



Stratégie d'investissement

Juillet 2019



"THERE IS A BEAUTY THAT REMAINS WITH US AFTER WE'VE STOPPED LOOKING."

CORY RICHARDS,
PHOTOGRAPHER AND EXPLORER, WEARS THE
VACHERON CONSTANTIN OVERSEAS.


VACHERON CONSTANTIN | ONE OF
GENÈVE | NOT MANY.

CONTACT US +4122 580 1755

TABLE DES MATIÈRES

Introduction

4 Lettre aux investisseurs et climat des investissements

« Big picture »

5-6 Nos principales convictions

Scénario économique par région

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

Perspectives et stratégies par classe d'actifs

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

Stratégie globale - Allocation d'actifs

60 Portefeuille CHF
61 Portefeuille EUR
62 Portefeuille USD

Thème d'investissement - Focus

64-66 Focus sur l'impact investing

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Un nouveau trimestre de forte volatilité et d'incertitude
- Les marchés de taux restent pessimistes
- Quelle probabilité réelle de baisse de taux directeurs ?
- Retour des risques d'une nouvelle déception en août
- La prudence s'impose dans un contexte particulièrement incertain

Le mois de juin se termine sur des performances trimestrielles positives pour la très grande majorité des classes d'actifs et des zones géographiques. Après un 1er trimestre exceptionnel caractérisé par une hausse presque ininterrompue des indices boursiers, celui-ci s'achève sur une note positive. Il aura toutefois été beaucoup plus volatile que ne le suggèrent les résultats sur trois mois. Les performances mensuelles se sont en effet enchaînées en alternant les résultats positifs et négatifs au gré de l'évolution de scénarios contradictoires marqués par des événements politiques et économiques qui ont essentiellement renforcé l'incertitude générale. Et pourtant, dans ce contexte toujours plus incertain, la plupart des actifs ont enregistré des progressions notables. Le mois de mai avait brutalement plongé les investisseurs dans l'incertitude lorsqu'il apparaissait que les négociations entre les Etats-Unis et la Chine ne progressaient pas et pouvaient même être interrompues, alors qu'un accord semblait pourtant presque acquis quelques semaines auparavant. Durant cette même période, les indicateurs PMI manufacturiers poursuivaient leur déclin un peu partout en faisant craindre une contraction prochaine de l'activité industrielle liée à l'absence d'un accord commercial entre les deux principales économies mondiales. La chute des taux d'intérêt à dix ans du gouvernement américain de près de 50 points de base accompagnait et soutenait ce scénario pessimiste au point de susciter une anticipation de renversement de la politique monétaire américaine dès le mois de juin ou juillet. Les perspectives d'un ralentissement pouvant se muter en récession aux Etats-Unis confortaient ainsi les investisseurs à parier désormais sur une prochaine baisse des taux directeurs de la Fed de 25 points de base. Le scénario de contraction économique continuait pendant ce temps d'affecter les marchés de taux à dix ans, qui passaient même en dessous de 2% aux Etats-Unis et s'enfonçaient en territoire négatif en zone euro (-0.33%) et en Suisse (-0.52%). L'idée d'une possible entrée en récession de l'économie américaine, qui avait tout d'abord paniqué les investisseurs en actions et également pénalisé les actifs risqués en mai, a soudainement soulevé des espoirs de baisse de taux directeurs, qui ont suffi à soutenir un fort rebond des marchés en juin. En fin de trimestre, les marchés de taux ne semblent toujours pas croire à la vigueur de la croissance économique et poussent encore les taux longs à la baisse. Du côté des investisseurs en actions, la perspective d'une baisse des taux en juillet semblait suffisante pour écarter les facteurs d'incertitudes pourtant toujours présents. Après tout, le G20 s'est soldé sur une absence de « deal » et l'été ne devrait pas être propice à des avancées notables dans les négociations. En ce début de 3ème trimestre, la Réserve fédérale fait donc face à un dilemme complexe. Elle devra se déterminer sur une poursuite de sa politique actuelle de statu quo ou céder à la pression des marchés en changeant de politique pour annoncer une baisse des taux d'intérêt. Elle devra au cours des prochaines semaines évaluer les risques réels d'entrée en récession déjà pris en considération par les marchés de taux et déterminer si elle peut prendre le risque de maintenir un statu quo dans sa politique jusqu'en septembre, afin d'avoir une meilleure vision sur l'état réel de l'économie. Elle devra donc choisir le 31 juillet d'abaisser ses taux directeurs en cédant aux menaces des marchés, comme l'exigeaient les marchés de taux initialement puis ensuite l'ensemble des investisseurs, pour contrer les risques d'un effondrement de l'activité ou se

donner un peu de temps pour analyser et évaluer les risques. Un changement de politique monétaire à ce point du cycle n'est pas simple et ses conséquences peuvent être contre productives pour la banque centrale. Cette décision pourrait être interprétée comme la preuve que la politique monétaire de normalisation est allée trop loin, mais aussi comme une marque de perte d'indépendance de la banque centrale vis-à-vis du pouvoir politique au risque d'éroder sa crédibilité. Les marchés actions qui pariaient très largement sur une baisse de taux en juillet et qui ont temporairement selon nous rebondi sur cette idée, devraient s'interroger sur la signification de cette éventuelle décision. Une baisse de taux effectivement motivée par un risque de récession ne devrait pas laisser indifférent les investisseurs conscients des risques d'un tel scénario sur l'évolution des bénéfices des sociétés et sur le niveau de valorisation des marchés actions. Seule une baisse de taux préventive et ponctuelle sans réel changement de politique monétaire présentée de manière convaincante pourrait permettre d'éviter une prise de conscience de l'évolution des risques et éviter une correction consécutive des marchés actions. Il est de moins en moins probable que la Réserve fédérale n'agisse pas en juillet, même si les statistiques économiques lui permettent de soutenir l'argument que la croissance américaine reste solide. Une baisse de taux motivée par la persistance de risques internationaux et d'une inflation faible pourrait tout de même provoquer une réaction des marchés financiers au mois d'août qui pourraient voir un regain de volatilité s'exprimer et provoquer des ajustements de valeurs aussi bien dans les marchés de taux que dans les marchés actions. Une remontée de 40 points de base des taux longs américains serait alors envisageable et favorable au dollar, tandis que les marchés actions pourraient souffrir de prises de profits pouvant affaiblir les indices boursiers jusqu'aux niveaux déjà observés en mai. L'optimisme affiché en ce début d'été dans les marchés actions nous semble excessif. Les risques sont à nouveau présents et justifient une allocation d'actifs à nouveau plus prudente. A moins d'évidences plus solides de risques de récession, il nous semble peu probable de voir les marchés de taux poursuivre leur évolution récente. Si cela devait pourtant être le cas, les risques de consolidation des marchés actions devraient alors être considérés comme tout à fait sous-estimés, ce qui annoncerait une correction bien plus sévère et significative des cours. Dans cet environnement particulièrement incertain qui pourrait affecter négativement la valorisation de la plupart des classes d'actifs, nous recommandons un retour à une certaine prudence et à une réduction de la prise de risque dans les stratégies d'investissement pour le 3ème trimestre 2019.



Alain Freymond
Associé
CIO BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- Conjoncture mondiale plus forte que ne le suggèrent les indicateurs avancés
- Regain de croissance de la liquidité mondiale
- Lente reprise de l'inflation soutenue par l'emploi et les prix du brut
- Le scénario de récession reste peu probable
- Risques à nouveau élevés dans la plupart des marchés

Conjoncture mondiale plus forte que ne le suggèrent les indicateurs avancés

Le premier semestre a été marqué par la crainte d'un ralentissement économique mondial provoqué essentiellement par une crise dans le secteur industriel et manufacturier en lien avec la guerre commerciale larvée entre la Chine et les Etats-Unis. Le mois de mai constituait probablement le point culminant de l'inquiétude des investisseurs lorsque les discussions ont été interrompues et que les perspectives d'un accord se sont évanouies. Les indices manufacturier PMI ont régulièrement témoigné de l'affaiblissement de la confiance et fait craindre un ralentissement économique pouvant se muter en récession. Nous estimons que le paroxysme de ces anticipations a probablement été atteint en mai sur les indicateurs avancés et en juin dans les marchés de taux. Il est probable que la croissance économique ait quelque peu marqué le pas ici ou là pendant le 2ème trimestre, mais il est aussi probable que la résilience de la consommation et l'excellente tenue des divers marchés de l'emploi aient permis de soutenir l'activité économique tant aux Etats-Unis qu'en Europe. Ainsi, on devrait pouvoir constater que la chute des indicateurs avancés à des niveaux parfois proches des seuils de croissance économique (50) a été plus fortement influencée par l'environnement incertain que cela n'a été le cas réellement. La conjoncture mondiale est donc certainement plus résiliente et positive que ne le suggèrent pour l'instant les indicateurs avancés.

Regain de croissance de la liquidité mondiale

Les banques centrales devront rester vigilantes au cours du second semestre 2019 face à l'évolution de la situation et à la persistance des incertitudes liées aux tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. Les fondamentaux économiques solides qui avaient soutenu le changement de politique monétaire et la normalisation des taux d'intérêt sont de plus en plus menacés par ce bras de fer qui dure depuis de nombreux mois et qui affecte toujours un peu plus négativement la psychologie et la confiance des décideurs. L'évolution des derniers mois des indicateurs avancés des directeurs d'achat (PMI) a ainsi montré que l'inquiétude qui se développait depuis un an dans le secteur manufacturier et industriel se propageait désormais à d'autres secteurs pourtant non liés directement à la guerre commerciale. La chute des indicateurs PMI des services à un niveau proche du seuil de croissance est clairement un signe que l'incertitude provoquée par l'absence d'accord entre les deux pays pourrait affecter plus largement les perspectives économiques qu'initialement escompté. Les réactions des diverses banques centrales ont été plutôt unanimes à constater l'augmentation des risques politiques internationaux. Elles ont assez largement soutenu dès lors un assouplissement de leurs positions respectives en adoptant des stratégies à nouveau plus flexibles. Aux Etats-Unis, la stabilisation des taux devrait selon nous être le scénario le plus rationnel, mais la probabilité de baisse en juillet est désormais très forte. En Europe et en Suisse, il n'est pas exclu que la stabilisation annoncée ne puisse se muter en baisse de taux directeurs, notamment si les Etats-Unis devaient décider de procéder de leur côté à cet assouplissement des conditions monétaires. Nous estimons cependant plus probable que les banques centrales poursuivent leur politique de stabi-

lisation des taux directeurs pendant le second semestre tout en adoptant des politiques plus favorables à l'expansion de la masse monétaire et de la liquidité disponible, notamment en autorisant une nouvelle progression des bilans des banques centrales.

Lente reprise de l'inflation soutenue par l'emploi et les prix du brut

L'inflation n'est certes pas encore un risque pour les marchés financiers et pour l'économie. Il faut cependant relever que l'évolution toujours très largement positive de l'emploi et du revenu disponible des ménages en général devraient être des facteurs positifs pour l'évolution des prix. La baisse de l'inflation observée en fin d'année 2018 s'est stabilisée depuis le mois de février pour progresser ensuite légèrement et atteindre le niveau de 2% en avril aux Etats-Unis. Elle a ainsi assez nettement suivi les cours du brut pendant cette période et pourrait donc à nouveau être un peu plus élevée dans le contexte prochain de regain de tensions géopolitiques favorables aux cours de l'énergie. Les anticipations d'inflation à un an calculées par l'Université du Michigan pointaient à +2.7% en juin, soit un niveau sensiblement plus élevé que l'inflation actuelle. La dynamique du marché de l'emploi reste solide et la croissance des salaires nous semble suffisante pour avoir un impact durable sur l'inflation hors alimentation et énergie. Le contexte incertain sur le plan conjoncturel agit comme un frein sur l'évolution des prix, mais il pourrait déjà avoir un impact au travers de la hausse des droits de douane sur les importations chinoises qui se transmettra certainement sur les prix de vente aux consommateurs américains.

Le scénario de récession reste peu probable

Malgré la chute des indicateurs avancés manufacturiers dans de nombreux pays jusqu'en mai, nous ne donnons qu'une faible probabilité de réalisation au scénario de récession qui a poussé les marchés de taux à la baisse au cours du premier semestre. La stabilisation des indices PMI en juin aux Etats-Unis et dans une moindre mesure en zone euro, au Japon ou en Chine suggère peut-être déjà que le creux de cycle a été atteint. La chute des indicateurs avancés PMI peut également être liée au processus en cours d'ajustement des inventaires qui arrive certainement à son terme comme le suggère le probable top en formation du ratio inventaires/ventes. La reprise de la production industrielle de +0.4% déjà en mai aux Etats-Unis compense le déclin du mois d'avril, mais reste évidemment un indicateur fragile. Les craintes d'un déclin net du marché du travail, preuve d'un éventuel ralentissement en cours, se sont avérées infondées à ce jour, en particulier après la progression annoncée de 224'000 créations d'emploi en juin qui permet aux moyennes à trois et six mois de repasser au-dessus de 170'000 nouveaux jobs par mois, même si ce niveau de création d'emploi est inférieur à celui observé en 2018. Mais le facteur qui reste le plus probant est toujours l'excellente santé de la consommation privée qui devrait progresser de près de +3% au 2ème trimestre. Finalement les incertitudes persistent en ce qui concerne les négociations commerciales, mais la dernière réunion des présidents américains et chinois abaisse les tensions et réduit les risques, notamment grâce à la suspension des menaces de nouvelles taxes.

Risques à nouveau élevés dans la plupart des marchés

La volatilité des marchés constatée ces deux derniers mois a fortement influencé les niveaux de risque de la classe d'actifs « actions » pendant cette période. Nous annonçons en avril que les derniers développements boursiers suggéraient une augmentation des risques de correction des cours des actifs risqués en mai, puis nous relevions à la fin mai, que la correction attendue qui s'était alors manifestée réduisait le niveau de risque pour les marchés actions et suggérait donc un retour sur les points neutres des expositions en actions suisses et internationales. Un mois plus tard, le rebond rapide des cours, motivé essentiellement par la perspective d'une baisse de taux directeurs de la Fed en juillet, replace à nouveau les marchés actions en zone de risque.

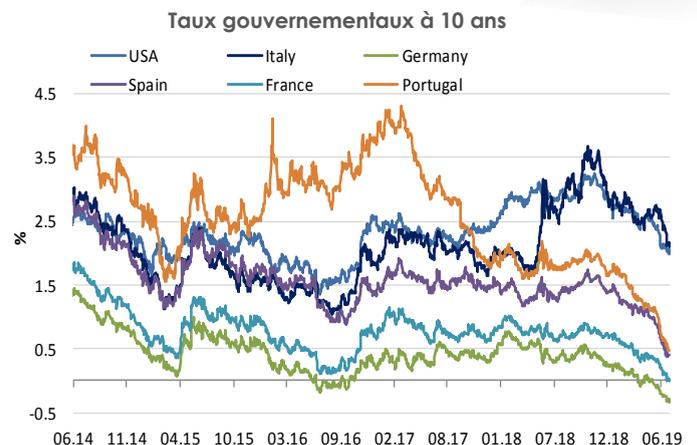
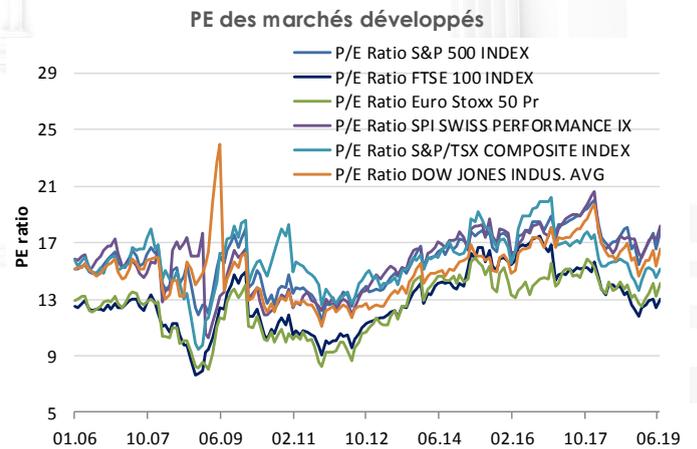
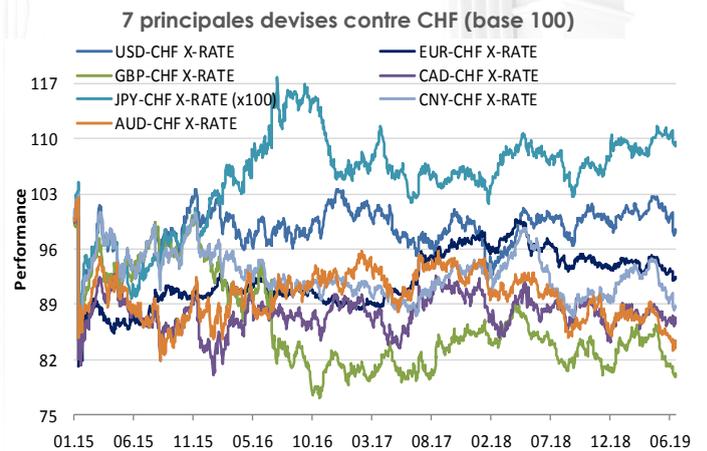
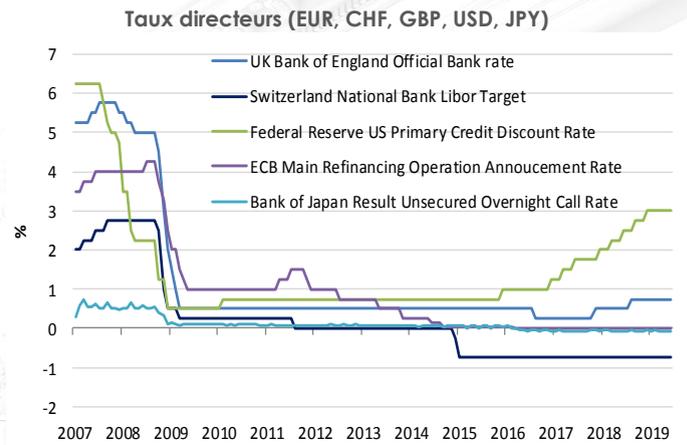
L'incertitude domine toujours très largement en cette période estivale, quelques semaines seulement avant la publication du PIB américain du 2ème trimestre et la prochaine décision de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine qui sera connue le 31 juillet. Dès lors, on peut se demander comment réagiraient les marchés de taux et les marchés actions si la Fed ne procédait pas à la baisse attendue en juillet ?

