux marchés obligataires en euro, yen, franc suisse et livre sterling. Un rebond des taux longs est probable sur la plupart des marchés, en raison des tensions sur les divers marchés de l'emploi susceptibles d'affecter l'inflation et la relance des cours de l'énergie. Les rendements en dollar nous semblent suffisamment attractifs pour écarter les placements à hauts rendements (High Yield), dont les primes de risque sont désormais trop faibles pour justifier une allocation significative. Nous privilégions une stratégie obligataire prudente et une exposition globale réduite favorisant les placements en dollar et les échéances courtes.

Actions

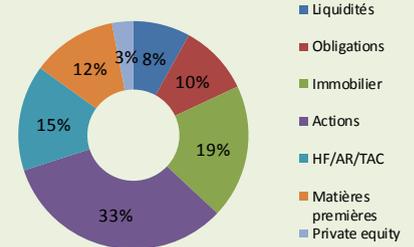
Notre dernière recommandation de renforcer les positions actions sur faiblesse et de surpondérer les actions suisses et internationales a été suivie d'un trimestre de hausse des valeurs tout à fait remarquable. Le retour de la volatilité que nous annonçons en septembre s'est effectivement concrétisé au 4ème trimestre. Les anticipations de ralentissement conjoncturel, voire de récession en 2019, étaient excessives et offraient de nouvelles opportunités d'investissement à des niveaux de valorisation désormais attractifs. Aujourd'hui, nous recommandons une certaine prudence après les excellentes progressions réalisées depuis le début de l'année et proposons des prises de profits partielles et temporaires.

Matières premières

Nous attendons une reprise puissante des cours du pétrole en ce début d'année qui s'est effectivement matérialisée par une hausse de plus de +32% ces derniers mois. L'émergence fulgurante du scénario de récession en décembre a fait place à un retour des anticipations plus rationnelles permettant d'écarter ce scénario catastrophe. Le début d'année 2019 n'apporte pas tous les éclaircissements souhaités,

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

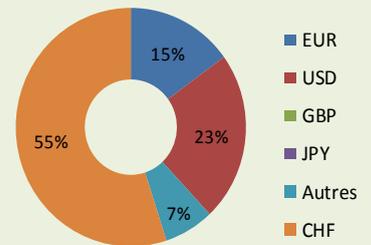
Allocation actifs - portefeuille CHF



Allocation tactique

- Prises de profits, réduction de l'exposition en actions et dans l'immobilier au profit des liquidités

Allocation devises - portefeuille CHF



mais néanmoins, les matières premières devraient pouvoir profiter d'une situation plus constructive, notamment lorsque la Chine et les Etats-Unis auront signé un accord. Le renversement de tendance est en cours, les métaux industriels et précieux devraient aussi bénéficier de la diminution des craintes liées aux tensions commerciales.

Immobilier

L'immobilier reste encore la principale alternative aux marchés de taux. Les rendements sont attractifs et les risques de correction des cours induits 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 favorisées.

Devises

Le trimestre n'a pas vu de grands mouvements sur les taux de change ; le dollar est effectivement entré dans une phase de stabilisation, tandis que l'euro restait presque inchangé. Le franc devrait plutôt s'affaiblir dans le contexte de meilleure visibilité sur le plan des affaires et de l'économie mondiale.

Performance des marchés - Q1 2019

	Q1 2019		YTD			Q1 2019		YTD			
	local	CHF	local	CHF		local	CHF	local	CHF		
Devises											
USD/CHF	1.3%	1.3%			Taux d'intérêt à 3 mois (niveau)						
EUR/CHF	-0.8%	-0.8%			CHF	-0.71%					
GBP/CHF	3.6%	3.6%			EUR	-0.35%					
JPY/CHF	0.2%	0.2%			USD	2.60%					
					JPY	-0.06%					
Marchés actions											
Monde	MSCI World USD	12.5%	14.0%	12.5%	14.0%	Marchés obligataires					
Europe	DJ Stoxx 600	13.0%	12.1%	13.0%	12.1%	Monde	Cik Gr Global Govt USD	1.7%	3.1%	1.7%	3.1%
Eurozone	DJ Eurostxx 50	11.7%	10.8%	11.7%	10.8%	Europe	Euro Ser-E Gov > 1	2.5%	1.7%	2.5%	1.7%
	MSCI Europe S.C.	13.9%	12.9%	13.9%	12.9%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	3.5%	7.2%	3.5%	7.2%
Allemagne	Dax 30	9.2%	8.3%	9.2%	8.3%	Suisse	SBI Général AAA-BBB	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
France	Cac 40	13.1%	12.2%	13.1%	12.2%		SBI Govt	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Royaume Uni	FTSE 100	8.2%	12.1%	8.2%	12.1%	USA	US Ser-E Gov > 1	2.1%	3.5%	2.1%	3.5%
Suisse	SPI	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%	Japon	Japan Ser-E Gov > 1	1.5%	1.7%	1.5%	1.7%
	SMI	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	6.6%	8.0%	6.6%	8.0%
	MSCI Swiss S.C.	9.7%	11.2%	9.7%	11.2%	Divers					
Amérique Nord	SP500	13.1%	14.6%	13.1%	14.6%	Indice LPP 25		4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
	Nasdaq	16.5%	18.0%	16.5%	18.0%	Indice LPP 40		6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
	Tse 300	12.4%	16.3%	12.4%	16.3%	Indice LPP 60		9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
	SP600 Small C.	11.2%	12.7%	11.2%	12.7%	Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
Japon	Nikkei 225	6.0%	6.2%	6.0%	6.2%	Allemaif	Hedge Fund Research USD	1.0%	2.3%	1.0%	2.3%
Emerging	MSCI EMF USD	9.6%	11.0%	9.6%	11.0%	Matières prem.	GS Commodity USD	15.0%	16.5%	15.0%	16.5%

STRATÉGIES GLOBALES | ALLOCATION D'ACTIFS

Portefeuille diversifié: risque moyen - EUR

- Réduire le risque en zone euro
- Le rendement de l'immobilier reste compétitif
- Prendre quelques profits sur les marchés actions
- Surpondérer les matières premières

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

Allocation d'actifs

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

Obligations

La baisse des rendements obligataires du 1er trimestre nous semble excessive en l'absence de réels risques de récessions et dans le contexte plus positif de reprise probable de la croissance au 2ème trimestre. La courbe de taux d'intérêt aux Etats-Unis offre toujours de bonnes opportunités relatives dans le segment des placements à revenus fixes en comparaison notamment aux marchés obligataires en euro, yen, franc suisse et livre sterling. Un rebond des taux longs est probable sur la plupart des marchés, en raison des tensions sur les divers marchés de l'emploi susceptibles d'affecter l'inflation et la relance des cours de l'énergie. Les rendements en dollar nous semblent suffisamment attractifs pour écarter les placements à hauts rendements (High Yield), dont les primes de risque sont désormais trop faibles pour justifier une allocation significative. Nous privilégions une stratégie obligataire prudente et une exposition globale réduite favorisant les placements en dollar et les échéances courtes.

Actions

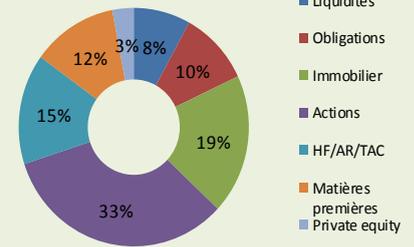
Notre dernière recommandation de renforcer les positions actions sur faiblesse et de surpondérer les actions européennes et internationales a été suivie d'un trimestre de hausse des valeurs tout à fait remarquable. Le retour de la volatilité que nous annoncions en septembre s'est effectivement concrétisé au 4ème trimestre. Les anticipations de ralentissement conjoncturel, voire de récession en 2019, étaient excessives et offraient de nouvelles opportunités d'investissement à des niveaux de valorisation désormais attractifs. Aujourd'hui, nous recommandons une certaine prudence après les excellentes progressions réalisées depuis le début de l'année et proposons des prises de profits partielles et temporaires.

Matières premières

Nous attendions une reprise puissante des cours du pétrole en ce début d'année qui s'est effectivement matérialisée par une hausse de plus de +32% ces derniers mois. L'émergence fulgurante du scénario de récession en décembre a fait place à un retour des anticipations plus rationnelles permettant d'écarter ce scénario catastrophe. Le début d'année 2019 n'apporte pas tous les éclaircissements souhaités,

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

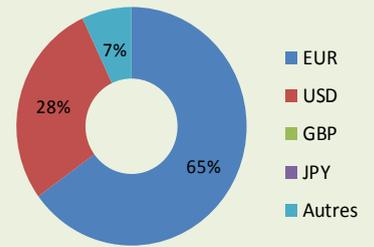
Allocation actifs - portefeuille euro



Allocation tactique

- Prises de profits, réduction de l'exposition en actions et dans l'immobilier au profit des liquidités

Allocation devises - portefeuille euro



mais néanmoins, les matières premières devraient pouvoir profiter d'une situation plus constructive, notamment lorsque la Chine et les Etats-Unis auront signé un accord. Le renversement de tendance est en cours, les métaux industriels et précieux devraient aussi bénéficier de la diminution des craintes liées aux tensions commerciales.

Immobilier

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

Devises

L'euro est resté étonnamment stable, bien que plus faible (-2.2%), contre le dollar au cours du trimestre malgré les statistiques économiques inquiétantes en Allemagne et l'absence de solution au Brexit. Une amélioration de la conjoncture allemande est indispensable à une revalorisation de l'euro.

Performance des marchés - Q1 2019

	Q1 2019		YTD			Q1 2019		YTD			
	local	EUR	local	EUR		local	EUR	local	EUR		
Devises											
USD/EUR	2.2%		2.2%		Taux d'intérêt à 3 mois (niveau)						
CHF/EUR	0.9%		0.9%		CHF	-0.71%					
GBP/EUR	4.5%		4.5%		EUR	-0.35%					
JPY/EUR	1.1%		1.1%		USD	2.60%					
					JPY	-0.06%					
Marchés actions											
Monde	MSCI World USD	12.5%	15.0%	12.5%	15.0%	Marchés obligataires					
Europe	DJ Stoxx 600	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	Monde	Cl Gr Global Govt USD	1.7%	2.7%	1.7%	2.7%
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	Europe	Euro Ser-E Gov > 1	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Allemagne	Dax 30	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	3.5%	8.1%	3.5%	8.1%
France	Cac 40	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	Suisse	SBI Général AAA-BBB	1.8%	2.8%	1.8%	2.8%
Royaume Uni	FTSE 100	8.2%	13.0%	8.2%	13.0%		SBI Govt	2.0%	3.0%	2.0%	3.0%
Suisse	SPI	14.4%	15.4%	14.4%	15.4%	USA	US Ser-E Gov > 1	2.1%	4.4%	2.1%	4.4%
	SMI	12.4%	13.5%	12.4%	13.5%	Japon	Japan Ser-E Gov > 1	1.5%	2.6%	1.5%	2.6%
	MSCI Swiss S.C.	9.7%	12.2%	9.7%	12.2%	Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	6.6%	8.9%	6.6%	8.9%
Amérique Nord											
	SP500	13.1%	15.6%	13.1%	15.6%	Divers					
	Nasdaq	16.5%	19.1%	16.5%	19.1%	Indice LPP 25		4.8%	5.8%	4.8%	5.8%
	Tse 300	12.4%	17.4%	12.4%	17.4%	Indice LPP 40		6.6%	7.6%	6.6%	7.6%
	SP600 Small C.	11.2%	13.6%	11.2%	13.6%	Indice LPP 60		9.0%	10.0%	9.0%	10.0%
Japon											
	Nikkei 225	6.0%	7.2%	6.0%	7.2%	Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	9.6%	9.6%	9.6%	10.6%
Emerging											
	MSCI EMF USD	9.6%	12.0%	9.6%	12.0%	Alternatif	Hedge Fund Research USD	1.0%	3.2%	1.0%	3.2%
						Matières prem.	GS Commodity USD	15.0%	17.5%	15.0%	17.5%

STRATÉGIES GLOBALES | ALLOCATION D'ACTIFS

Portefeuille diversifié: risque moyen - USD

- Rendements attractifs aux Etats-Unis
- Le rendement de l'immobilier reste compétitif
- Prendre quelques profits sur les marchés actions
- Surpondérer 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

La baisse des rendements obligataires du 1er trimestre nous semble excessive en l'absence de réels risques de récessions et dans le contexte plus positif de reprise probable de la croissance au 2ème trimestre. La courbe de taux d'intérêt aux Etats-Unis offre toujours de bonnes opportunités relatives dans le segment des placements à revenus fixes en comparaison notamment aux marchés obligataires en euro, yen, franc suisse et livre sterling. Un rebond des taux longs est probable sur la plupart des marchés, en raison des tensions sur les divers marchés de l'emploi susceptibles d'affecter l'inflation et la relance des cours de l'énergie. Les rendements en dollar nous semblent suffisamment attractifs pour écarter les placements à hauts rendements (High Yield), dont les primes de risque sont désormais trop faibles pour justifier une allocation significative. Nous privilégions une stratégie obligataire prudente et une exposition globale réduite favorisant les placements en dollar et les échéances courtes.