Cette situation binaire n'est en fait clairement pas très rassurante si on considère que le facteur qui a soutenu le rebond des marchés actions en juin est précisément l'anticipation d'une baisse de taux, qui trouvait son fondement dans la perspective d'une conjoncture nettement plus faible. La décision prochaine de la Réserve fédérale sera sans doute cruciale pour l'avenir immédiat des marchés financiers qui comptent sur un renversement de la politique de normalisation en faveur d'une politique de soutien conjoncturel.

Les marchés de taux craignent une récession et considèrent indispensable un assouplissement immédiat de la politique monétaire. Mais la chute des rendements n'est pourtant pas conforme à la situation conjoncturelle présente encore largement positive, car elle est encore trop nettement influencée par les craintes qu'une guerre commerciale entre Chine et Etats-Unis ne fasse s'effondrer la croissance économique.

De leur côté, les marchés actions adoptent une vision quelque peu schizophrénique en ne voulant pas intégrer le risque d'une chute des profits logiquement liée à un risque de récession tout en saluant une possible baisse de taux justifiée par ce même risque. Après une hausse de près de +22% en actions suisses et +17% pour les actions étrangères, les niveaux de risque sont à nouveau élevés. La décision de la Fed sera sans doute cruciale et pourrait provoquer un retour très net de la volatilité en août. La décision de la Fed du 31 juillet aura dans un tel contexte un impact significatif sur les marchés financiers, qui dépendra des évidences macro-économiques disponibles à ce moment. Si la décision de la Fed est accompagnée d'une série de données économiques encourageantes, on assistera certainement à un ajustement des taux longs à la hausse. Il n'est de loin pas certain que dans ce cas, les marchés actions ne réagissent pas négativement eux aussi à cette hausse des taux longs. On pourrait alors assister à une correction simultanée des marchés obligataires et actions potentiellement favorable aux cours de l'or. Si au contraire la décision de la Fed ne peut s'appuyer sur des statistiques en amélioration et se fonde sur la nécessité d'attendre jusqu'en septembre pour disposer d'une meilleure visibilité sur l'évolution de l'économie, alors les taux pourraient encore glisser. Dans cette éventualité, la correction des marchés actions pourrait être aussi brutale que celle enregistrée en décembre 2018. Dans le contexte actuel, une exposition réduite en actions est à nouveau appropriée et justifiée, quel que soit le scénario qui se développe au cours des prochaines semaines.

Les niveaux de valorisation des actifs risqués suggèrent un retour à une certaine prudence pour les actions, le private equity, le high yield et plus largement sur la plupart des actifs ayant profités du processus de revalorisation du 1er semestre. Les marchés de taux nous semblent aussi proche d'un renversement de tendance qui verrait les taux s'ajuster à la hausse. Les placements immobiliers ayant particulièrement bénéficié de la baisse des taux pourraient aussi être pénalisés par ces développements, qui devraient soutenir de nouvelles progressions du métal jaune et du dollar.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Vue Globale

- La croissance américaine n'est pas en danger
- La zone euro cherche un second souffle
- Ralentissement chinois limité par la vigueur de la consommation
- Un second semestre plus favorable au Japon
- Perspectives toujours solides en Suisse



La croissance américaine n'est pas en danger

Le mois de mai aura été particulièrement négatif pour la confiance des directeurs d'achat. Le regain de tension entre Washington et Pékin a en effet largement influencé leur perception des risques et des opportunités économiques avant que la perspective d'une réunion constructive entre le président américain et son homologue chinois, en marge du G20, ne laisse espérer une amélioration du dialogue et de nouvelles perspectives pour les négociations commerciales. La publication récente des PMI pour le mois de juin montre en effet une image un peu plus optimiste. Le PMI manufacturier remonte de 50.1 (seuil de croissance 50) à 50.6 en juin, tandis que le PMI des services progresse de 50.7 à 51.5. L'indice composite s'affiche ainsi à 51.5 ce qui réduit les risques de faiblesse conjoncturelle et donnera certainement un peu plus de marge de manœuvre à la banque centrale américaine lors de son appréciation de la situation à la fin juillet. Du côté du marché du travail, les pressions salariales augmentent et avec la hausse des revenus disponibles, la consommation devrait rester soutenue et pousser les indices de prix à la hausse. Dans un contexte de marché de l'emploi relativement tendu, la croissance des salaires se poursuit logiquement aux Etats-Unis et continue de renforcer les perspectives de la consommation privée, qui reste le principal moteur de croissance de l'économie. Dans ce contexte, la croissance du salaire horaire moyen en mai a légèrement décliné à +3.1% ce qui reste élevé en comparaison statistique des dix dernières années. Si la croissance du revenu des ménages n'est pas interrompue par les questions géopolitiques et par l'incertitude de la guerre commerciale, la croissance économique devrait rester sur une tendance positive soutenue et proche de +2% au 2ème trimestre et au second semestre.

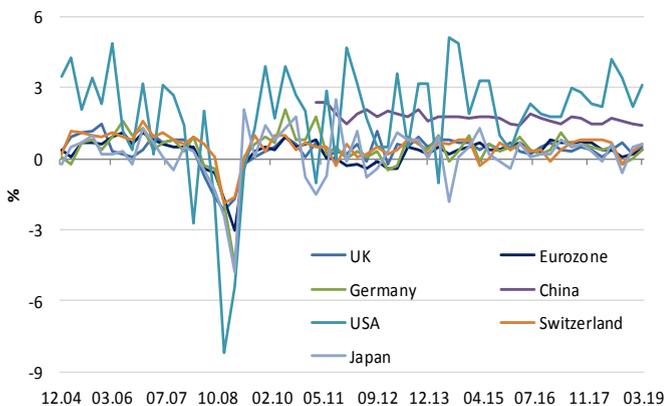
La zone euro cherche un second souffle

La croissance du PIB de la zone euro a surpris favorablement les prévisionnistes en enregistrant une hausse de +0.4% sur le 1er trimestre et

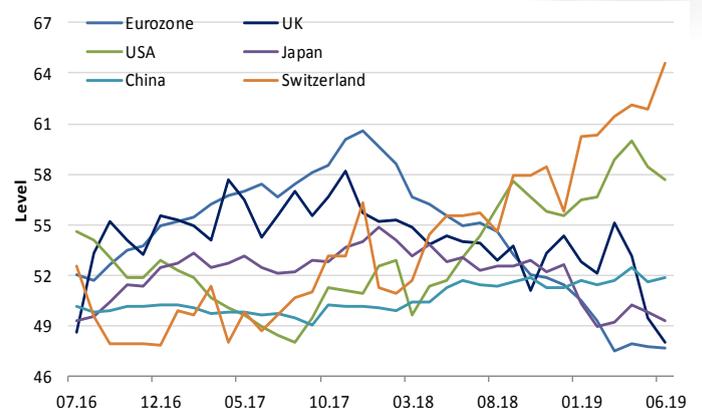
+1.2% sur un an. Cette surprise positive n'est pourtant pas le signe d'un retournement très net de tendance puisqu'en comparaison annuelle, la croissance de +1.2% en mars est identique à celle de décembre. Il s'agit néanmoins d'un signe positif et plutôt rassurant qui intervient au moment où les risques d'une récession de l'économie allemande provoquent une incertitude élevée sur la dynamique globale en Europe. Le rythme de croissance du PIB de la zone euro s'est donc heureusement accéléré en début d'année un peu contre toute attente. La consommation des ménages s'est avérée nettement plus résiliente dans un contexte pourtant difficile sur le plan international et domestique. Elle a ainsi contribué très largement à la bonne tenue du PIB grâce à une hausse de +0.5% sur le trimestre (+1.1% sur un an). Les exportations ont également progressé de +0.6% tandis que les dépenses publiques n'avançaient que de +0.1%. Le PIB de l'Union européenne était encore un peu meilleur (+0.5%) que celui de la zone euro (+0.4%) en raison notamment des contributions plus dynamiques de pays comme la Pologne (+1.5%), la Hongrie (+1.5%) et la Roumanie (+1.3%). Le rythme de croissance s'est donc heureusement renforcé en début d'année, permettant d'écarter les perspectives de récession. L'économie allemande, qui a été pendant longtemps le moteur de la reprise économique européenne fait face, malgré ce résultat trimestriel plutôt encourageant, à la diminution de la demande industrielle internationale.

Le deuxième trimestre devrait cependant être plus faible si on en croit l'évolution des indicateurs avancés PMI, qui ont également fléchi comme dans la plupart des régions et l'évolution des indices de confiance. Les services se comportent mieux que l'industrie, la reprise de la production industrielle en mai était donc bienvenue dans ce contexte, mais elle ne soutiendra pas la croissance au 2ème trimestre. Les entreprises sont toujours plus préoccupées par les risques internationaux, il faudra de ce fait certainement compter sur la résistance de la consommation et une certaine reprise des exportations pour apporter une contribution positive au PIB européen.

PIB trimestriels



PMI manufacturiers



Ralentissement chinois limité par la vigueur de la consommation

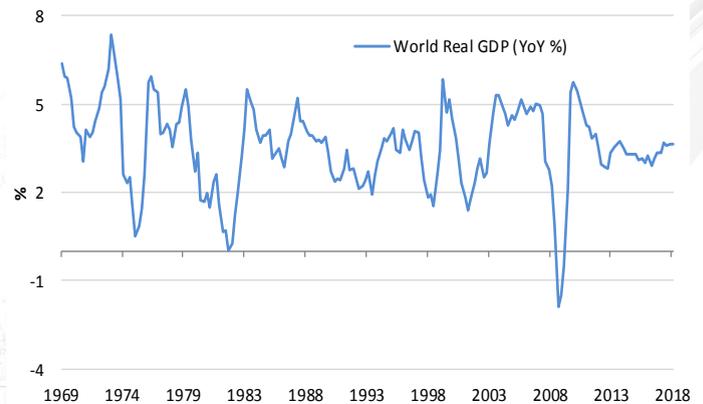
Au cours des dernières semaines, les données économiques chinoises ont pointé vers un probable ralentissement conjoncturel en cours. Dans le contexte actuel des négociations commerciales encore dans l'impasse, les anticipations de croissance de +6.2% en 2019 pour l'économie chinoise restent pourtant soutenues, bien que légèrement en retrait par rapport au résultat de 2018. Compte tenu des mesures de soutien fiscales, la pression à la baisse la croissance devrait rester limitée. Le ralentissement observé dans le secteur immobilier pourrait aussi avoir un impact négatif sur la croissance, bien que la diminution de l'offre permette d'enregistrer une croissance de plus de +10% des prix sur douze mois. La PBoC devrait certainement réduire son taux directeur et le RRR au cours du second semestre. Les profits des entreprises ont enregistré un rebond bienvenu de +1.1% sur un an en mai alors qu'ils étaient en contraction de -3.7% le mois précédent. La consommation est en hausse de +8.1% sur un an et continuera d'être le principal moteur de la croissance chinoise comme ce fut le cas en 2018, année pendant laquelle elle représentait déjà 76.2% du PIB. Les politiques fiscales visant à stimuler cette consommation devraient être couronnées de succès alors que l'accent est porté sur la modernisation des processus et moyens de consommation. La consommation jouera un rôle clé dans la mitigation des risques liés aux effets néfastes sur la croissance de la guerre commerciale en cours. La Chine va donc poursuivre sa politique de stimulation de la consommation et affiche une certaine confiance en relevant que la situation est sous contrôle malgré la diminution des volumes d'échanges.

Le gouvernement est en train de refondre les lois et les réglementations existantes, mais aussi d'amender les lois incompatibles avec les réglementations sur les investissements étrangers, afin d'assurer la bonne mise en œuvre de la loi sur les investissements étrangers à partir du 1er janvier 2020. La Chine a encore réduit les restrictions concernant l'accès au marché pour les investisseurs étrangers et permet désormais ces investissements dans l'ensemble de la Chine dans des secteurs qui n'étaient précédemment autorisés que dans les zones pilotes de libre-échange. Ces éléments sont aussi porteurs d'espoir pour un succès futur des négociations commerciales en cours.

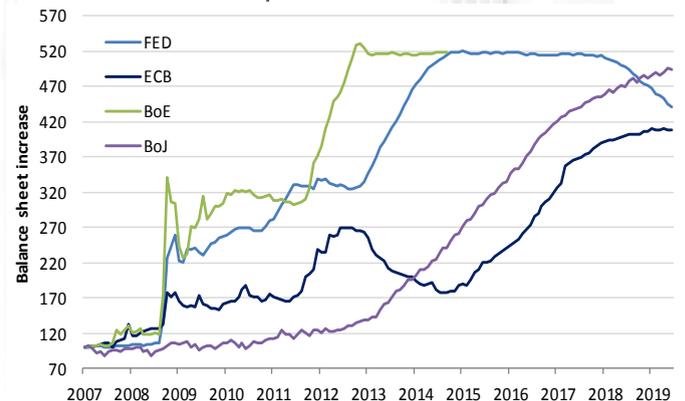
Un second semestre plus favorable au Japon

La croissance de +0.5% du PIB japonais reportée pour le 1er trimestre surpasse les prévisions des économistes et confirme le retournement de tendance qui s'était opéré au 4ème trimestre (+0.5%) après la contraction de -0.6% au trimestre précédent. Les performances économiques trimestrielles du Japon instables tout au long de l'année 2018 semblent donc se stabiliser sur un rythme de progression annuel de +2%. L'expansion de l'économie japonaise s'est ainsi avérée plus forte que prévu pour le deuxième trimestre consécutif, malgré un contexte difficile pour le secteur exportateur nippon. La dynamique économique japonaise est donc en phase avec celles d'autres pays industrialisés qui enregistrent de meilleurs résultats qu'escomptés en début d'année. Le différend commercial entre les États-Unis et la Chine n'a pas eu d'effet additionnel sur la confiance au 1er trimestre, mais l'accroissement récent des tensions et des incertitudes pourrait cependant désormais avoir un impact supérieur. Les incertitudes qui persistent encore à ce jour sur la question des relations commerciales entre les États-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 produire dans les prochains mois. Le facteur monétaire reste en effet l'un des éléments indispensables à une évolution plus positive du PIB. L'économie japonaise devrait pourtant rester en 2019 en zone de croissance et dépasser les prévisions actuelles d'une progression de +0.7% de son produit intérieur brut sur l'ensemble de l'année. L'incertitude pèse toujours sur les indicateurs avancés qui s'améliorent toutefois légèrement depuis la fin du 1er trimestre.

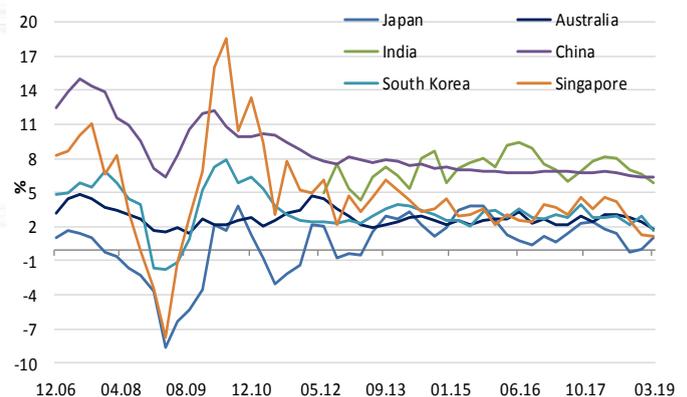
Croissance réelle de l'économie mondiale



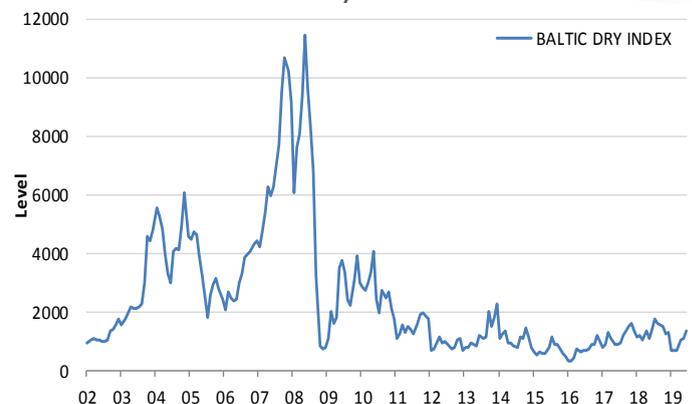
Liquidité mondiale



Taux de croissance des économies asiatiques (PIB)



Baltic Dry Index



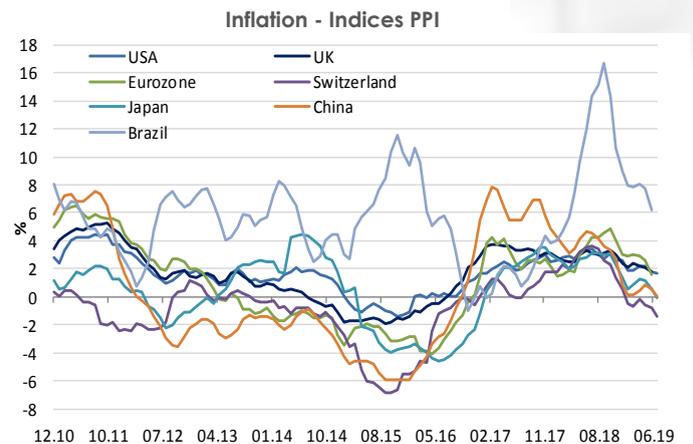
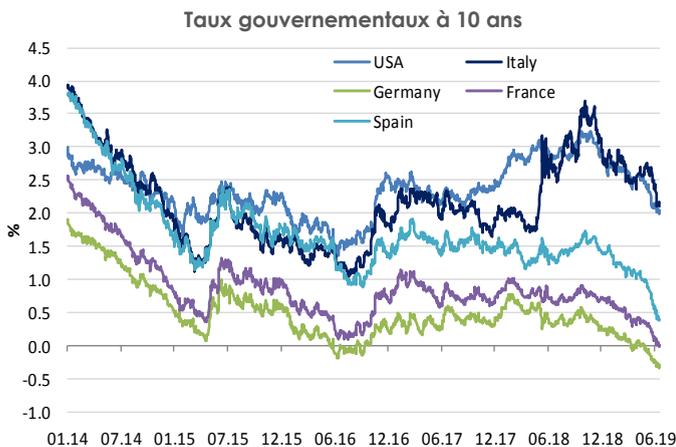
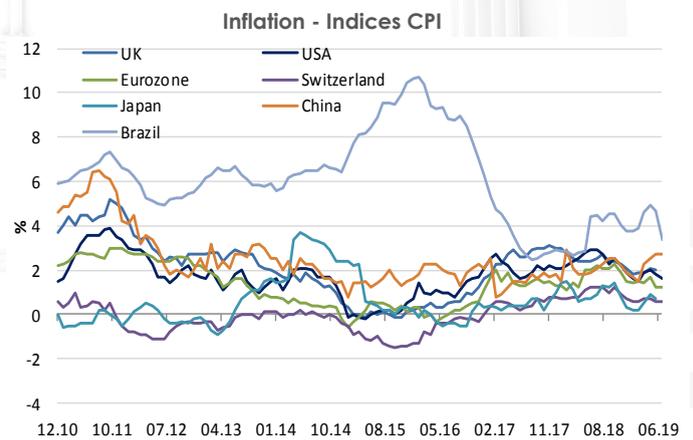
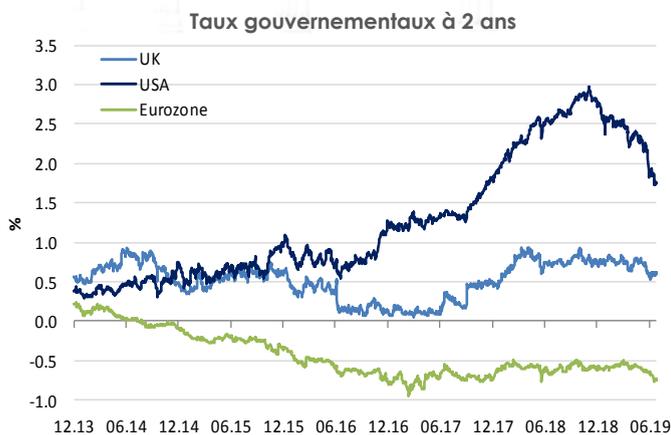
Le sentiment des décideurs japonais ne parvient pas en mai à se renforcer réellement, alors que l'escalade des tensions entre les Etats-Unis et la Chine sème à nouveau un peu plus les doutes auprès des décideurs japonais. L'incertitude qui affecte les deux principaux partenaires économiques du Japon ne peut être sans effet sur le moral des directeurs d'achat. La faiblesse de la conjoncture en Asie affecte aussi les exportations japonaises et renforce l'inquiétude des producteurs. Dans ce contexte, les indices PMI de juin se stabilisent, alors que la production industrielle surprend par une hausse de +2.3% supérieure aux attentes. Le Japon qui est également dans la cible de Washington en raison de son excédent commercial voit donc logiquement une nouvelle contraction pour le sixième mois consécutif de l'indicateur des nouvelles commandes. Le 2ème trimestre devrait ainsi être un peu plus faible avant qu'une relance au second semestre ne puisse voir le jour, notamment lorsque les effets des mesures de soutien prises par les autorités chinoises ne développent des effets positifs sur la conjoncture japonaise.

Perspectives toujours solides en Suisse

Notre scénario central pour l'économie suisse reste raisonnablement optimiste suite à la reprise plus nette de la croissance au 1er trimestre 2019. Les conditions économiques internationales ont plutôt surpris favorablement les observateurs au cours du 1er trimestre. La zone euro et l'Allemagne profitent d'un rebond dans le sillage de la progression de plus de +3% du PIB américain et si de nombreux experts préfèrent certainement se montrer prudents en abaissant leurs perspectives de croissance pour l'économie mondiale en 2019, face au bras de fer qui s'éternise entre Donald Trump et le président chinois, nous maintenons nos prévisions économiques pour les prochains mois.

Au cours des derniers mois, notre économie a pu compter sur une demande extérieure plus soutenue d'autres régions économiques et sur une activité domestique résistante. La reprise conjoncturelle en zone euro doit cependant se confirmer pour effacer les incertitudes liées au trou d'air enregistré par l'économie allemande en fin d'année. 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 malgré tout élevée en l'absence d'un accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis. Ce point semble plus problématique désormais, car s'il reste dans l'intérêt des parties de ne pas laisser la situation actuelle dégénérer en une guerre économie ouverte et totale, nous estimons qu'il pourrait être plus difficile d'obtenir un accord prochain après la montée récente de tensions. Le contexte actuel n'est pas particulièrement favorable au franc suisse qui n'a que peu de probabilités de s'apprécier contre le dollar US. Une relative stabilité des changes devrait être 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, nous maintenons une prévision de croissance de +1.5% pour le PIB suisse en 2019.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

États-Unis

- Le G20 n'apporte aucune solution
- Quelles réactions après une baisse de taux le 31 juillet ?
- Quel scénario semble le plus probable ?
- Indicateurs avancés au seuil de la croissance
- Plein emploi, inflation et taux d'intérêt
- Réduire l'exposition aux actions américaines

Le G20 n'apporte aucune solution

Le dernier G20 d'Osaka s'est soldé sur un statu quo assez attendu et aucune avancée concrète sur la question du commerce entre la Chine et les États-Unis. Certains seront rassurés de savoir qu'au moins les deux protagonistes de cette série qui tient tout le monde dans l'expectative depuis des mois se sont rencontrés et ont finalement convenu de ne pas claquer la porte des négociations. Trump et Xi Jinping ont effectivement convenu de reprendre les discussions.

Il ne devrait pas y avoir de nouvelle introduction de tarifs douaniers dans l'immédiat et le cas Huawei pourrait être reconsidéré. Les deux présidents ont certainement tenté de gagner du temps et de redonner une chance au processus de négociation après que celui-ci ait été fortement menacé par le durcissement soudain des positions respectives en mai, un événement qui avait précipité temporairement les marchés actions à la baisse.

Les marchés apprécieront peut-être à court terme le fait que la situation ne se soit pas aggravée lors de ce sommet du G20, mais cela ne devra pas occulter le fait qu'aucune avancée concrète n'a été constatée et qu'aucun agenda précis n'a été évoqué. La Chine et les États-Unis ont intérêt à ne pas se lancer dans une guerre commerciale totale. Une trêve est sans doute bienvenue et rationnelle avant de pouvoir compter sur une réelle avancée entre les deux pays.

Si les marchés n'aiment en général pas l'incertitude, ils pourraient tout de même se satisfaire de ce communiqué, mais il faudra bien une solution à terme si l'on veut pouvoir éviter une dégradation ultérieure de la confiance et des indicateurs avancés.

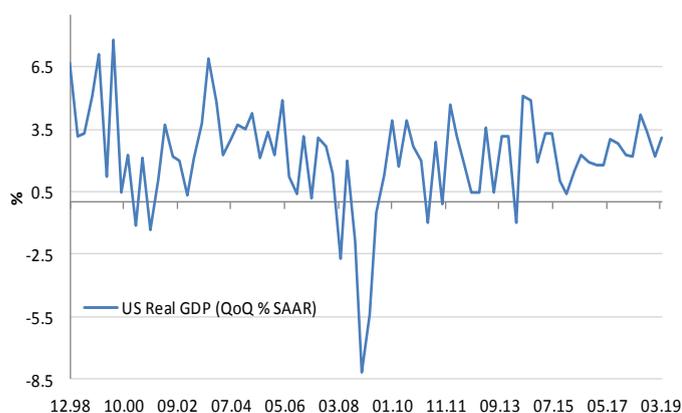


Dans ce domaine, le temps semble toutefois plus jouer en faveur de la Chine qu'en faveur des États-Unis. Le président Xi Jinping est solidement installé et semble déjà pouvoir compter sur un sentiment du peuple chinois favorable à sa politique et prêt à boycotter certains produits américains.

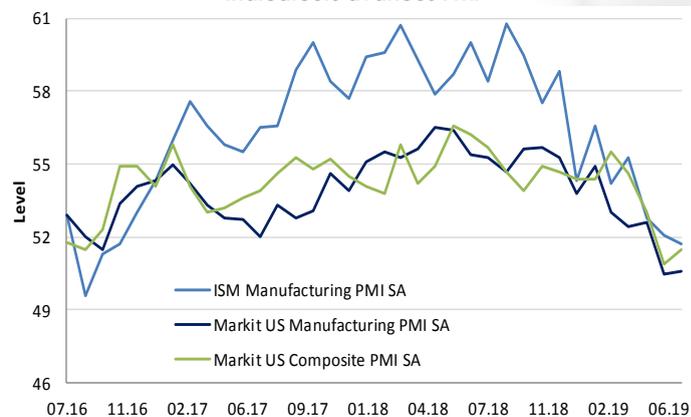
De son côté, le président américain est désormais en campagne pour sa réélection et devrait être tenté de boucler un accord avec la Chine, dont il pourrait tirer des bénéfices politiques, avant de tourner son attention vers l'Europe dans le même but. Entre temps, l'absence d'un « deal » pèsera encore sur la confiance des investisseurs et des votants. Cela restera donc une préoccupation latente qui devrait durer pendant la période estivale et pourrait affaiblir les perspectives économiques un peu plus au cours des prochains mois. Donald Trump sera donc également tenté de poursuivre ses attaques à l'encontre du président de la Réserve fédérale pour obtenir un assouplissement de la politique monétaire et tenter ainsi de compenser les effets négatifs liés à l'incertitude inhérente à l'absence de visibilité sur la question du commerce malgré le dernier G20.

Les prochaines semaines seront donc cruciales et nous verront à l'issue de la réunion de juillet du FOMC si la Fed décidera ou non d'assouplir sa politique en abaissant ses taux directeurs et le cas échéant quelle sera l'ampleur de cette baisse, 0,25% ou 0,5%. Les marchés sont pour l'instant assez largement convaincus que ce sera le cas et espèrent sans doute une baisse de 0,5%. Il n'est pourtant pas sûr que cette dernière soit finalement l'option choisie par la Fed, notamment si elle considère que la reprise des négociations entre la Chine et les États-Unis est en fait de nature à diminuer les risques évoqués dans ses commentaires précédents comme des facteurs de risque pouvant soutenir une décision de baisse des taux.

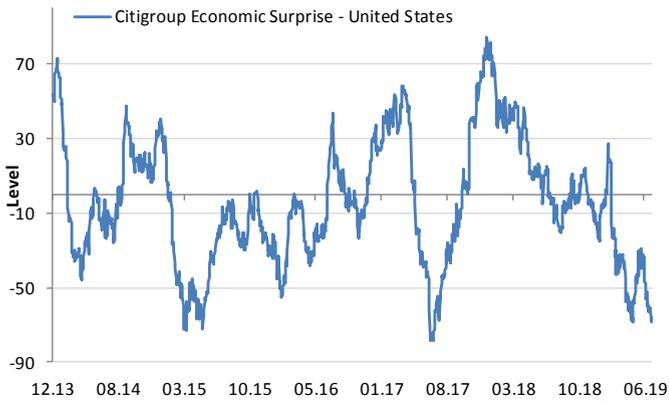
PIB Réel USA trimestriel



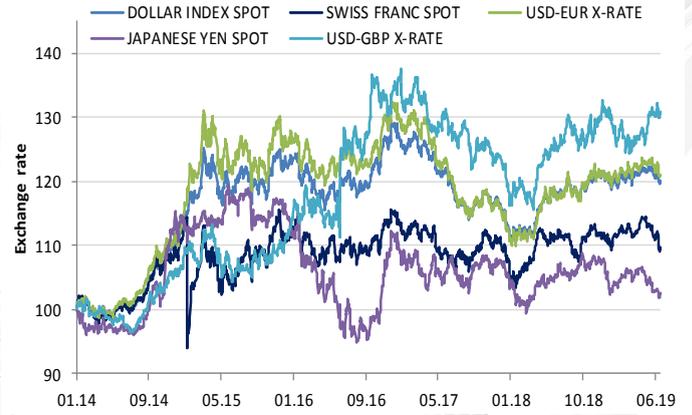
Indicateurs avancés PMI



Citigroup economic surprise index USA



Dollar trade-weighted index et devises



Quelles réactions possibles en l'absence d'une baisse de taux le 31 juillet ?

Les marchés de taux ont très largement surpris les prévisionnistes en chutant encore en 2019 de près de 100 points de base en dessous du niveau attendu par le consensus pour la fin de l'année 2019, dans l'attente d'une dégradation importante des conditions économiques aux États-Unis et dans le monde. Quelques statistiques économiques ont effectivement soutenu le scénario de l'affaïssement conjoncturel généralisé, notamment les données en provenance des divers secteurs manufacturiers dans un nombre croissant de pays.

La publication le 26 juillet du PIB américain pour le 2ème trimestre donnera peut-être corps à ces anticipations ou pas ?

Pour l'heure, le déclin est visible dans les indices PMI manufacturiers et ceux des services, il l'est également notamment dans certaines mesures de confiance des consommateurs. Sur le plan international, en juin, plus de la moitié des PMI manufacturiers publiés ont enregistré des déclin.

Dès lors, on peut se demander comment réagiraient les marchés de taux et les marchés actions si la Fed ne procédait pas à la baisse attendue en juillet ou à une baisse limitée à 0.25% ?

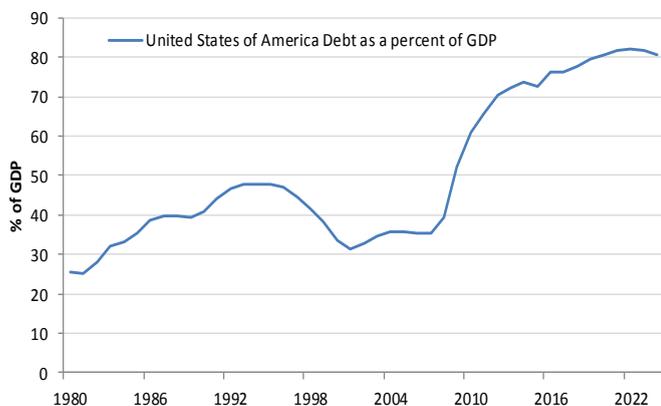
Cette situation binaire n'est en fait clairement pas très rassurante si on considère que le facteur qui a soutenu le rebond des marchés actions en juin est précisément l'anticipation d'une baisse de taux, qui trouvait son fondement dans la perspective d'une conjoncture nettement plus faible. La décision prochaine de la Réserve fédérale sera sans doute cruciale pour l'avenir immédiat des marchés financiers qui comptent sur un renversement de la politique de normalisation en faveur d'une

politique de soutien conjoncturel très nette. La situation présente dans les marchés financiers est en effet tout à fait spécifique et particulièrement fragile. Les taux d'intérêt américains à dix ans ont en effet chuté de 120 points de base entre le mois d'octobre 2018 (3.2%) et juin 2019 (2%) sur l'anticipation d'un ralentissement économique marqué aux États-Unis et une baisse de l'inflation. Pendant la même période, les marchés actions ont connu une forte volatilité marquée par une première période de correction des cours de près de -20% suivie d'une reprise éclatante de six mois au cours desquels le S&P500 retrouvait les sommets atteints en septembre 2018, mais dans un contexte politique tout autant incertain (persistance des tensions commerciales) et des perspectives économiques en déclin au point qu'une baisse de taux en juillet semble être le facteur principal de rebond des cours observé en juin.

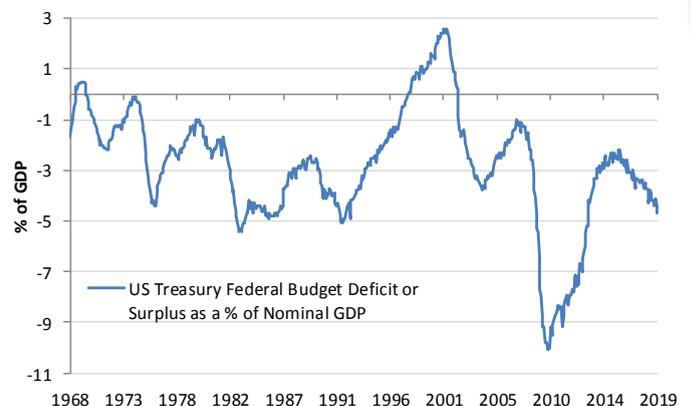
La décision de politique monétaire le 31 juillet aura dans un tel contexte un impact significatif sur les marchés financiers, qui dépendra des évidences macro-économiques disponibles à ce moment.

Si la décision de la Fed intervient alors que les données économiques s'avèrent encourageantes, on assistera certainement à un ajustement des taux longs à la hausse. Il n'est de loin pas certain que dans ce cas, les marchés actions ne réagissent pas négativement eux aussi à cette hausse des taux longs. On pourrait alors assister à une correction des marchés obligataires et actions simultanée potentiellement favorable aux cours de l'or. Si au contraire la décision de la Fed intervient dans un contexte économique faible, les taux pourraient encore glisser mais la correction des marchés actions pourrait alors être aussi brutale que celle enregistrée en décembre 2018.

Dettes USA

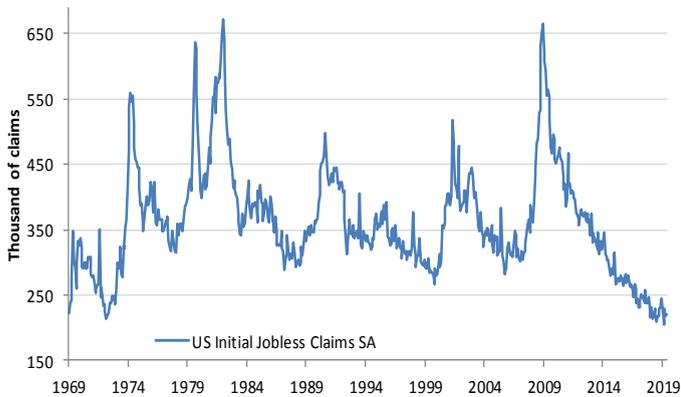


Déficit/Surplus du Trésor US

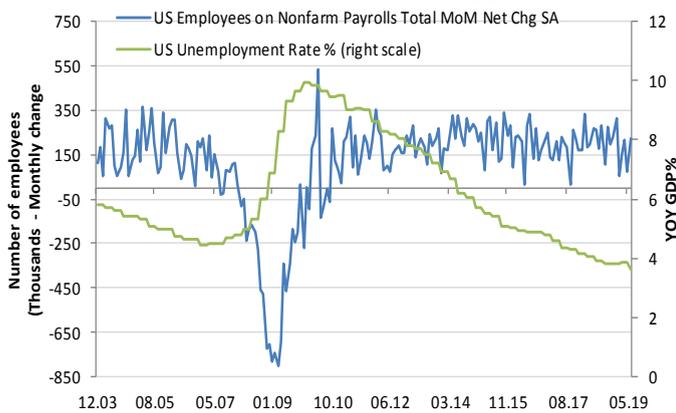


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

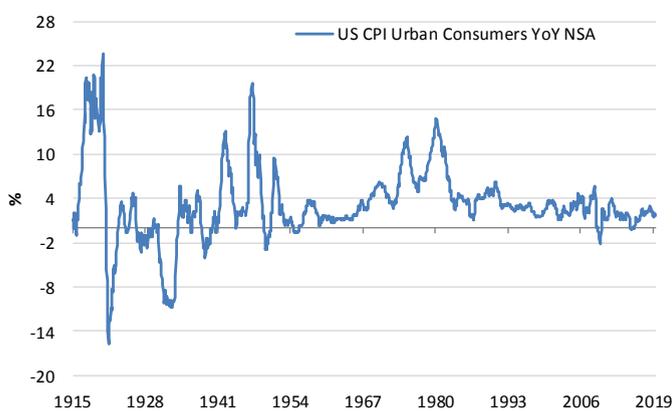
Allocations chômage en milliers de demandes



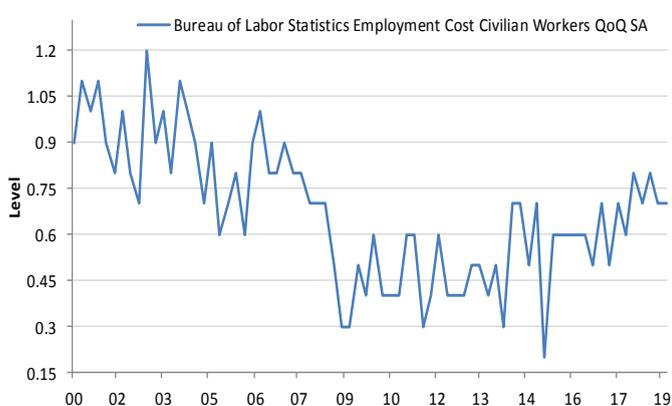
Création d'emplois hors secteur agricole (var. mens. nettes)



Taux annuel d'inflation USA 1914-2018



Coût unitaire du travail (Employment cost index)



Quel scénario semble le plus probable ?