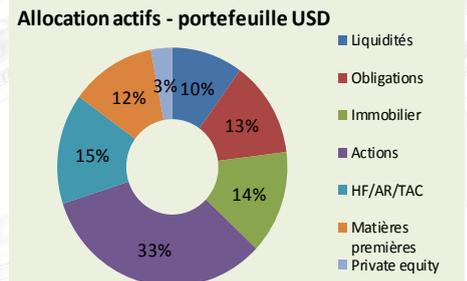
Actions

Notre dernière recommandation de renforcer les positions actions sur faiblesse et de surpondérer les actions américaines et internationales a été suivie d'un trimestre de hausse des valeurs tout à fait remarquable. Le retour de la volatilité que nous annonçons en septembre s'est effectivement concrétisé au 4ème trimestre. Les anticipations de ralentissement conjoncturel, voire de récession en 2019, étaient excessives et offraient de nouvelles opportunités d'investissement à des niveaux de valorisation désormais attractifs. Aujourd'hui, nous recommandons une certaine prudence après les excellentes progressions réalisées depuis le début de l'année et proposons des prises de profits partielles et temporaires.

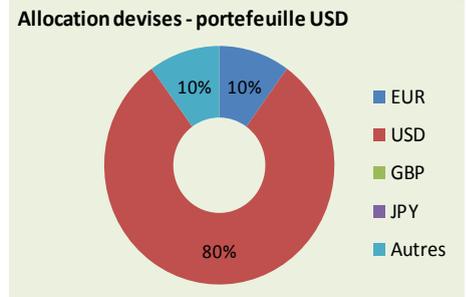
Matières premières

Nous attendons une reprise puissante des cours du pétrole en ce début d'année qui s'est effectivement matérialisée par une hausse de plus de +32% ces derniers mois. L'émergence fulgurante du scénario de récession en décembre a fait place à un retour des anticipations plus rationnelles permettant d'écarter ce scénario catastrophe. Le début d'année 2019 n'apporte pas tous les éclaircissements souhaités,

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



Allocation tactique
- Prises de profits, réduction de l'exposition en actions et dans l'immobilier au profit des liquidités



mais néanmoins, les matières premières devraient pouvoir profiter d'une situation plus constructive, notamment lorsque la Chine et les Etats-Unis auront signé un accord. Le renversement de tendance est en cours, les métaux industriels et précieux devraient aussi bénéficier de la diminution des craintes liées aux tensions commerciales.