Le déclin des indicateurs avancés PMI manufacturiers constaté au 4ème trimestre 2018 ne devait être que temporaire car essentiellement lié à l'incertitude des négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis après la trêve annoncée le 1er décembre. Les espoirs d'une résolution concrète avant la date butoir de mars 2019 avaient ensuite dominé les marchés actions sans vraiment convaincre les marchés de taux qui se stabilisaient au niveau de 2.6% de rendement sur les taux gouvernementaux à dix ans. Ces espoirs ont été brutalement réduits à néant par le durcissement du ton entre les négociateurs en mai provoquant une nouvelle baisse conjointe des taux et des marchés actions, mais aussi des anticipations de croissance à l'image des indicateurs PMI en chute libre en mai. Le mois de juin s'est bouclé sur une stabilisation de ces indicateurs avancés et des taux longs.

L'apaisement relatif affiché entre les deux super puissances à l'issue du G20 pourra-t-il déjà suffire à améliorer le sentiment des agents économiques et écarter les perspectives de ralentissement économique mondial au second semestre ?

La banque centrale américaine pourrait alors bien décider de maintenir sa politique de normalisation des taux inchangée jusqu'en septembre, en particulier si la croissance économique se montrait suffisamment solide au 2ème trimestre. Car le dilemme pour la Fed est bien aujourd'hui de traverser cette période de turbulence en adoptant la politique la plus appropriée à long terme et la plus fidèle à ses convictions. Une baisse des taux directeurs en juillet pourrait apparaître comme un signe de faiblesse et de dépendance vis-à-vis des pressions politiques exercées par la Maison blanche, en particulier si la Fed reste convaincue que la tendance de fond reste positive pour l'économie américaine comme pourraient le suggérer les indicateurs de sentiment et de confiance des consommateurs toujours très élevés. Dans cette éventualité, on assisterait alors à un rebond des taux longs provoquant une correction simultanée des marchés de taux et des indices actions pendant l'été. A contrario, une baisse pourrait aussi être contre-productive car elle pourrait renforcer le scénario d'une prochaine récession. Il sera en effet sans doute difficile pour la Fed de baisser ses taux directeurs de manière « préventive » sans conforter un peu plus les anticipations macro-économiques déjà négatives à moins de fonder sa décision sur les risques étrangers et sur un niveau d'inflation toujours faible..

Dans sa dernière conférence de presse de juin la Fed a maintenu sa prévision de croissance du PIB de +2.1% et abaissé ses attentes pour le taux de chômage de 3.7% à 3.6%. La Fed s'est déclarée toujours prête à faire preuve de la plus grande flexibilité dans le pilotage de sa politique monétaire en 2019. Après avoir annoncé ne pas écarter la possibilité d'une baisse des taux directeurs si cela devait s'avérer nécessaire, désormais elle laisse suffisamment de signes indiquant qu'elle agira en procédant à une baisse préventive.

Indicateurs avancés au seuil de la croissance

Le mois de mai aura été particulièrement négatif pour la confiance des directeurs d'achat. Le regain de tension entre Washington et Pékin a en effet largement influencé leur perception des risques et des opportunités économiques.

Les PMI manufacturiers ont à nouveau plongé de 52.6 en avril à 50.5 en mai pour s'approcher rapidement du seuil de décroissance. Les PMI des services plus résistants jusqu'en mars, ont aussi chuté de 55.3 à 50.9.

L'évolution négative des PMI est encore l'un des facteurs dominant le scénario de ralentissement conjoncturel malgré la reprise du mois de juin à 51.5 pour l'indice composite (50.6 PMI manufacturier et 51.5 PMI services).

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

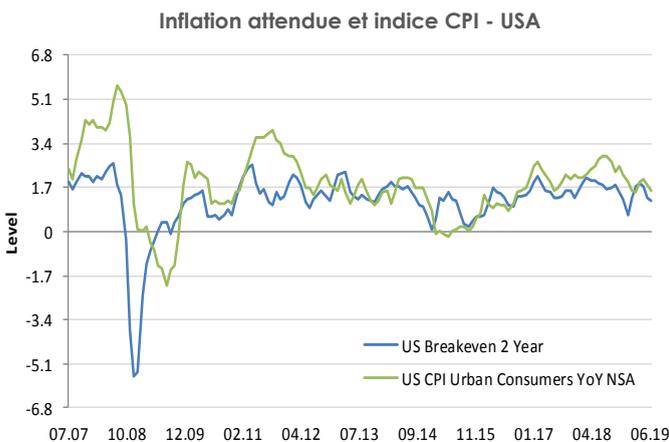
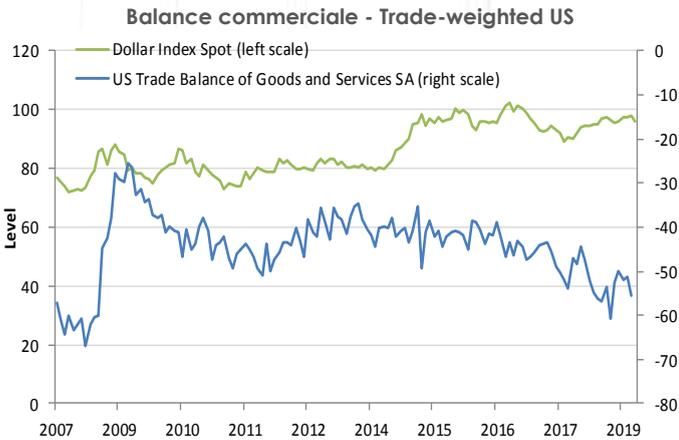
Plein emploi, inflation et taux d'intérêt

La statistique des créations d'emploi a largement déçu en mai. Les chiffres publiés montrent un revers inattendu des créations d'emploi, 75'000 au lieu de 175'000 estimés. Le taux de chômage a pourtant décliné pour atteindre 3.6%, l'économie américaine s'approche ainsi toujours un peu plus du plein emploi. Les pressions salariales augmentent et avec la hausse des revenus disponibles, la consommation devrait rester soutenue et pousser les indices de prix à la hausse. 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.

Dans ce contexte, la croissance du salaire horaire moyen en mai a légèrement décliné à +3.1% ce qui reste élevé en comparaison statistique des dix dernières années. Si la croissance du revenu des ménages n'est pas interrompue par les questions géopolitiques et par l'incertitude de la guerre commerciale, la croissance économique devrait rester sur une tendance positive soutenue et proche de +2% au 2ème trimestre et au second semestre.

L'inflation se stabilise en mai (+1.8%) juste en dessous de l'objectif de la Fed (2%) malgré la forte volatilité observée sur les prix de l'énergie au 2ème trimestre.

Pour l'instant, le scénario économique dominant dans les marchés de taux est toujours celui du fléchissement de la croissance dans l'attente de meilleurs indicateurs avancés. Nous estimons cependant probable qu'une remontée des taux à dix ans accompagne de meilleures statistiques économiques pendant l'été.



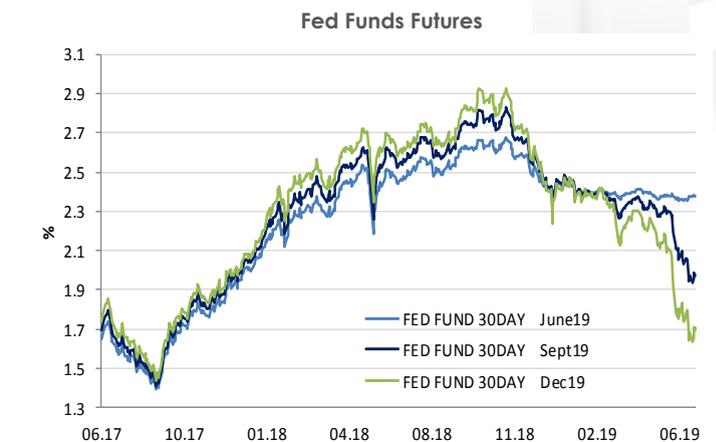
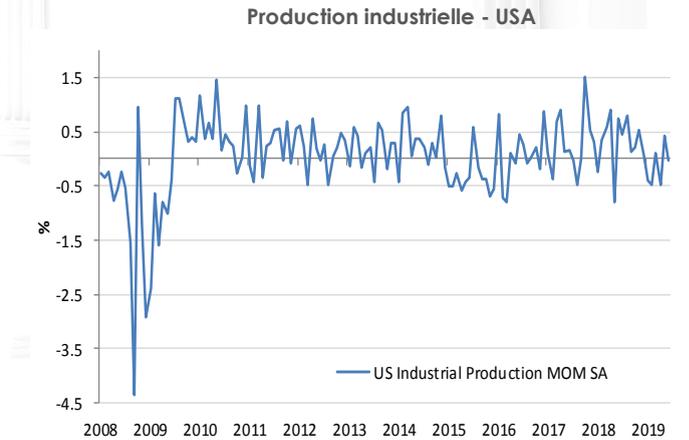
Réduire l'exposition aux actions américaines

La hausse du mois de juin des indices actions replace la classe d'actifs dans une zone de risques élevés et accroît la probabilité d'une correction prochaine des cours dans les divers scénarios envisagés.

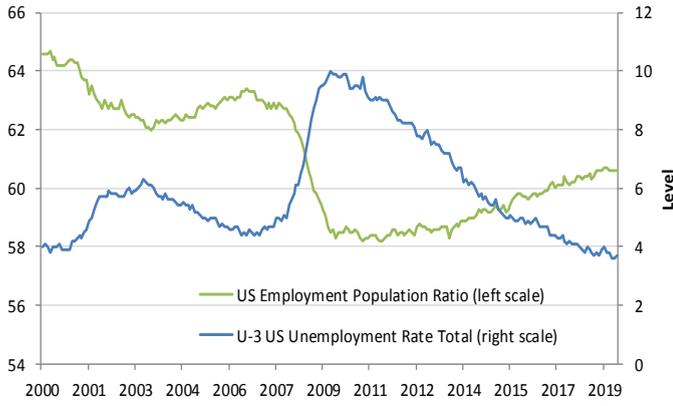
Si le ralentissement s'avère réel, les niveaux de valorisation des actions ne résisteront pas à la perspective d'effondrement des profits même en cas de baisse de taux directeurs en juillet de la Fed.

Dans le cas contraire, si la croissance s'avère résistante et les perspectives toujours relativement solides, les attentes de baisse de taux directeurs s'évanouissent et laisseront place à une remontée des taux longs. Les marchés actions devraient également être pénalisés par ce phénomène.

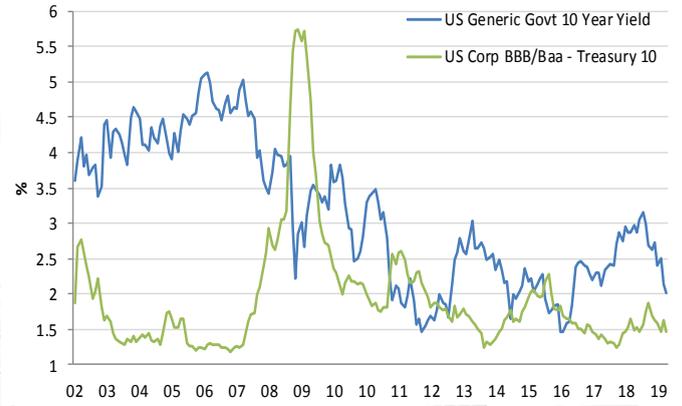
Nous recommandons à nouveau de réduire l'exposition aux actions dans ce contexte peu enclin à provoquer une nouvelle vague d'appréciation des cours.



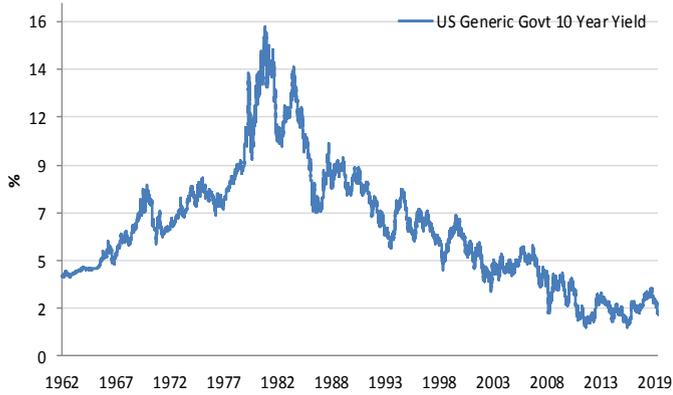
Taux de chômage et taux d'occupation de la population



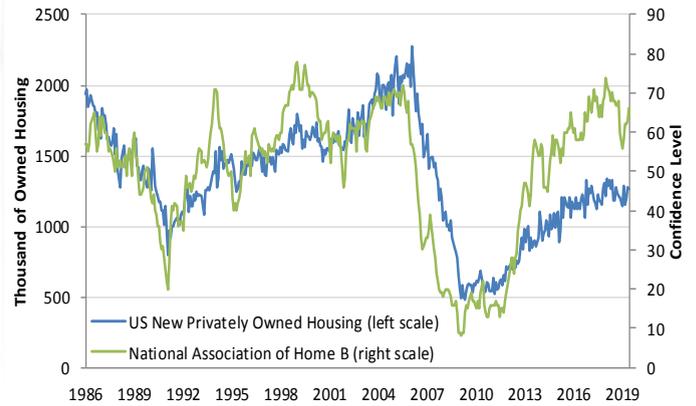
Ecart de rendement Trésor US-BBB 10 ans



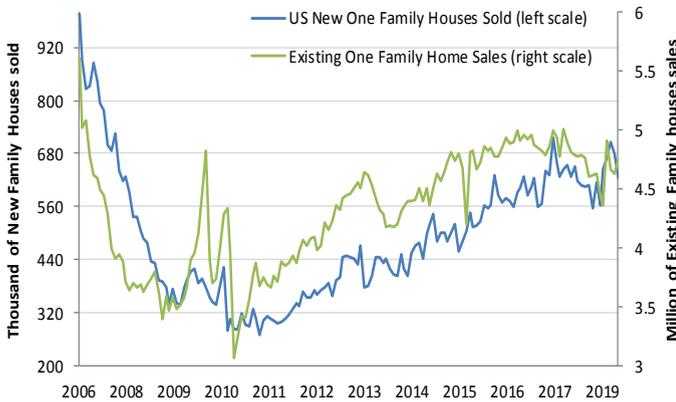
Taux d'intérêt des obligations 10 ans du Trésor US



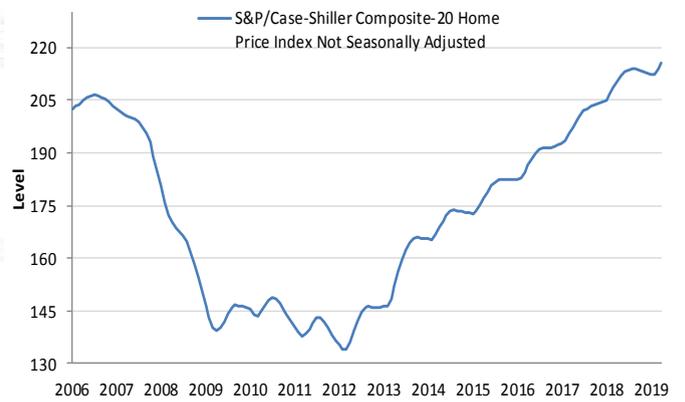
Nouveaux logements et NAHB USA



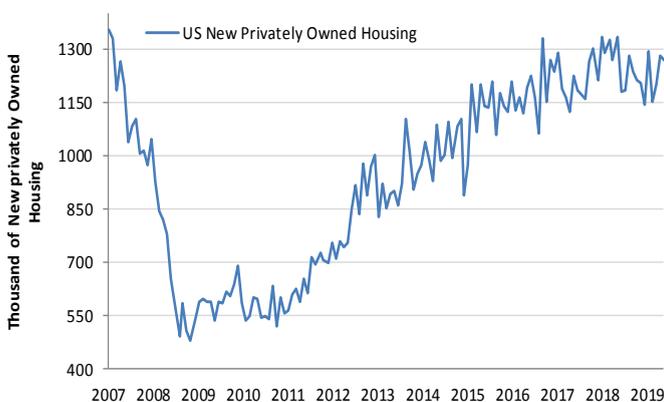
Ventes de nouvelles maisons et existantes



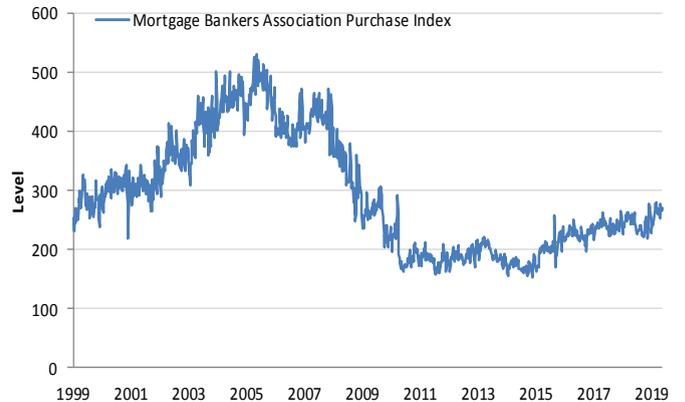
Prix de l'immobilier indice S&P Case-Shiller



Mise en chantier de nouveaux logements



Nouvelles demandes de financement MBA



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Suisse

- Nette relance du PIB au T1 (+0.6%)
- La demande soutient la dynamique suisse
- Perspectives toujours solides pour le 2ème trimestre 2019
- Le franc suisse n'a que peu de probabilités de s'apprécier significativement
- Euphorie sur le marché des actions suisses



Nette relance du PIB au T1 (+0.6%)

Après la mauvaise surprise du 3ème trimestre 2018 et une révision positive de +0.2% à +0.3% de la croissance du PIB au T4, le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) a publié les chiffres de croissance de notre pays au 1er trimestre de l'année en cours. Ceux-ci rassurent encore un peu plus les observateurs grâce à un regain de vitalité en début d'année qui aura surpris un bon nombre de prévisionnistes. L'économie suisse enregistre en effet une excellente performance en début d'année, grâce à une croissance réelle de +0.6%, deux fois plus importante que celle enregistrée en fin d'année 2018. Le consensus estimait à seulement +0.3% la croissance du produit intérieur brut helvétique. Cette performance a donc largement dépassé les prévisions des économistes. Rappelons à ce sujet, que la quasi panique boursière du mois de décembre avait en particulier été provoquée par les craintes clairement infondées d'une éventuelle récession aux Etats-Unis en 2019 et par conséquent d'un ralentissement mondial qui ne devait pas épargner la Suisse. Force est de constater une nouvelle fois que ces craintes excessives qui avaient provoqué une chute rapide des bourses et une baisse des taux d'intérêt ne sont clairement pas corroborées à ce jour à la réalité économique qui affiche une santé presque éclatante. Le PIB nominal du 1er trimestre de la Suisse a ainsi avancé de 173.4 milliards à 174.5 milliards de CHF. En rythme annuel, le PIB suisse s'affiche donc à environ 698 milliards de CHF. La hausse du PIB réel de la Suisse en glissement annuel non corrigé des variations saisonnières est de +1.7%.

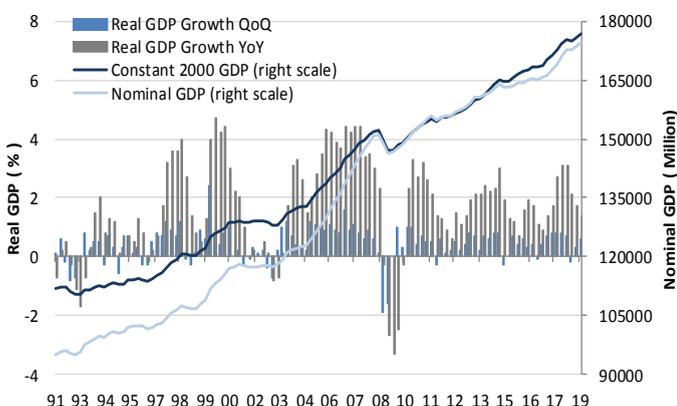
L'économie suisse se porte donc bien mieux qu'attendu en ce début d'année et profite aussi d'un contexte économique européen meilleur notamment en Allemagne, qui enregistre une hausse de +0.4% de son PIB réel au 1er trimestre, pour un résultat nominal sur un an de +2.7%. Les prévisions conjoncturelles du Groupe d'experts de la Confédération avaient été revues à la baisse dans le contexte jugé plus incertain en début d'année 2019. La prévision de croissance du PIB avait été

réduite de +1.5% à +1.1% en raison des craintes de tassement de l'activité économique internationale et des effets induits sur les exportations suisses. Le fléchissement de la conjoncture mondiale et de la dynamique économique suisse attendu par les experts ne s'est donc pas produit. Sur cette base, la vitalité économique de notre pays est donc certainement plus solide au premier semestre ce qui nous permet de confirmer notre propre estimation d'une croissance du PIB que nous maintenons à +1.5% pour l'année 2019.

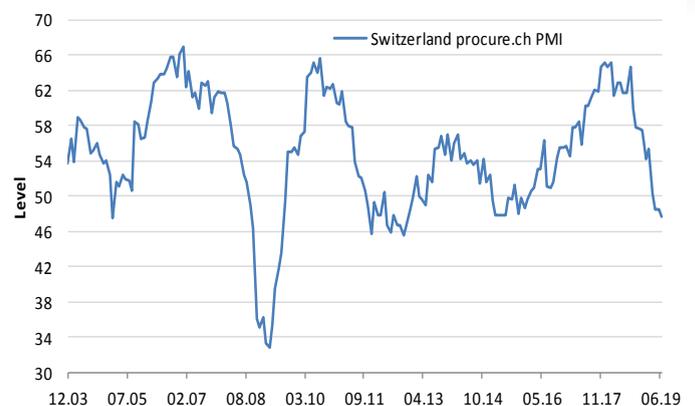
La demande intérieure et la demande externe soutiennent ensemble la dynamique suisse

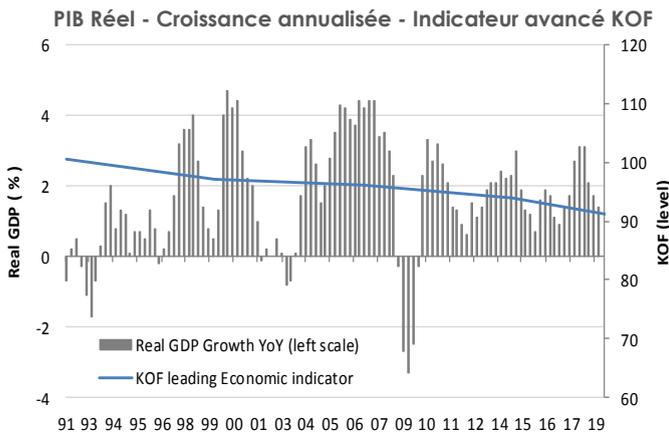
La dynamique de l'économie suisse a quelque peu accéléré grâce à une croissance au 1er trimestre renforcée de +0.6% sur trois mois et de +1.7% sur un an. La demande intérieure a encore été l'un des principaux moteurs de ce développement, mais les exportations ont aussi apporté une contribution positive. On constate avec plaisir que la plupart des secteurs et branches d'activité ont vu une progression de leur valeur ajoutée. L'industrie manufacturière a poursuivi sur sa lancée du trimestre précédent et progresse à nouveau de +1.5%. La dynamique positive s'est installée au cours des deux derniers trimestres. La demande externe plus solide a soutenu ce bon développement. Le secteur pharmaceutique, les instruments de précision et l'horlogerie ont eu un bon comportement et ont profité de la hausse de la demande internationale pour les produits « made in Switzerland ». Les exportations de biens et de services ont progressé au cours du trimestre de +2.2% et respectivement +2%. Le climat de consommation s'est un peu amélioré et a contribué au bon résultat de la consommation privée qui a enfin connu une petite embellie en enregistrant pour la première fois depuis dix-huit mois une progression de +0.4%, légèrement supérieure à sa moyenne. Presque tous les segments de la consommation se sont améliorés, avec des avancées plus nettes pour la santé et la mobilité.

PIB nominal - Taux de croissance Nominal et Réel



Indicateur avancé Swiss PMI (directeurs d'achat)

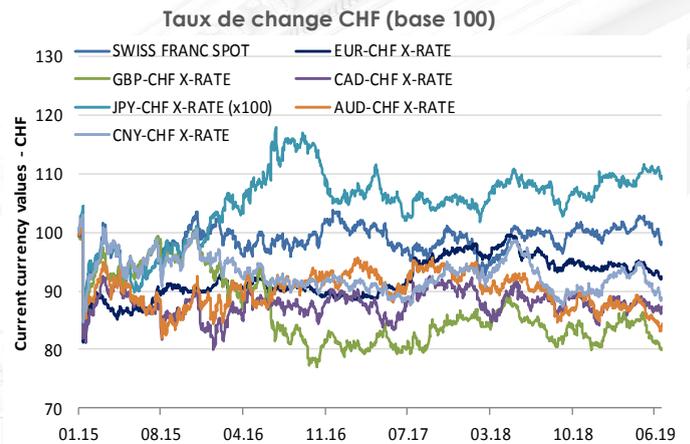
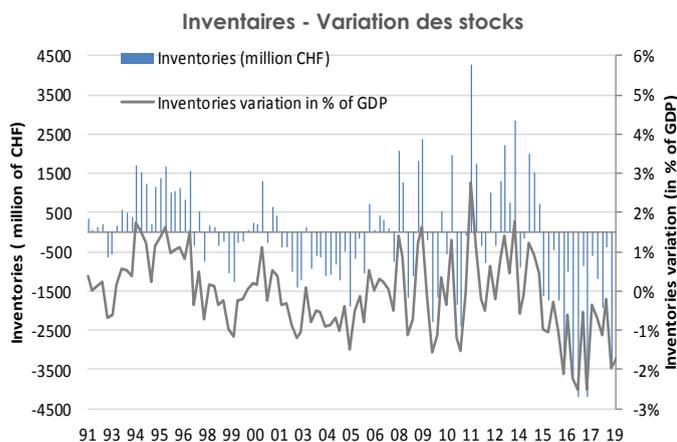




Les branches des services ont affiché une évolution inégale au 4ème trimestre. Alors que la valeur ajoutée s'est de nouveau accrue dans les secteurs de la santé (+0.9%) et des services proches des entreprises (+0.4%), elle s'est inscrite à la baisse pour le troisième trimestre consécutif dans le commerce (-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%). 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 enfin rebondi de +0.5% après une baisse d'activité en fin d'année (-0.4%). La valeur ajoutée dans la construction enregistre une progression de +1.9% et réalise ainsi sa plus forte avancée depuis la fin de l'année 2017. Les investissements en biens d'équipement ont renversé la tendance observée du précédent trimestre (-1.1%) grâce à une relance de +1.5%. Les branches du secteur tertiaire ont toutes progressé à l'image des exportations de services en hausse de +1.7%. La croissance dans le secteur du commerce fait quant à elle son retour pour la 1ère fois depuis 5 trimestres. La performance de l'économie suisse au 1er trimestre n'est pas affectée par les incertitudes liées aux négociations difficiles sur le commerce entre les Etats-Unis et la Chine. Le sentiment des consommateurs ne montre pas de signe d'inquiétude spécifique, les indicateurs restent relativement stables.

Perspectives toujours solides pour le 2ème trimestre 2019

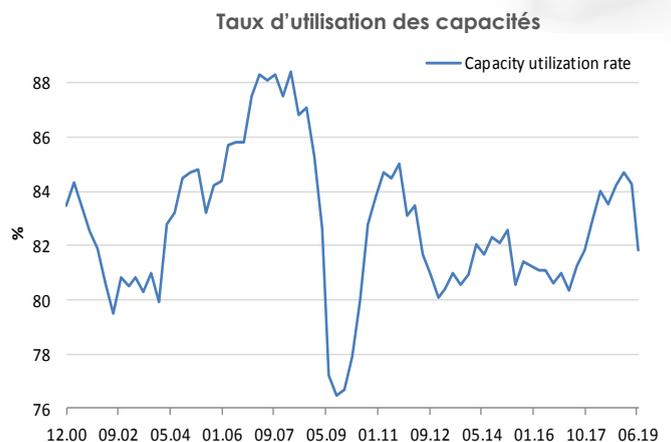
Notre scénario central pour l'économie suisse reste raisonnablement optimiste suite à la reprise plus nette de la croissance au 1er trimestre 2019. Les conditions économiques internationales ont plutôt surpris favorablement les observateurs au cours du 1er trimestre. La zone euro et l'Allemagne profitent d'un rebond dans le sillage de la progression de plus de +3% du PIB américain et si de nombreux experts préfèrent certainement se montrer prudents en abaissant leurs perspectives de croissance pour l'économie mondiale en 2019, face au bras de fer qui s'éternise entre Donald Trump et le président chinois, nous maintenons nos prévisions économiques pour les prochains mois. Au cours des derniers mois, notre économie a pu compter sur une demande extérieure plus soutenue d'autres régions économiques et sur une activité domes-



tique résistante. La reprise conjoncturelle en zone euro doit cependant se confirmer pour effacer les incertitudes liées au trou d'air enregistré par l'économie allemande en fin d'année. 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 malgré tout élevée en l'absence d'un accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis. Ce point semble plus problématique désormais, car s'il reste dans l'intérêt des parties de ne pas laisser la situation actuelle dégénérer en une guerre économie ouverte et totale, nous estimons qu'il pourrait être plus difficile d'obtenir un accord prochain après la montée récente de tensions. Le contexte actuel n'est pas particulièrement favorable au franc suisse qui n'a que peu de probabilités de s'apprécier contre le dollar US. Une relative stabilité des changes devrait être 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, nous maintenons une prévision de croissance de +1.5% pour le PIB suisse en 2019.

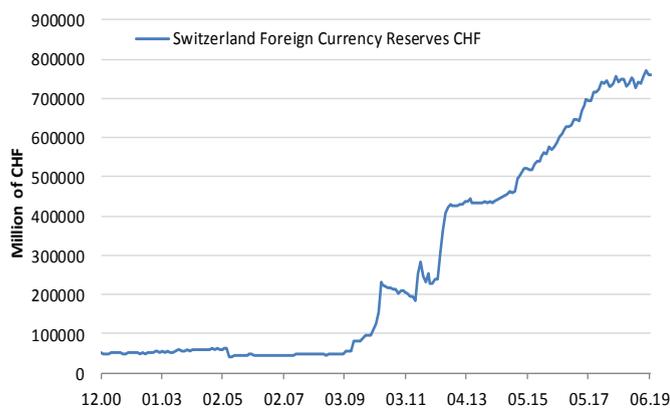
Les indicateurs avancés ne sont pas plus optimistes en juin qu'en avril

La chute des indicateurs avancés du KOF se poursuit en avril, mai et juin après une reprise pourtant encourageante en mars. L'indicateur conjoncturel du KOF glissait encore de 96.2 à 94.4 en mai sous une impulsion négative généralisée de la majorité des sous-indices, à l'exception notable du secteur de la construction. Le déclin dure désormais depuis plus de dix-huit mois, bien que l'affaiblissement de l'indicateur ne soit pas totalement corrélé à l'évolution du PIB suisse observé sur la même période. L'indice PMI manufacturier est passé en avril en-dessous de son seuil de croissance en chutant à 48.5 points. Le mois de juin est encore plus bas (47.7) ce qui est à la fois très en retrait de son niveau de 64.6 atteint en août 2018 et qui constitue désormais une source d'inquiétude significative pour l'industrie suisse. Les indicateurs avancés, plutôt sur le déclin depuis plusieurs mois, sont pour l'heure à contre-courant des résultats économiques enregistrés. Ils suggèrent en effet un tassement de l'activité depuis plusieurs mois qui n'est pas confirmé par la conjoncture récente. La production industrielle s'est tout de même reprise et affiche désormais une progression de +3.7% (mars).

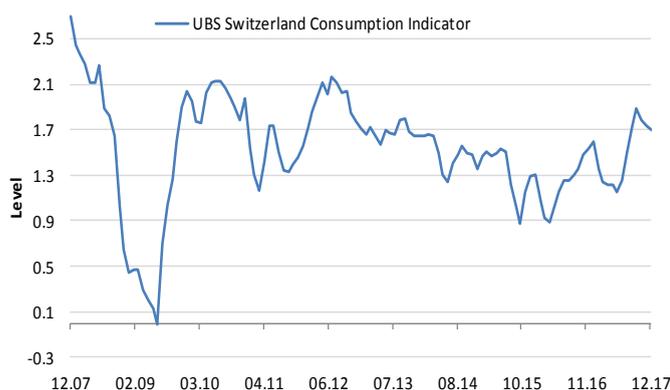


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

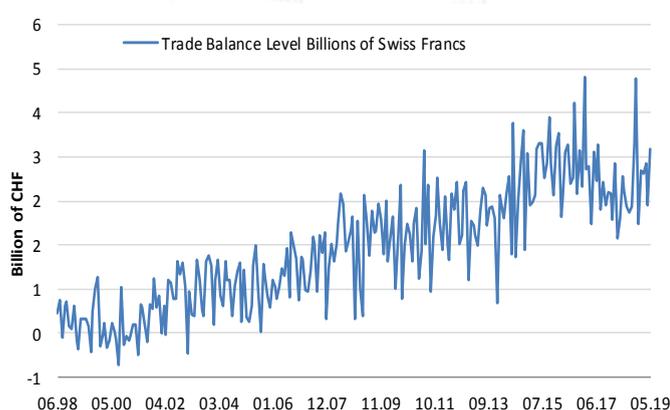
Réerves de change de la BNS



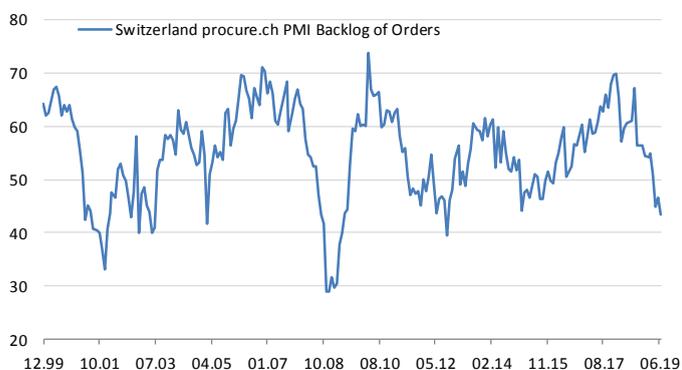
Indicateur UBS de la consommation en Suisse



Solde de la balance commerciale



Carnet de commandes



Le franc suisse n'a que peu de probabilités de s'apprécier significativement

La croissance de l'économie suisse surpasse une nouvelle fois celle de la zone euro au 1er trimestre grâce à une progression de +0.6% contre +0.4% pour celle de ses partenaires économiques proches. Ce faible différentiel de croissance économique n'a pour l'instant toujours pas constitué un facteur d'ajustement pour le taux de change, même s'il a tendance à favoriser une appréciation du franc. La relance en zone euro est cependant rassurante, mais elle reste particulièrement fragile en l'absence d'un renversement plus net de tendance du côté de la production industrielle, toujours en baisse de -0.6% en mars. Sur le front des taux d'intérêt, le différentiel de rendement sur les taux à dix ans du Bund et de la Confédération s'est brutalement réduit entre le mois de mars et avril, passant de 0.4% à 0.2% aujourd'hui en raison de la chute plus nette des rendements en zone euro. Cette contraction n'a pourtant pas affecté le taux de change euro/franc qui a oscillé autour de 1.13 dans une fourchette étroite de 1.116 à 1.145. 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.