Immobilier

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

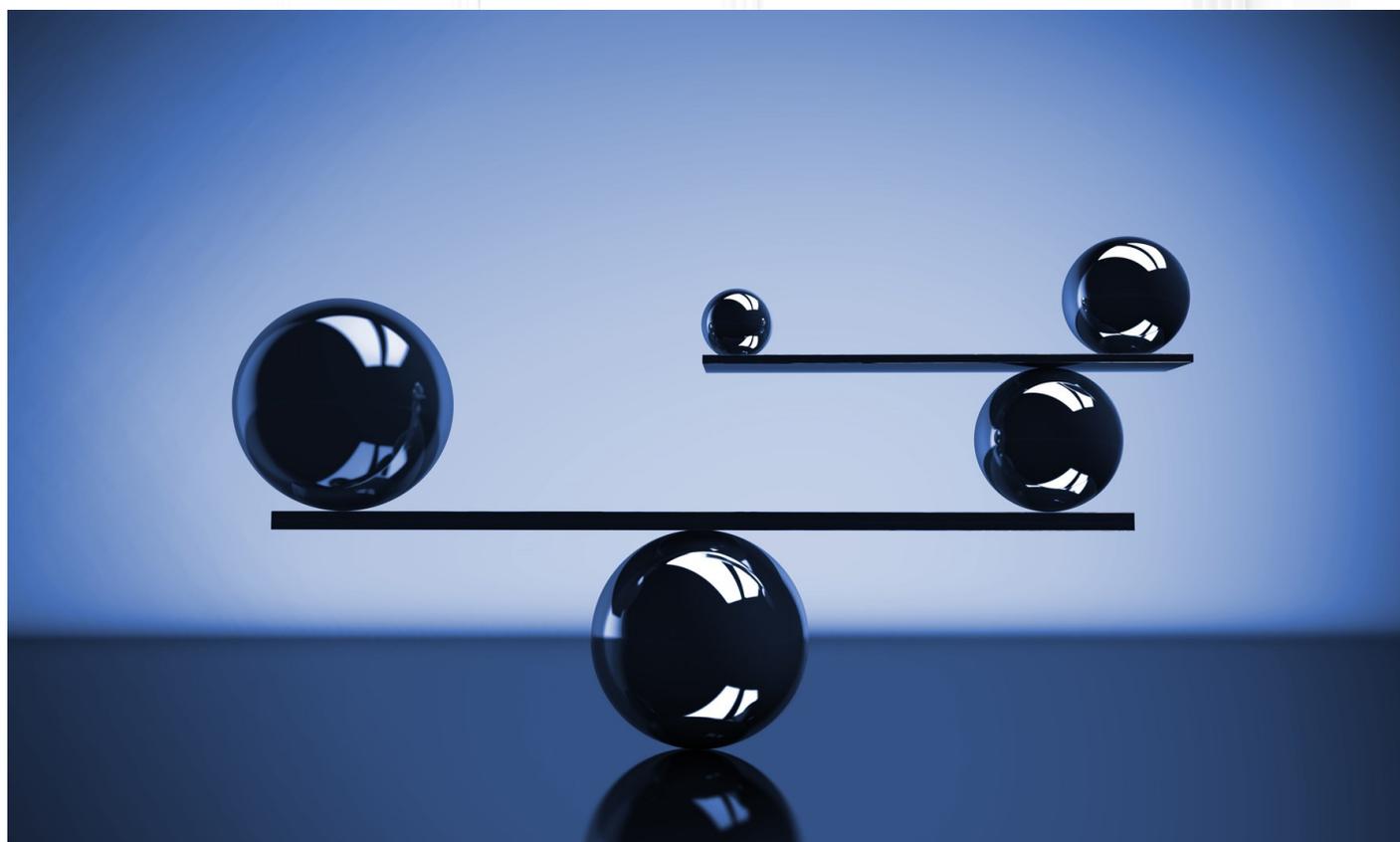
Devises

Le trimestre était relativement stable pour le dollar qui reste privilégié dans notre allocation monétaire. Les différentiels de rendement sont encore très souvent en faveur du dollar. Il devrait cependant s'affaiblir un peu contre le yuan et les devises émergentes.

Performance des marchés - Q1 2019

	Q1 2019				YTD			
	local	USD	local	USD	local	USD	local	USD
Devises								
CHF/USD		-1.4%		-1.4%				
EUR/USD		-2.2%		-2.2%				
GBP/USD		2.2%		2.2%				
JPY/USD		-1.1%		-1.1%				
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau)								
CHF		-0.71%						
EUR		-0.35%						
USD		2.60%						
JPY		-0.06%						
Marchés actions								
Monde	MSCI World USD	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%			
Europe	DJ Stoxx 600	13.0%	10.6%	13.0%	10.6%			
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	11.7%	9.2%	11.7%	9.2%			
	MSCI Europe S.C.	13.9%	11.4%	13.9%	11.4%			
Allemagne	Dax 30	9.2%	6.8%	9.2%	6.8%			
France	Cac 40	13.1%	10.6%	13.1%	10.6%			
Royaume Uni	FTSE 100	8.2%	10.6%	8.2%	10.6%			
Suisse	SPI	14.4%	12.8%	14.4%	12.8%			
	SMI	12.4%	10.9%	12.4%	10.9%			
	MSCI Swiss S.C.	9.7%	9.7%	9.7%	9.7%			
Amérique Nord	SP500	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%			
	Nasdaq	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%			
	Tse 300	12.4%	14.9%	12.4%	14.9%			
	SP600 Small C.	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%			
Japon	Nikkei 225	6.0%	4.8%	6.0%	4.8%			
Emerging	MSCI EMF USD	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%			
Marchés obligataires								
Monde	Chf Gr Global Govt USD	1.7%	0.3%	1.7%	0.3%			
Europe	Euro Ser-E Gov > 1	2.5%	0.3%	2.5%	0.3%			
Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	3.5%	5.8%	3.5%	5.8%			
Suisse	SBI Général AAA-BBB	1.8%	0.4%	1.8%	0.4%			
	SBI Govt	2.0%	0.6%	2.0%	0.6%			
USA	US Ser-E Gov > 1	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%			
Japon	Japan Ser-E Gov > 1	1.5%	0.3%	1.5%	0.3%			
Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%			
Divers								
	Indice LPP 25	4.8%	3.4%	4.8%	3.4%			
	Indice LPP 40	6.6%	5.1%	6.6%	5.1%			
	Indice LPP 60	9.0%	7.5%	9.0%	7.5%			
Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	9.6%	9.6%	9.6%	8.1%			
Alternatif	Hedge Fund Research USD	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%			
Matières prem.	GS Commodity USD	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%			

THÈME D'INVESTISSEMENT FOCUS



THÈME D'INVESTISSEMENT

Focus sur l'immobilier helvétique

- L'immobilier direct offre toujours un rendement attrayant
- Evolution du rapport de force entre locataires et bailleurs
- Les logements de 3 pièces représentent le tiers de l'activité de construction
- L'essor du « coworking » atténue le besoin d'espace de bureau
- Hypothèques fixes ou variables ?

Immobilier direct

Au 31 décembre, les données concernant les immeubles de rapport font état d'un rendement global de +5.75% sur l'année 2018. En effet, malgré une baisse des revenus locatifs, la progression des prix de transactions, notamment, a permis aux investisseurs de conserver un rendement supérieur à +5%, bien que sensiblement plus faible qu'au cours de l'année 2017 (+9.53%). La stagnation des prix de l'immobilier résidentiel, mais également des surfaces commerciales, observée au cours des neuf derniers mois sous revue est la raison de la diminution du rendement lié à l'évolution de la valeur des biens immobiliers. La demande d'immeubles de rapports reste malgré tout élevée, s'expliquant notamment par l'absence d'alternative de placement au sein de cet environnement de taux négatif et non en raison d'un potentiel d'appréciation provenant de l'état locatif. A noter que le rendement annualisé moyen de ces 30 dernières années s'est établi à +4.92%.

L'écart de rendement avec les obligations à 10 ans de la Confédération helvétique s'élève à +3.61% au terme du mois de février. La prise de risque est donc toujours récompensée par une prime de plus de 300 points de base. Nous estimons qu'aussi longtemps que cette prime ne diminuera pas significativement, en raison d'une hausse des taux d'intérêts de long terme ou d'une nouvelle contraction des revenus locatifs, les placements en immobilier direct conserveront leur attrait auprès des investisseurs.

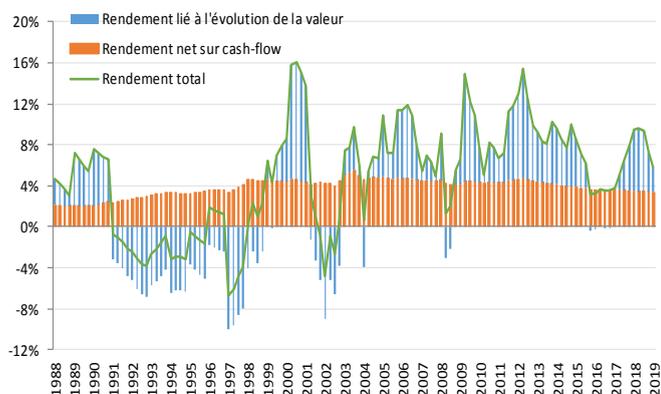
La BNS attendra, sans aucun doute, que la BCE décide de remonter ses taux d'intérêts directeurs, afin de créer un différentiel de taux né-

cessaire à la dépréciation du franc, avant de normaliser sa politique monétaire. Le récent ralentissement de la croissance en zone euro aura comme effet de repousser l'échéance, permettant ainsi à l'immobilier de conserver un écart de rendement favorable vis-à-vis du segment obligataire encore quelques temps.

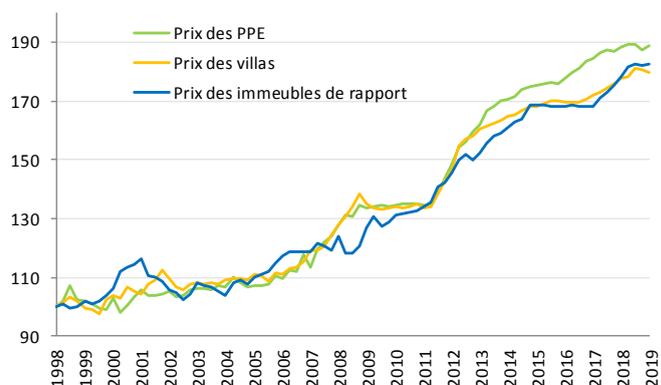
Loyers

Les loyers helvétiques ne devraient pas connaître de nouvelles baisses. En effet, le taux hypothécaire de référence est resté identique au niveau du trimestre précédent (1.5%). Cela fait désormais sept trimestres consécutifs qu'il évolue à ce niveau, constituant son point le plus bas depuis sa création en septembre 2008. Il ne connaîtra un changement que lorsque le taux d'intérêt moyen, actuellement à 1.45%, s'établira à un niveau supérieur à 1.625% ou inférieur à 1.375%. Le taux d'intérêt moyen est déterminé en fonction du taux d'intérêt moyen des créances hypothécaires libellées en francs suisses inscrites au bilan des banques helvétiques et dont le montant global excède 300 millions. Chaque trimestre, le taux d'intérêt moyen est arrondi au quart de pourcentage le plus proche, tant à la hausse qu'à la baisse, et fixe le niveau du taux d'intérêt de référence pour les trois mois à venir. Ainsi, étant donné que le taux de référence a conservé son niveau du trimestre précédent, les locataires n'auront pas l'opportunité de demander une diminution de leur loyer durant le trimestre à venir, tandis que les propriétaires ne pourront, quant à eux, pas prétendre à une hausse de ces derniers.

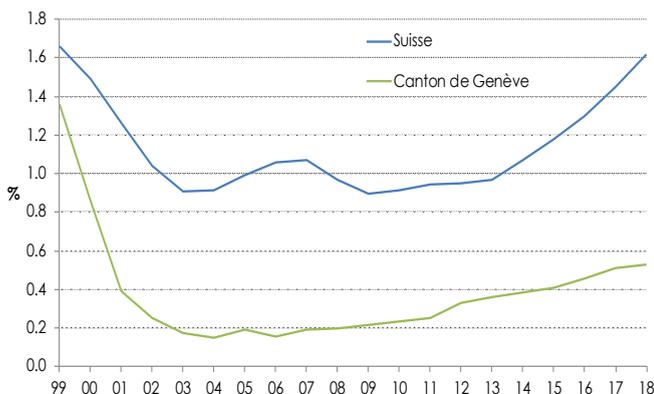
Rendements annualisés des immeubles de rapport



Prix de l'immobilier résidentiel



Taux de vacance



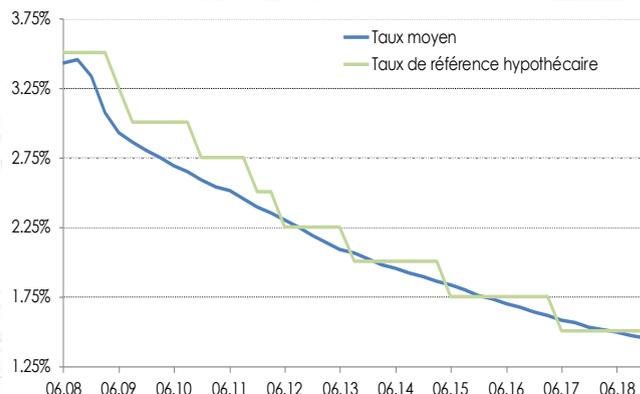
Le déséquilibre entre l'offre et la demande, causé notamment par une activité de construction très soutenue, couplée à une immigration nette en diminution, continue de faire grimper le taux de vacance des logements locatifs. Ainsi, au 30 juin 2018, les logements vacants représentaient 1.62% au niveau national, soit une augmentation non négligeable de +13% en comparaison avec l'année précédente (1.45%). L'analyse d'un point de vue cantonal permet quant à elle de mettre en évidence la différence entre les grands centres et les régions périphériques. En effet, tandis que Genève (0.53%) et Zurich (0.99%) affichent un taux de logements vacants inférieur à 1%, les cantons de Soleure (2.98%) et de Schaffhouse (2.47%) notamment sont dans une situation nettement moins favorable.

Les difficultés rencontrées par le segment locatif s'observent également par l'augmentation de la durée de vacance, en particulier en dehors des grands centres. Le rapport de force s'inversant de plus en plus en faveur des locataires, les bailleurs s'efforcent de trouver de nouvelles formules marketing dans le but d'augmenter l'attractivité de leurs logements. Ainsi, il devient de plus en plus fréquent pour les locataires de se voir proposer une période initiale à loyer réduit ou leurs premiers mois de loyers offerts.

Taux d'intérêt

Dans son communiqué de presse du mois de mars, la Banque nationale suisse déclare, sans surprise, maintenir son cap expansionniste concernant sa politique monétaire en conservant un taux d'intérêt négatif de -0.75% sur les avoirs à vue détenus auprès de la BNS. Ce taux constant depuis désormais plus de quatre ans conserve donc son utilité pour lutter contre la vigueur de la devise helvétique en réduisant l'attrait des placements au sein de cette dernière.