Poursuite de l'anomalie sur les taux longs

Les marchés de taux ne veulent manifestement pas se laisser convaincre que l'économie mondiale ne se dirige pas vers un ralentissement majeur. La chute généralisée des rendements, qui s'est poursuivie au 2ème trimestre 2019, affecte également la Suisse, dont les taux à dix ans de la Confédération ont chuté de 0.1% en octobre 2018 à -0.6% en juin. La normalisation des taux longs en Suisse qui avait débuté à l'été 2016, semble remise en question par ce développement, alors même que la croissance s'affirme dans notre pays. Le déclin de l'inflation a certes soutenu la baisse des rendements récente, mais nous estimons que celle-ci n'est pas conforme à la conjoncture positive actuelle.

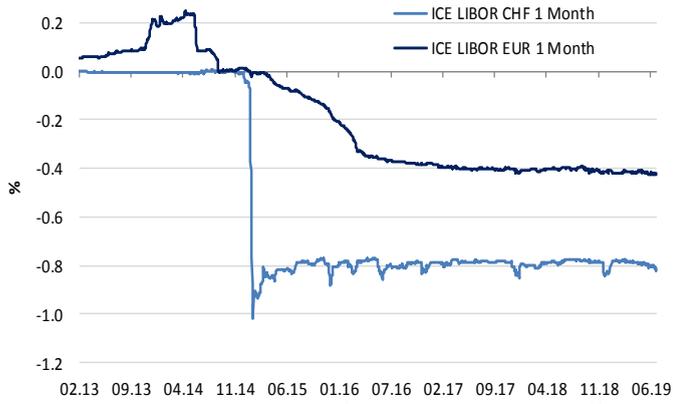
Euphorie sur le marché des actions suisses

En fin d'année, après la correction marquée des valeurs suisses, nous estimons que sans un ralentissement marqué de la croissance mondiale en 2019, les perspectives pour les actions suisses étaient favorables, en particulier pour les titres du SPI et des 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 a rapidement fait place à une reprise fulgurante de +22% en quatre mois. L'euphorie succédait ainsi à la panique. La chute des actions internationales en mai (-5.8%) n'affectait pas le marché suisse (-1.7%) qui enregistre de nouveaux sommets en juin, dans un contexte de reprise conjoncturelle mais aussi de valorisations des actions plus que généreuses. Les rendements négatifs sur les marchés de taux en franc suisse ont aussi contribué à cet engouement pour les actions, mais nous recommandons d'adopter une stratégie plus défensive après la progression ininterrompue des cours depuis le début de l'année.

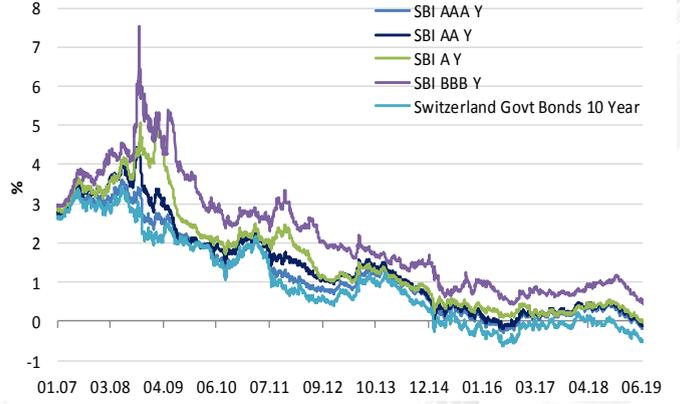
Correction temporaire de l'immobilier titrisé

L'immobilier titrisé reste une alternative de choix aux placements à revenus fixes en franc suisse, mais la dynamique récente devrait cependant marquer le pas à court terme. La consolidation temporaire des cours annoncée est en cours suite à la hausse des agios (environ 28%) dans un contexte d'accroissement momentané de l'offre de nouveaux véhicules de placements arrivant sur le marché au cours des prochains mois. Nous recommandons toujours une diminution temporaire de l'allocation aux fonds de placements immobiliers suisses.

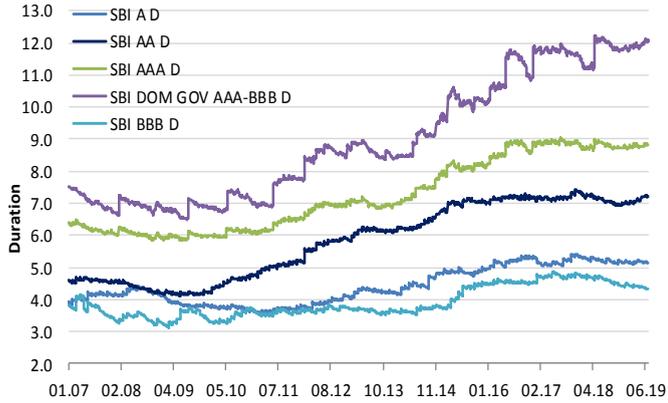
Différentiel de taux Libor 1 mois



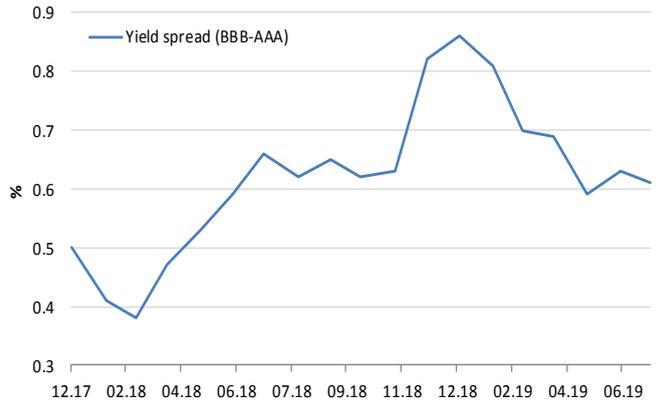
Taux d'intérêt (Confédération, AAA, AA, A, BBB)



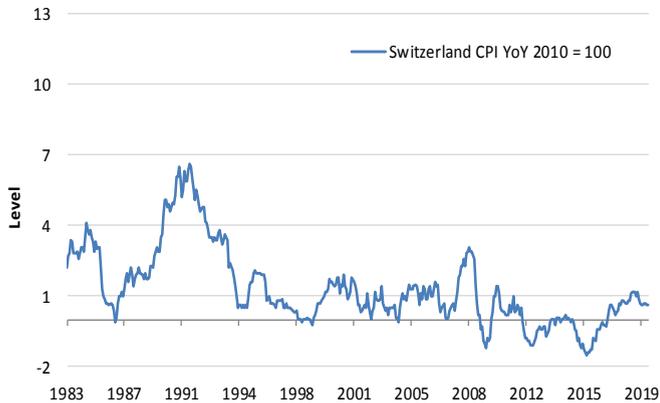
Duration des obligations suisses



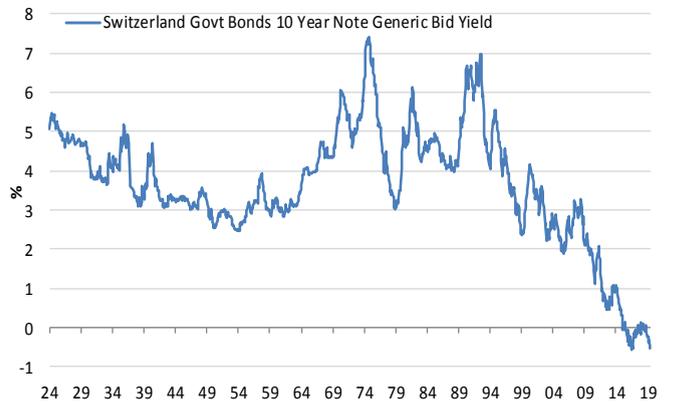
Ecart de rendement



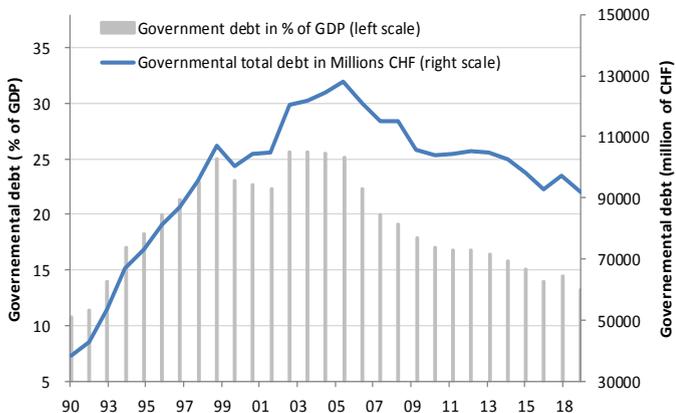
Inflation CPI



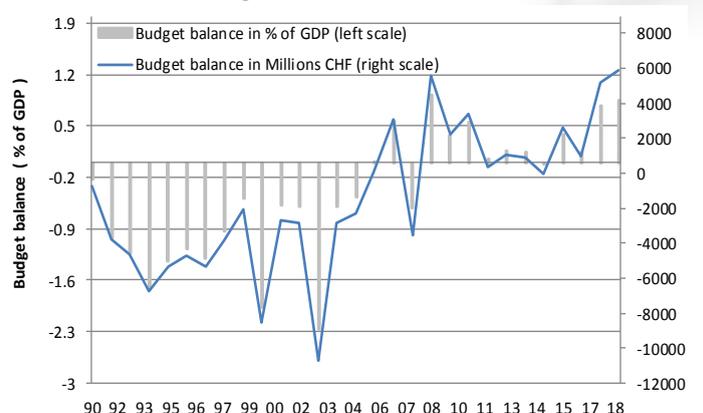
Taux longs de la Confédération depuis 1924



Dette totale de la Confédération



Solde budgétaire de la Confédération



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Zone Euro

- Meilleur début d'année qu'attendu pour la croissance
- Les indicateurs avancés ont peut-être déjà vu le pire
- Transition à la BCE
- Eviter à tout prix une nouvelle récession
- Poursuite de la chute des rendements en euro



Meilleur début d'année qu'attendu pour la croissance européenne

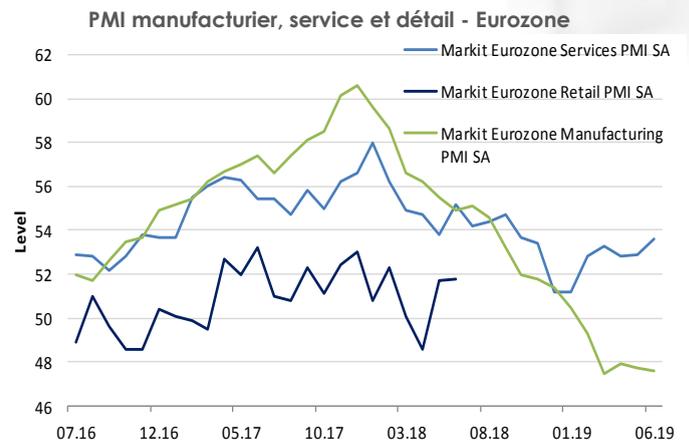
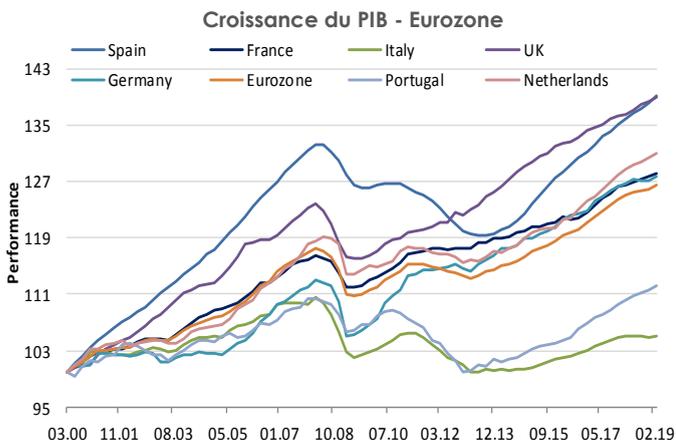
La croissance du PIB de la zone euro a surpris favorablement les prévisionnistes en enregistrant une hausse de +0.4% sur le 1er trimestre et +1.2% sur un an. Cette surprise positive n'est pourtant pas le signe d'un retournement très net de tendance puisqu'en comparaison annuelle, la croissance de +1.2% en mars est identique à celle de décembre. Il s'agit néanmoins d'un signe positif et plutôt rassurant qui intervient au moment où les risques d'une récession de l'économie allemande provoquent une incertitude élevée sur la dynamique globale en Europe. Le rythme de croissance du PIB de la zone euro s'est donc heureusement accéléré en début d'année un peu contre toute attente. La consommation des ménages s'est avérée nettement plus résiliente dans un contexte pourtant difficile sur le plan international et domestique. Elle a ainsi contribué très largement à la bonne tenue du PIB grâce à une hausse de +0.5% sur le trimestre (+1.1% sur un an). Les exportations ont également progressé de +0.6% tandis que les dépenses publiques n'avançaient que de +0.1%. Le PIB de l'Union européenne était encore un peu meilleur (+0.5%) que celui de la zone euro (+0.4%) en raison notamment des contributions plus dynamiques de pays comme la Pologne (+1.5%), la Hongrie (+1.5%) et la Roumanie (+1.3%). En zone euro, tous les pays ont enregistré des résultats positifs, mais le rebond allemand (+0.4%) a été essentiel pour le résultat global de la zone euro. Parmi les poids lourds de la zone euro, les croissances française et belge se sont avérées un peu inférieures (+0.3%). Celle de l'Italie (+0.1%) restait à peine positive. L'Espagne (+0.7%) et les Pays-Bas (+0.5%) tiraient la tendance à la hausse. Le rythme de croissance s'est donc heureusement renforcé en début d'année, permettant d'écarter les perspectives de récession. L'économie allemande, qui a été pendant longtemps le moteur de la reprise économique européenne fait face, malgré ce résultat trimestriel plutôt encourageant, à la diminution de la demande industrielle internationale.

Les indicateurs avancés ont peut-être déjà vu le pire et semblent enfin se redresser

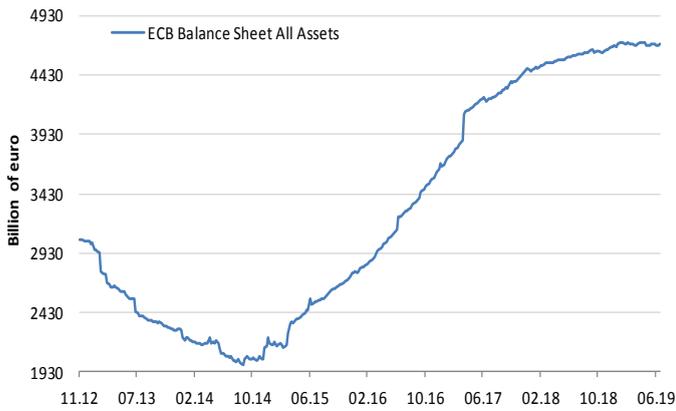
L'indicateur avancé du secteur manufacturier a très légèrement rebondi au cours des deux derniers mois et se situe en mai (47.7) un peu plus haut que le niveau du mois de mars (47.5). Une stabilisation de cet indice est déjà un premier signe positif dans le contexte difficile d'une dégradation régulière de quinze mois. L'incertitude persiste d'autant que la stabilisation actuelle reste en-dessous du seuil de croissance de 50. L'indice PMI des services s'est mieux comporté, car après une période de déclin un peu moins longue (12 mois) il enregistre une reprise sensible en mai (52.9) depuis son point bas de janvier (51.2). Le PMI composite est donc logiquement meilleur depuis le début de l'année et rebondi aussi de 51 à 51.8 entre le mois de janvier et le mois de mai.

Secteur manufacturier toujours en difficulté

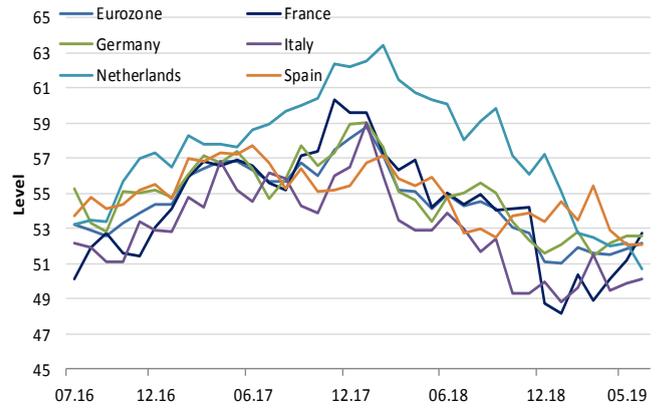
La production industrielle de la zone euro a encore glissé de -0.5% en avril pour le second mois consécutif (-0.3% en mars). C'est la production industrielle allemande qui tire la performance globale à la baisse. Les performances des secteurs manufacturiers français, espagnol et irlandais ont permis de compenser en partie ce déclin allemand. Mais la situation conjoncturelle dans le secteur industriel allemand ne semble pas être au bout de ses difficultés. La production industrielle enregistrerait même sa plus forte contraction depuis quatre ans en avril (-1.9%). L'inquiétude est donc toujours bien présente dans ce secteur, ce qui a motivé la BCE à annoncer des mesures de support à la croissance en soulignant qu'il existait des risques d'une contamination à d'autres secteurs du ralentissement dans l'industrie.



Bilan de la BCE



PMI Composite - Pays



Légère amélioration de la confiance

Le marché de l'emploi renforce encore sa dynamique positive en avril et mai. Le taux de chômage pour les pays de la zone euro (7.6%) 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. Parallèlement, les bons résultats économiques du 1er trimestre ont été enregistrés en période d'amélioration de la confiance des ménages qui se situe en mai à son plus haut niveau depuis le début de l'année.

L'indicateur de la Commission européenne, mesurant le degré de confiance économique enregistre un premier rebond en mai après seize mois de déclin. Il est évidemment trop tôt pour parler de renversement de tendance à ce stade, mais la plupart des autres indicateurs de sentiment montre une image similaire.

Relative stabilité de l'euro

L'amélioration de la performance économique n'a pas soutenu une revalorisation de l'euro au cours des derniers mois. Le taux de change Euro/USD a légèrement fléchi mais est resté relativement stable, oscillant entre 1.13 et 1.11 pendant cette période. 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 malgré quelques signes plus positifs au 2ème trimestre. 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.