Taux moyen et de référence hypothécaire

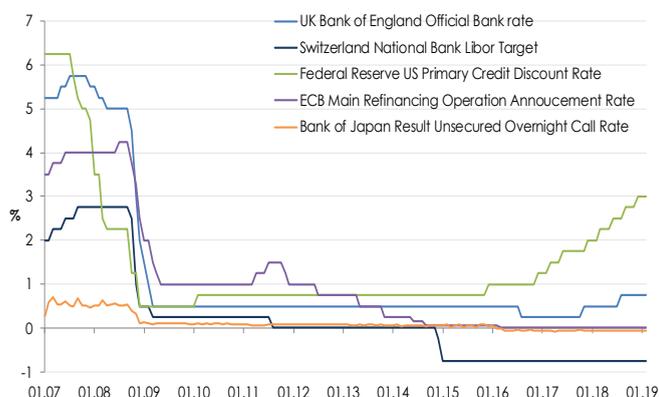


Sur ces derniers mois, le ralentissement de l'activité économique mondiale a été plus marqué qu'attendu, entraînant à la baisse les anticipations concernant les taux directeurs au sein des principales zones monétaires. La zone euro, principal partenaire commercial de la Suisse, a ainsi vu ses prévisions de croissance (+1.3%) et d'inflation (1.4%) pour l'année 2019 être abaissées, contre respectivement +1.9% et 1.8% précédemment. Dans ce contexte, la Banque centrale européenne ne devrait pas relever ses taux d'intérêt directeurs avant 2020. Le différentiel de taux d'intérêt avec la Suisse ne progressera donc pas dans l'immédiat, impactant les prévisions des analystes qui ne prévoient désormais pas de relèvement des taux directeurs helvétiques avant 2021.

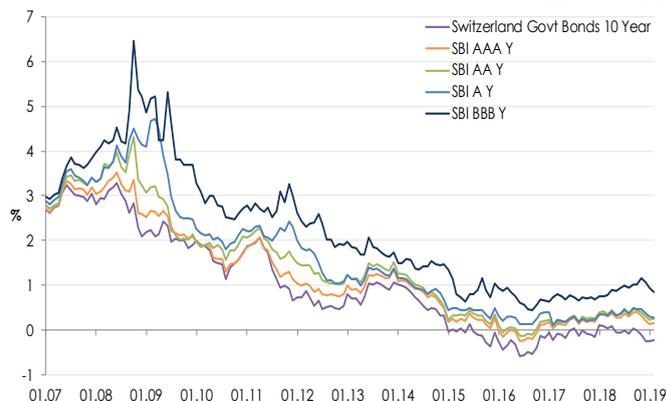
Dans le sillage international, les dernières prévisions d'inflation pour la Suisse sont plus basses qu'au mois de décembre. Ainsi, pour l'année en cours, l'inflation est attendue légèrement à 0.3%, contre 0.5% au trimestre précédent. La Banque nationale table désormais sur un taux d'inflation de 0.6% pour 2020 et de 1.2% pour 2021.

Après avoir évolué la majeure partie de l'année 2018 en territoire positif, les taux obligataires à 10 ans de la Confédération helvétique sont tombés de +0.04% en septembre à -0.24% au terme du mois de février, pénalisés par une croissance et une inflation, tant nationales qu'internationales, moins vigoureuses. Nous nous attendons désormais à une nouvelle hausse de ces taux longs au cours des prochains mois. En outre, la politique monétaire de la BNS influençant particulièrement la partie très courte de la courbe de taux suisse, l'écart entre taux longs et taux courts devrait s'accroître et résulter sur un redressement de la courbe des taux.

Taux directeurs

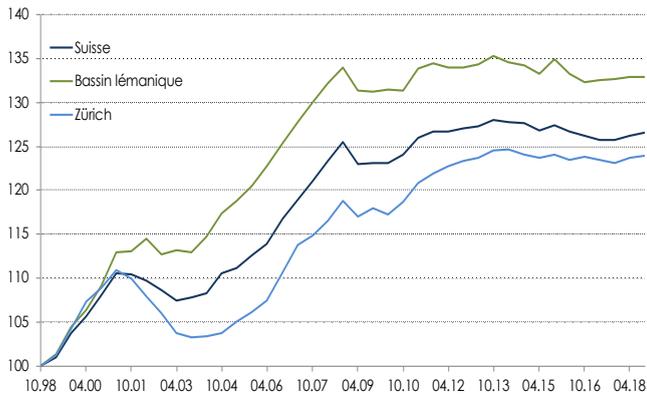


Taux d'intérêt (Confédération, AAA, AA, A, BBB)

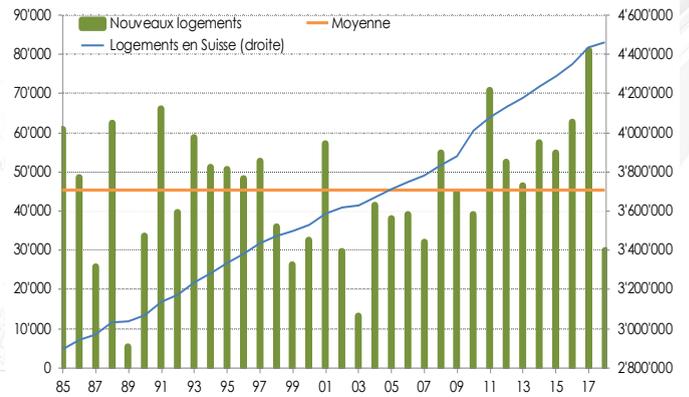


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group /SSF

Indice suisse des prix de la construction



Evolution du nombre de logements



Construction

En raison du manque de surfaces disponibles au sein des grands centres, la construction de bâtiments à usage locatif se déplace en agglomération et dans les zones plus rurales. Cependant, à cause d'une demande moins soutenue ainsi qu'un taux de vacance déjà élevé, le potentiel d'absorption de ces zones reste contenu, freinant l'envie des investisseurs à développer de nouveaux projets.

Afin de lutter contre ces développements négatifs, l'amendement à la loi sur l'aménagement du territoire a été adopté en 2008. En 2013, les suisses ont ratifié la loi modifiée sur l'aménagement du territoire qui, entre autres, appelait au développement des quartiers centraux. L'objectif principal est de couvrir le besoin futur d'espace et d'endiguer l'urbanisation des communautés plus rurales. Chaque commune de Suisse a pour objectif d'identifier les zones où une densification plus élevée serait possible. Il faut supposer que les zones à fort potentiel de densité ont tendance à se trouver au centre de la communauté, profitant d'une bonne desserte de la part des transports publics. Les portefeuilles immobiliers comportant des immeubles situés dans de tels emplacements pourraient donc bénéficier d'une utilisation accrue à l'avenir. Des étages supplémentaires ou des annexes pourraient être envisagés ici, sans qu'il ne soit nécessaire de bâtir sur des terrains supplémentaires. Les propriétaires d'objets locatifs doivent donc garder un œil attentif sur les plans de zonage modifiés, car dans de nombreux cas, une valeur potentielle supplémentaire est souvent cachée dans le portefeuille existant.

Immobilier commercial

Malgré une croissance de l'économie helvétique satisfaisante sur l'ensemble de l'année 2018 (+2.5%), dans un contexte marqué par le ralentissement de l'économie mondiale et européenne notamment, le second semestre a connu une conjoncture moins robuste. Cet environnement devrait persister au cours de cette année 2019, en raison, en particulier, des effets négatifs du ralentissement de l'économie interna-

tionale sur le commerce extérieur suisse et les investissements. Le Secrétariat d'Etat à l'économie prévoit ainsi une croissance du produit intérieur brut de +1.1% pour 2019 et de +1.7% pour 2020. Le baromètre conjoncturel du KOF, un indicateur de l'évolution à plus court terme du PIB helvétique, pointe également dans la direction d'un affaiblissement de la conjoncture en perdant du terrain pour le cinquième mois consécutif en février.

A la vue du niveau d'offre toujours important ainsi qu'une demande qui ne parvient pas à suivre le rythme imprégné, seule une croissance soutenue de l'économie, parvenant à suffisamment stimuler la demande de surfaces, pourrait venir stabiliser le marché de l'immobilier de bureau. La croissance de l'emploi envoie des signaux moins favorables avec une augmentation faible des effectifs au cours des derniers semestres. Les entreprises semblent prudentes lorsqu'elles abordent la question du recrutement malgré des conditions qui restent globalement favorables, préférant soigner leurs bénéficiaires, sous-pression en raison de la vigueur du franc suisse. Malgré tout, le nombre de positions vacantes est en hausse et constitue un signe favorable quant au développement de la situation au cours des mois à venir.

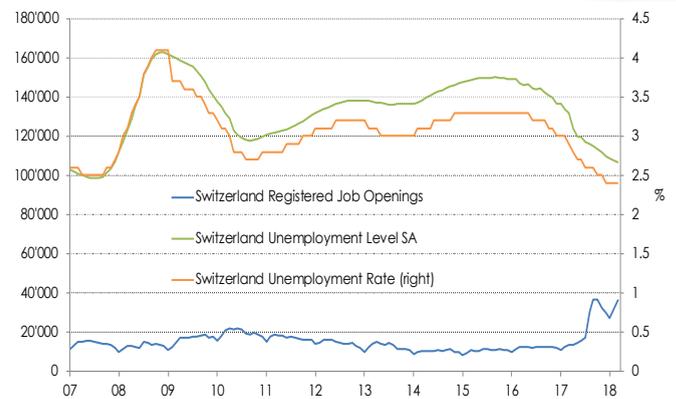
Nous relevons certains éléments d'incertitudes concernant les perspectives à long terme. Les personnes nées après la seconde Guerre mondiale, plus communément appelés Baby-boomers et représentant la tranche d'âge la plus répandue au sein de la pyramide des âges helvétique, arrivent à la retraite. Ceci aura pour effet de faire baisser le nombre de travailleurs actifs et donc indubitablement le besoin en surfaces de bureaux. La diminution observée de l'espace utilisé par employé, en raison notamment de l'essor des espaces de « coworking » ainsi que du « home office », est amenée à se poursuivre et viendra soutenir l'argument ci-dessus.

A l'opposé, le phénomène déjà bien connu de la tertiarisation du travail devrait quant à lui s'accroître davantage et venir gonfler la demande des entreprises pour les surfaces de bureaux.

Prix des surfaces commerciales

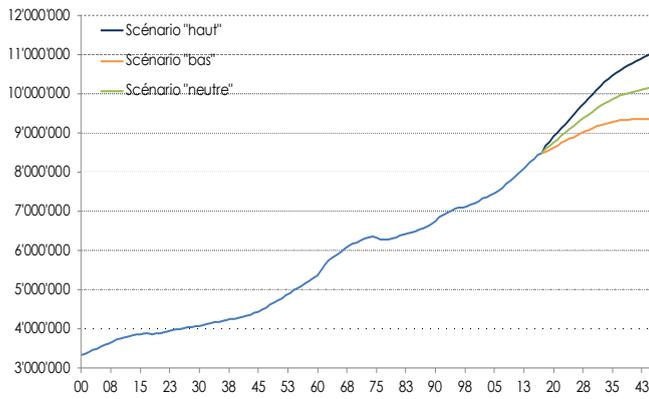


Emploi et chômage

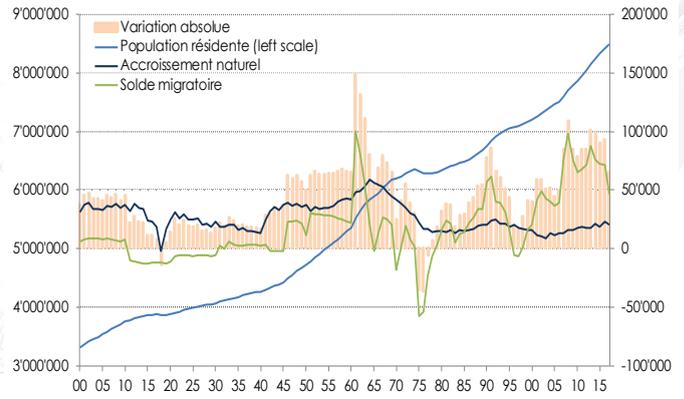


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Population résidente et projections