Transition compliquée à la BCE

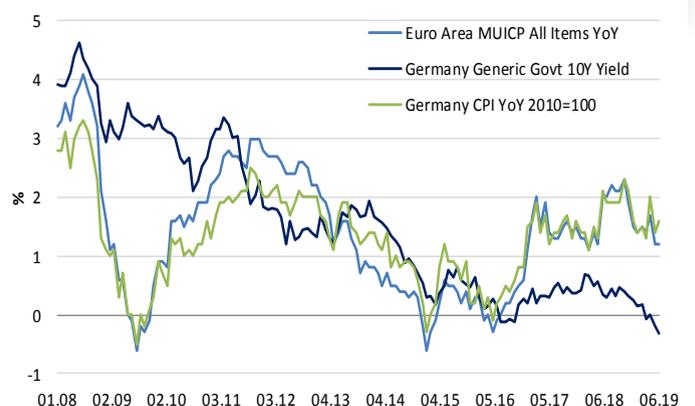
la nomination de Christine Lagarde pour succéder à Mario Draghi à la tête de la BCE ne fera sans doute pas l'unanimité, mais si elle n'est effectivement pas économiste, elle pourra compter sur son expérience politique de ministre de l'économie, de l'industrie et de la finance pendant la crise financière en France et ensuite à la tête du FMI, mais surtout sur une équipe d'experts et du Conseil des gouverneurs de banques centrales de l'Union européenne. L'avenir nous dira quel style et quelle politique Mme Lagarde adoptera, mais son élection sans donner le ton de la future politique menée écarte tout de même les risques d'une politique plus restrictive qui aurait certainement été suivie par un président de la BCE allemand. La BCE devrait donc conserver une politique similaire à celle suivie par Mario Draghi avec sa nouvelle présidente en novembre. La politique de taux bas devrait donc être maintenue et rassurer les marchés. Une baisse des taux directeurs dans le sillage d'une action de la Fed est probable et pourrait être suivie d'autres mesures de soutien à la croissance de la zone euro en cas de besoin. La BCE avait déjà 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 avaient été abaissées à seulement +1.1%, et face au risque de ralentissement la BCE avait 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 BCE a ainsi maintenu ses taux directeurs inchangés et déclarait ne pas vouloir les toucher avant la fin du premier semestre 2020, reportant ainsi de six mois le délai évoqué lors de sa précédente conférence. On en sait désormais plus sur le programme de prêt aux banques qui débutera en septembre pour sept mois. La méthode choisie vise à privilégier les taux de financement accordés aux banques qui distribueront une plus large quantité de crédit dans l'économie. La BCE s'est aussi voulue rassurante sur le stock de crédit existant en indiquant qu'elle réinvestirait aussi longtemps que nécessaire les milliards d'euros composant son stock d'obligations acquises depuis 2015.

Citigroup Indicateur de surprise économique - Eurozone

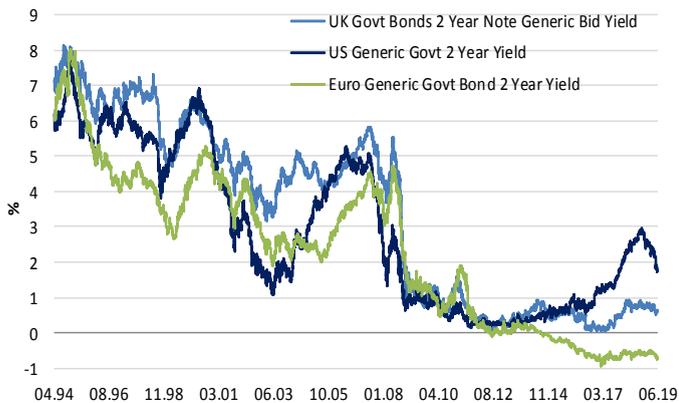


Taux d'intérêt à 10 ans - CPI

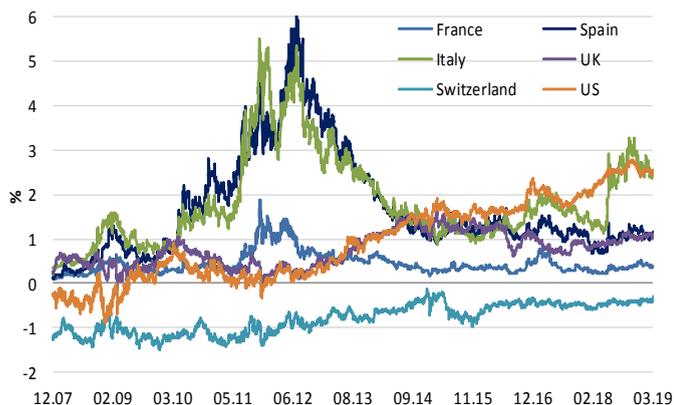


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

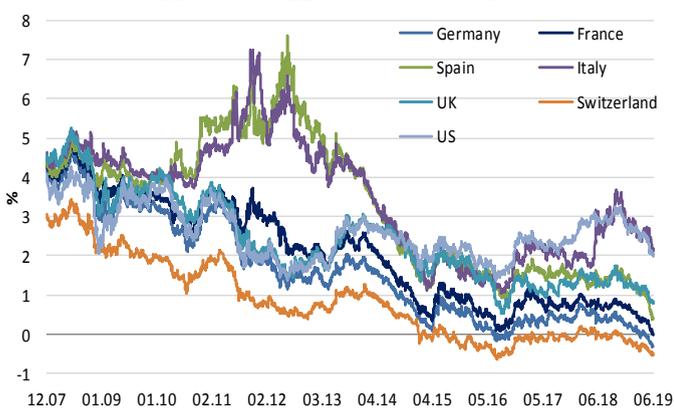
Taux gouvernementaux à 2 ans (US, Euro, UK)



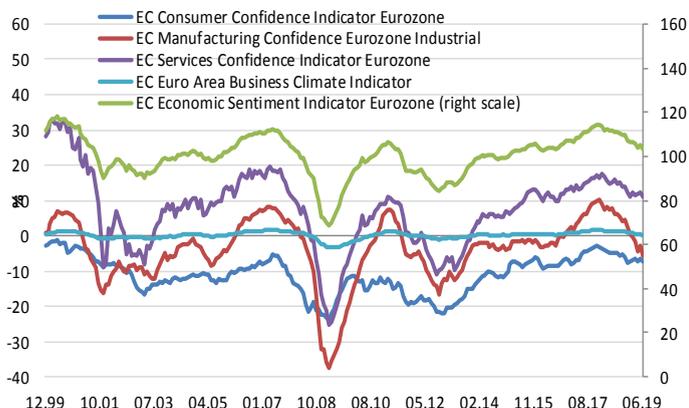
Prime de risque gouvernement vs Bund



Taux à 10 ans des obligations gouvernementales



Confiance en Europe (Economic Confidence Index)



Eviter à tout prix une nouvelle récession

La BCE constate, comme d'autres banques centrales, la montée des risques de ralentissement mondial en 2019, alors qu'elle espérait avoir déjà atteint son objectif de relance durable de l'activité économique. Elle s'apprêtait à normaliser à son tour sa politique monétaire, mais elle doit désormais rester attentive et active pour éviter tout dérapage conjoncturel. Les gouvernements aussi ont observé les effets secondaires d'une crise économique sur l'emploi, la confiance, le crédit, le secteur bancaire et la politique au cours des dix dernières années. Il a été difficile d'imaginer les solutions à la dernière crise et si compliqué de les mettre en œuvre qu'il est devenu presque inenvisageable pour les gouvernements en place de risquer une nouvelle crise. Une nouvelle récession aurait des conséquences politiques et économiques qu'aucune banque centrale ne sous-estimerait. Dès lors, nous pensons que la BCE fera également tout ce qui est en son pouvoir pour l'éviter. La normalisation de la politique monétaire prévue en 2019 est déjà remise en question, les taux devraient donc rester bas plus longtemps que prévu et rester inférieurs au taux de croissance. Même les gouvernements seront tentés d'adopter des politiques budgétaires expansionnistes en cas de ralentissement. Pour autant, la chute des rendements des dernières semaines nous semble excessive dans le contexte macro-économique actuel.

Poursuite de la chute des rendements en euro

Le retour en force des tensions entre la Chine et les Etats-Unis en mai a une nouvelle fois précipité les rendements obligataires à la baisse. La chute des taux gouvernementaux à dix ans en euros avait déjà fait disparaître le rendement positif à la fin du mois de mars dans un environnement qui était alors déjà jugé comme compliqué pour l'économie européenne. La baisse des rendements de 0% à -0.26% en mai traduit ainsi un retour de l'anxiété des investisseurs plus fort qu'en 2016, lorsque le point bas des taux longs avait atteint -0.2%.

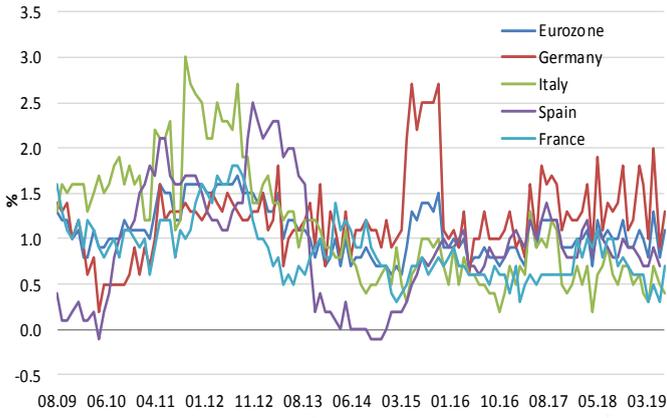
L'inflation a effectivement glissé de son plus haut de +2.2% en octobre 2018 à seulement +1.2% en mai. Comparativement à la situation qui prévalait en 2016 lorsque les taux étaient au plus bas, l'inflation en zone euro était négative (-0.3%) et les craintes de déflation semblaient plus présentes qu'aujourd'hui. Le rendement réel est donc très nettement négatif et atteint -1.26%, pour comparaison il était de -0.1% en 2016. En excluant les composantes alimentation et énergie, l'indice CPI core est de +0.8% en mai.

L'incertitude en zone euro a poussé les rendements à des niveaux extrêmes, même en considérant une absence de risque de modification des taux directeurs de la BCE.

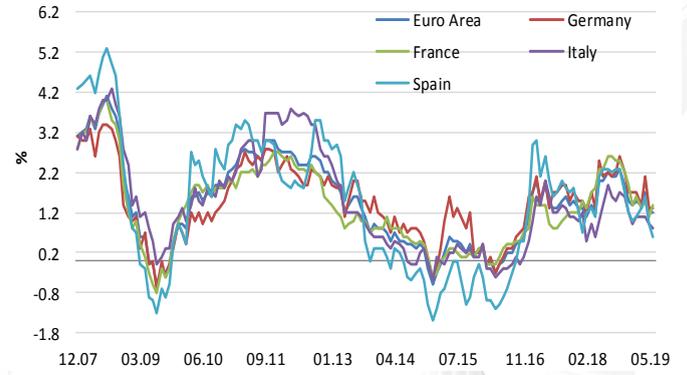
Le contexte macro-économique ne permet pas à la BCE d'adopter un message positif, mais elle ne peut pas non plus tenir de discours pessimiste au risque de devoir clairement annoncer une baisse rapide de ses taux directeurs. Dans cet environnement les marchés financiers poussent les taux longs toujours plus bas et compriment la prime de risque sur les diverses échéances de la courbe des taux. Le différentiel de rendement entre les deux ans et les obligations à dix ans du Bund allemand s'est contracté et ne représente plus que 40 points de base. On assiste ainsi à un aplatissement de la courbe des taux en euro tout à fait exceptionnel avec des rendements absolus et réels négatifs sur toutes les échéances.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

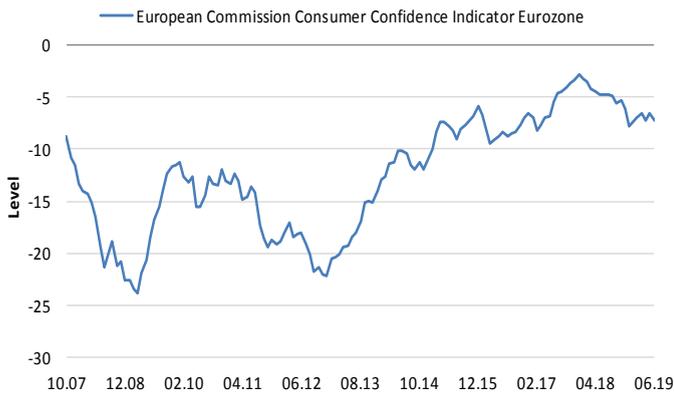
Eurostat CPI - inflation sous-jacente (Eurozone, YoY)



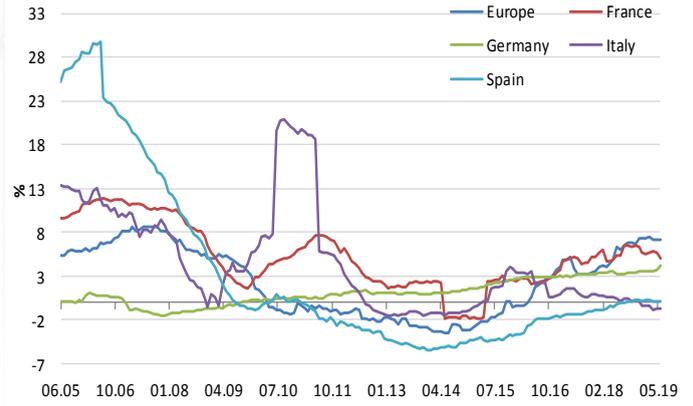
Eurostat CPI - all items (Eurozone, YoY)



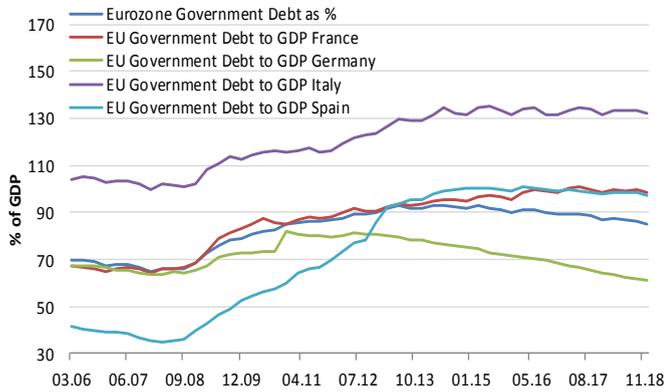
Confiance des consommateurs - Eurozone



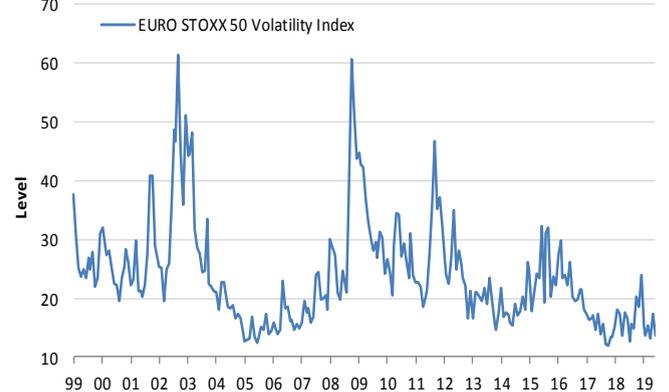
Prêts et crédits aux ménages (Eurozone - YoY)



Endettement des gouvernements



Indicateur de volatilité - Eurozone



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Royaume-Uni

- Qui veut remplacer Theresa May ?
- Effondrement de la production industrielle
- Contraction de l'activité au 2ème trimestre
- La BoE n'a plus de raison d'envisager une hausse des taux directeurs
- Trop de risques sur le marché des capitaux



Qui veut remplacer Theresa May ?

Trois ans après le référendum sur le Brexit, Theresa May arrache de l'UE un ultime délai au mois d'octobre 2019 avant de tirer sa révérence. L'incertitude n'est cependant pas morte avec le départ de celle qui a fini par se résigner, mais il semblerait que la question du Brexit grâce à ce délai de quelques mois, soit passée un peu au second plan. Désormais, la question principale est « qui veut remplacer Theresa May ? ».

Le processus de nomination a débuté avec le vote des députés du parti conservateur qui a sélectionné sept candidats. A la fin du processus, seul deux candidats seront présentés et départagés par les 160'000 membres du parti. On devrait connaître le nom de l'heureux élu avant la fin du mois de juillet. Le favori semble être logiquement Boris Johnson, il dispose déjà d'une avance considérable sur le ministre des Affaires étrangères Jeremy Hunt qui n'a obtenu qu'un tiers des votes reçus par Boris Johnson. Il faudra attendre quelques semaines pour savoir quelle ligne politique sera adoptée entre la vision dure proposée par Boris Johnson, qui s'est toujours déclaré prêt à quitter l'UE avec ou sans accord, et celle plus pragmatique proposée par l'ancien ministre de la santé, qui prône aujourd'hui une renégociation de l'accord de retrait en formant une nouvelle équipe de négociateurs englobant plus de « sensibilités » politiques diverses afin d'éviter à tout prix une sortie le 31 octobre sans accord.

Dégradation des indicateurs avancés en juin

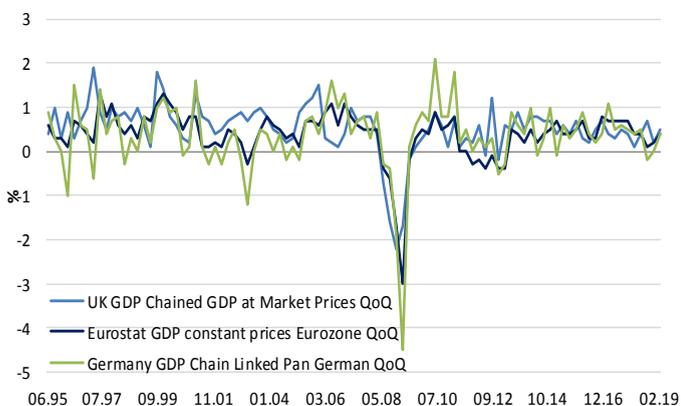
La chute de l'indice PMI manufacturier du mois de juin de 49.4 à 48 a été plutôt brutale. Elle sonne le glas des espoirs de résistance du secteur manufacturier britannique qui avait relativement mieux résisté ces derniers mois à la pression généralement observée dans la plupart des pays industrialisés. Le passage en-dessous du niveau de 50 et du seuil de croissance est donc un signe de plus du ralentissement probablement en cours au second trimestre de l'économie britannique. Con-

trairement à d'autres pays, au Royaume-Uni c'était le segment manufacturier qui semblait se redresser après une année 2018 de déclin assez régulier en rebondissant de 52 à 55.1 en mars, la correction récente replace l'industrie britannique dans la tendance globale. Du côté des services, généralement plus résistants dans d'autres économies au cours des derniers mois, les indicateurs avancés britanniques PMI avaient déjà glissé en-dessous du seuil de croissance en mars (48.9), le rebond des deux derniers mois au niveau de 51 en mai propose des perspectives un peu meilleures. Les mois passent sans que l'économie britannique ne puisse entrevoir une solution à la crise politique qui augmente chaque jour et qui ne fait qu'exacerber l'incertitude des milieux économiques et des consommateurs. Les mouvements des deux indicateurs PMI font plonger le niveau de l'indice composite en dessous de 50 en juin (49.7). Dans le secteur de la construction, les indicateurs avancés ont également été plus faibles, l'indice PMI de la construction s'effondre de 48.6 à 43.1 en juin et passe très nettement en dessous de la limite de 50 et enregistre l'un de ses plus mauvais scores des trois dernières années. Les risques de récession s'accroissent.