Solde migratoire



Immobilier résidentiel

La situation du marché de l'immobilier résidentiel a largement évolué au cours de ces dernières années. En effet, l'offre excédentaire persistante est venue alimenter la hausse du taux de vacance. Alors que les mentalités et les besoins des locataires évoluent, les nouvelles constructions de logements doivent, par conséquent, s'adapter. En effet, alors que nous constatons une diminution de la taille moyenne des ménages, soutenue notamment par un mode de vie plus mobile chez les jeunes adultes, la participation accrue des femmes à la vie professionnelle et l'augmentation globale du niveau de vie, les investisseurs ont intensifié la construction de logements de deux à trois pièces. Ainsi, au cours des dernières années, nous remarquons une augmentation importante de ce type de logements, occupant une place prépondérante au sein de l'activité de construction helvétique. Les logements de trois pièces comptent pour plus de 30% de l'activité de construction des quatre dernières années, détrônant ainsi les unités de quatre pièces privilégiées jusqu'alors.

Les trois pièces sont privilégiés en raison de leur polyvalence, censés convenir tant aux besoins d'une petite famille qu'aux ménages d'une à deux personnes ; mais remplissent-ils réellement cet objectif ? Les loyers élevés ne s'accordent pas toujours aux moyens financiers limités des jeunes couples, alors que les familles recherchent le plus souvent des logements comprenant au minimum une pièce supplémentaire. Une combinaison de logements de deux et quatre pièces semblerait ainsi peut-être plus adaptée.

Quelle que soit la solution miracle, si elle existe, les investisseurs surestiment trop largement la capacité d'absorption des logements de trois pièces. Ainsi, ce sont ces derniers qui affichent le taux de vacance le plus élevé parmi toutes les autres tailles de logements locatifs et dont le nombre d'unités inoccupées progresse le plus rapidement.

Les trois pièces détiennent ainsi le taux de vacance le plus élevé depuis 2015 avec 1.34% de logements inoccupés. Ce pourcentage a donc continué d'augmenter au cours des trois exercices suivants pour

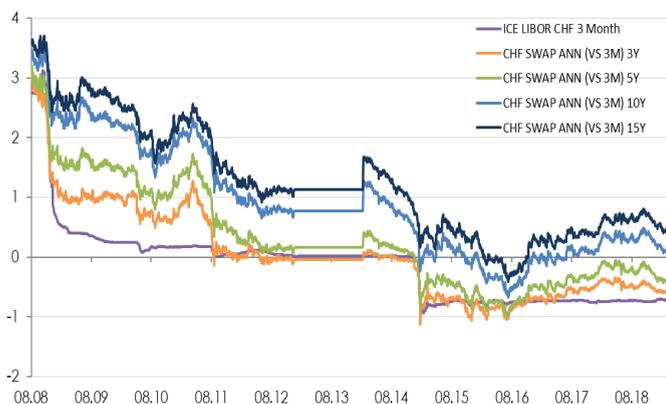
atteindre respectivement 1.51% en 2016, 1.74% en 2017 et 1.95% en 2018. Dans son ensemble, l'immobilier résidentiel suisse a connu une hausse moins marquée pour s'établir à 1.62% au terme de l'année 2018. A noter que la moyenne genevoise, qui profite d'une demande importante en raison de son statut de grand centre, conserve un niveau nettement inférieur (0.53%).

Accès à la propriété

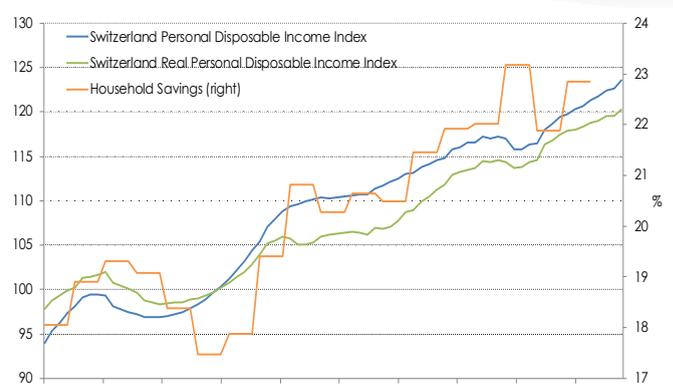
Bien que les taux des hypothèques fixes soient à des niveaux historiquement bas depuis désormais plusieurs années, et malgré une tendance attendue à la hausse, il n'est pas dénué de sens que de se poser la question de l'utilité des hypothèques à taux LIBOR. En effet, d'un point de vue historique, les hypothèques LIBOR se sont révélées plus avantageuses, dans la très grande majorité des cas, que les hypothèques fixes, en raison, en particulier, de la tendance à la baisse des taux hypothécaires depuis le début des années 90. Depuis plus de 35 ans, les hypothèques à taux fixes n'ont ainsi été favorables que durant de courtes périodes seulement. La rapide progression des taux de la fin des années 80 leur avait en effet profité, en raison de la forte sensibilité aux fluctuations de taux des hypothèques à taux variables. Cet aspect constitue un élément des plus importants pour bon nombre d'emprunteurs, qui ne sont pas prêts à supporter une augmentation significative et rapide des charges d'intérêt. Ces derniers vont ainsi se tourner vers des hypothèques à taux fixes, procurant une sécurité plus importante, moyennant le paiement d'une prime. Au sein de l'environnement économique actuel, cette prime est historiquement basse et il peut donc être judicieux de privilégier une hypothèque fixe, sous réserve de l'évolution de la conjoncture helvétique, de l'inflation et donc des taux directeurs au cours des mois et années à venir. En effet, les taux des hypothèques LIBOR ne commenceront à progresser que lorsque les taux directeurs repasseront en terrain positif.

Ainsi, en raison des incertitudes futures autour de l'évolution des taux directeurs, la meilleure solution se situe peut-être à mi-chemin ; une combinaison d'hypothèques fixes et variables aux échéances diverses.

Taux d'intérêt swap



Revenu des ménages



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group





Personal Service... **PERFECTED**

Orchestrating complex itineraries is our job

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

One Jet Aviation. Many Advantages.

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



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

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

JETA VIATION
A GENERAL DYNAMICS COMPANY



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



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