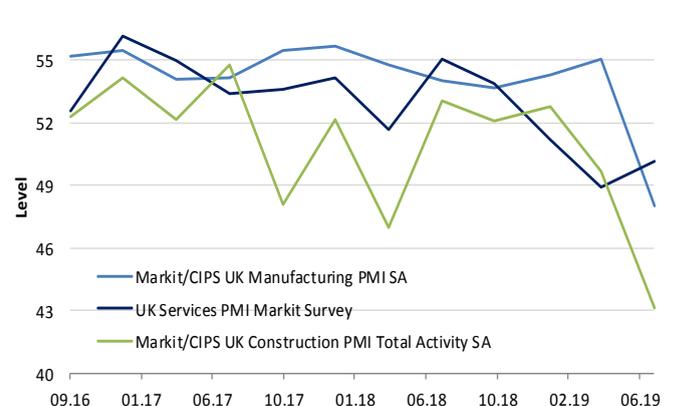
Effondrement de la production industrielle en mai

Le PIB britannique a progressé de +0.5% au 1er trimestre. La croissance avait accéléré après un ralentissement de -0.2% en fin d'année 2018. Les dépenses de consommations privées et publiques, ainsi que la formation brute de capital fixe ont contribué positivement à cette croissance, alors que le commerce extérieur a pesé négativement. Cette dynamique n'est pourtant pas solide et repose essentiellement sur une croissance des inventaires en prévision des risques d'approvisionnement liés au Brexit. Les résultats préliminaires du 2ème trimestre semblent déjà confirmer cette analyse. La production industrielle britannique a chuté de -2.7% en avril. C'est bien plus mauvais que ce qu'attendait le consensus (-1%) en raison de l'effondrement de l'activité des usines (-3.9%) et de la production d'électricité et de gaz (-3.2%).

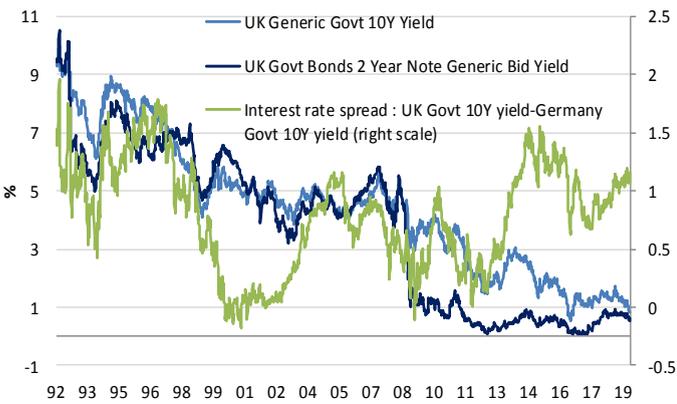
Croissance trimestrielle du PIB - UK



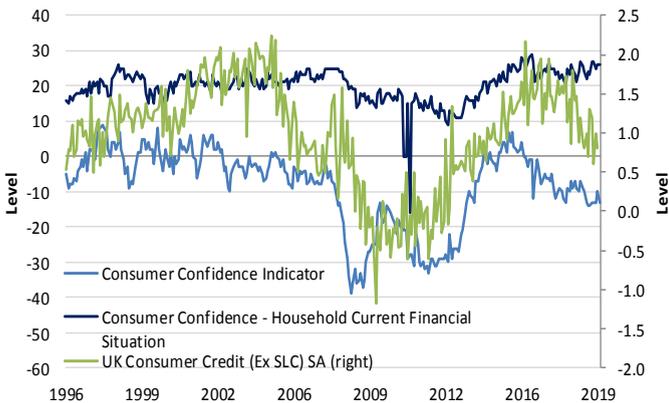
PMI manufacturier, services et construction - UK



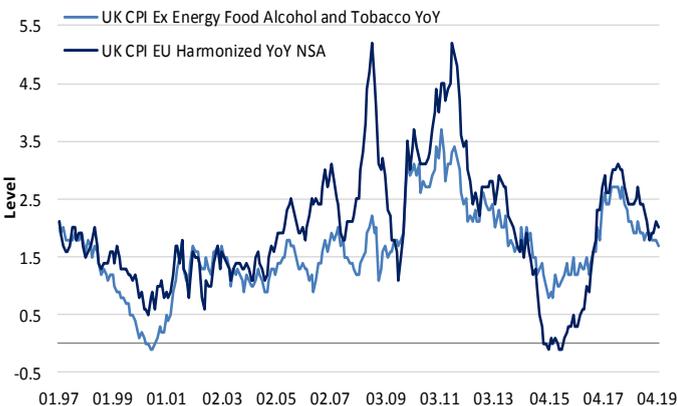
Taux gouvernementaux UK à 2 ans et 10 ans



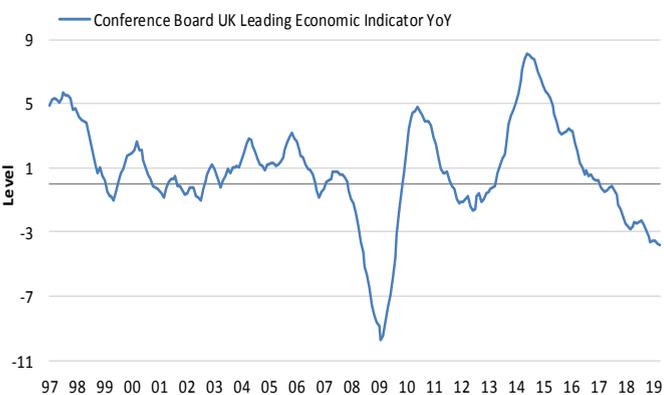
Confiance des consommateurs



Inflation CPI



Indicateur avancé



Il s'agit de la pire contraction de l'activité enregistrée depuis 2012 qui a certainement été impactée par la problématique du report du Brexit mais aussi par la chute de -24% de la production de véhicules en raison de fermetures temporaires d'usines. La production manufacturière a ainsi enregistré sa plus forte contraction depuis dix-sept ans. Ces données mettent en évidence la fragilité de l'économie britannique toujours très affectée par la problématique sans issue prévisible pour l'instant du Brexit. La construction s'est aussi affaiblie de -0.4% en avril et le secteur des services est resté stable.

Contraction de l'activité au 2ème trimestre

Les indicateurs avancés suggéraient une contraction du PIB et les chiffres publiés pour le mois d'avril indiquent clairement un recul de l'activité économique en cours après un relativement bon début d'année. La contraction de -0.4% du PIB sur un mois fait suite à une baisse de -0.1% en mars sous l'impulsion principale de la production industrielle. Le choc de croissance est nettement supérieur aux attentes du consensus (-0.1%) et témoigne d'un plus net impact du Brexit qu'escompté. Les entreprises industrielles avaient constitué des stocks en prévision du Brexit, ce qui avait soutenu le PIB en début d'année, mais le report à octobre de la date butoir a eu un effet inverse au cours des dernières semaines. Sur trois mois à fin avril, le PIB a ralenti mais reste en croissance de +0.3%. Sur un an la croissance du PIB a ralenti de +1.9% en mars à +1.3% en avril. La croissance annualisée sur les trois derniers mois s'est établie à +1.1%. La balance commerciale britannique a vu une réduction du déficit à 12.1 milliards de livres sous l'impulsion d'une chute des importations et des exportations. En volume, les exportations ont chuté de -10.9% en avril pour une baisse de -14.4% des importations. Le contexte actuel ne présume pas un 2ème trimestre très positif, mais les prévisions de croissance pour l'ensemble de l'année restent proches de +1.4%.

Amélioration de la confiance des consommateurs

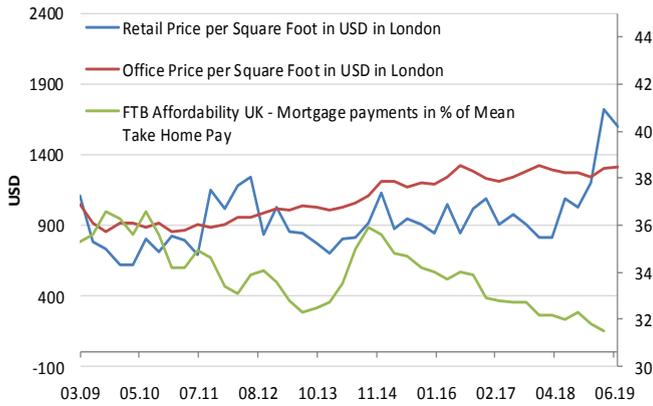
Le consommateur britannique est plus optimiste en mai malgré l'incertitude politique. Les ménages semblent considérer plus favorablement leur situation financière et se disent moins pessimistes en ce qui concerne la situation économique globale du pays. Le consommateur britannique qui était encore présent au 1er trimestre avec une consommation des ménages en hausse de +0.7% reste le principal moteur de la croissance du PIB. 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 désormais inférieur à 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.

La BoE n'a plus de raison d'envisager une hausse des taux directeurs

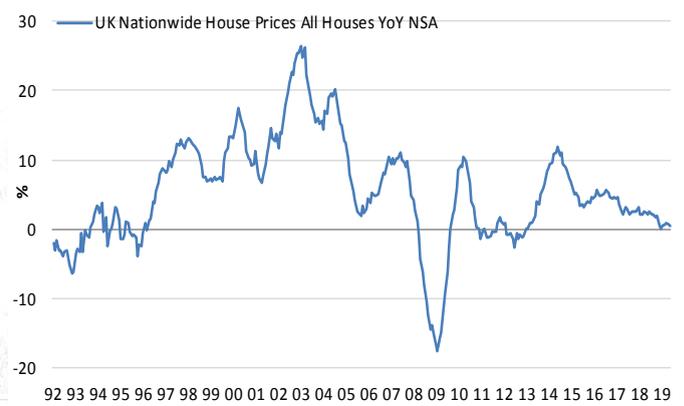
L'évolution récente de l'inflation (+1.8%) qui est repassée en dessous du seuil de 2% donne un peu plus de marge de manœuvre à la Banque centrale britannique, mais elle reste suffisamment vivante pour être un facteur à considérer dans l'appréciation des opportunités et risques pour la conduite de sa politique monétaire. Les prix à la production ont de leur côté enregistré une hausse de +1.1% en avril et +3.8% sur un an. La BoE avait dû remonter ses taux directeurs en 2017 à deux reprises et s'était ensuite abstenue d'agir dans un contexte de stabilisation de la livre sterling, de baisse de l'inflation et de ralentissement conjoncturel. La BoE restera particulièrement attentive aux développements politiques entourant la problématique du Brexit en espérant certainement qu'un « no deal » puisse être évité en octobre, mais sa préoccupation principale est pour l'instant d'éviter une dégradation du ralentissement conjoncturel en cours. Les dernières statistiques suggèrent que le PIB pourrait se contracter de -0.2% au 2ème trimestre, ce qui engagera la BoE à maintenir sa politique monétaire inchangée et son taux de référence à 0.75%. Ces derniers développements auront un impact supérieur à celui du marché de l'emploi. La faiblesse en cours retiendra la BoE d'agir sur les taux comme elle l'envisageait encore il y a quelques mois. Nous estimons toujours, comme il y a quelques mois, que la BoE n'agira certainement pas rapidement et qu'elle laissera en 2019 son taux de référence inchangé à 0.75%.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Prix de l'immobilier au m2



Croissance des prix de l'immobilier



Le marché de l'immobilier se stabilise

Les prix de l'immobilier ont étonnamment progressé de +0.5% en mai dépassant largement les attentes des prévisionnistes d'une stabilisation des prix selon la société Halifax, acteur majeur du secteur des prêts hypothécaires. Sur un an la croissance des prix est de +5.2%. Les données mensuelles ont été quelque peu volatiles en 2019, mais la tendance est clairement toujours haussière après plus d'une décennie de progression des valeurs. Le marché britannique a souffert de l'inquiétude liée au Brexit et continuera sans doute encore d'être affecté par l'incertitude toujours menaçante. Mais le déséquilibre du marché immobilier reste favorable à une poursuite de la tendance actuelle, en particulier si les coûts de financement restent durablement aussi bas qu'ils le sont aujourd'hui et si les conditions du marché du travail restent robustes. Les approbations de crédit hypothécaires rebondissent et repassent la barre des 66'000 dossiers acceptés en avril, proche des plus fortes valeurs enregistrées au cours des dix-huit derniers mois.

Malgré l'incertitude pesante liée au Brexit, le taux de chômage au Royaume-Uni poursuit son déclin en avril et atteint son plus bas niveau des dix dernières années à seulement 3.8%, bien en-dessous du taux élevé atteint en 2011 à 8.5%. La progression des salaires mesurée par l'indicateur relevant la rémunération hebdomadaire globale marque légèrement le pas en avril pour la seconde fois depuis juin 2018 ; la hausse de +3.1% est en effet légèrement inférieure à celle de +3.5% observée en février. Mais le marché de l'emploi est solide comme le suggèrent aussi les créations d'emploi reportées pour le mois d'avril en hausse de 32'000 postes.

Trop de risques sur le marché des capitaux

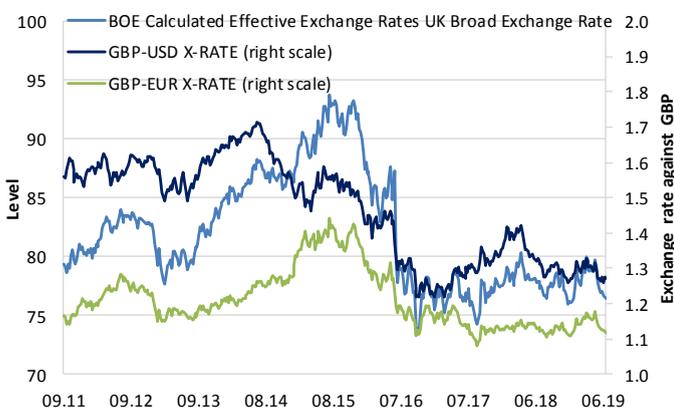
Le report à octobre de la date butoir de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne offre un répit temporaire aux investisseurs qui peuvent écartier pour un temps la menace d'un « no deal » aux effets potentiellement dévastateurs sur la valorisation de la livre, l'inflation et la croissance. La problématique du Brexit passe pour l'instant à nouveau au second plan et s'y trouve reléguée en raison de la perte de dynamique de l'économie britannique au 2ème trimestre. Une entrée possible en récession pendant l'été juste avant la prochaine échéance fatidique est désormais probable. Les taux longs s'étaient stabilisés au-dessus du niveau de 1.2% avant la décision de report du Brexit, ils ont ensuite réagi à l'augmentation des risques de contraction économique en chutant rapidement à 0.8%. Ce niveau particulièrement bas reste pourtant associé à un risque de moins-value en capital soudaine ainsi qu'à un risque de dévalorisation de la devise.

Nous considérons ce contexte comme peu 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 assurément très supérieurs en cas d'une sortie sans accord.

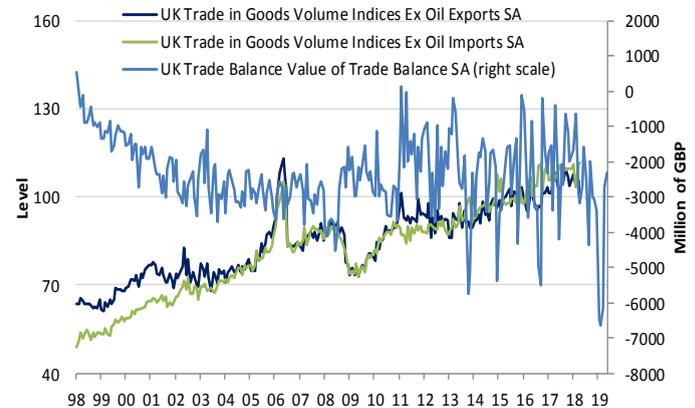
Les risques de récession pèsent sur la livre

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. L'impasse politique reste criante malgré le report de la date butoir au mois d'octobre. Mais la devise britannique souffre maintenant de l'affaiblissement de la conjoncture et des risques croissants de récession. Dans un tel contexte, nous maintenons notre position de prudence adoptée sur la livre. Une nouvelle dépréciation en-dessous du niveau de décembre 2018 de 1.25 contre le dollar nous semble probable.

Taux de change effectifs de la livre sterling



Balance commerciale - Exportations - Importations



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Japon

- Hausse de +0.5% du PIB au 1er trimestre
- Les consommateurs restent inquiets
- Nouvelle chute de la balance commerciale
- La BoJ peut encore soutenir sa politique expansive
- L'affaiblissement du yen reste indispensable

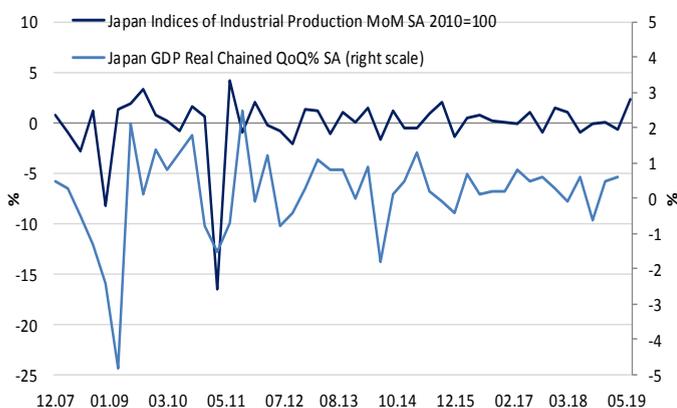
Les bonnes surprises se poursuivent au 1er trimestre avec une hausse de +0.5% du PIB

La croissance de +0.5% du PIB japonais reportée pour le 1er trimestre surpasse les prévisions des économistes et confirme le retournement de tendance qui s'était opéré au 4ème trimestre (+0.5%) après la contraction de -0.6% au trimestre précédent. Les performances économiques trimestrielles du Japon instables tout au long de l'année 2018 semblent donc se stabiliser sur un rythme de progression annuel de +2%. L'expansion de l'économie japonaise s'est ainsi avérée plus forte que prévu pour le deuxième trimestre consécutif, malgré un contexte difficile pour le secteur exportateur nippon. La dynamique économique japonaise est donc en phase avec celles d'autres pays industrialisés qui enregistrent de meilleurs résultats qu'espérés en début d'année. Le différentiel commercial entre les Etats-Unis et la Chine n'a pas eu d'effet additionnel sur la confiance au 1er trimestre, mais l'accroissement récent des tensions et des incertitudes pourrait cependant désormais avoir un impact supérieur. Ce résultat global est une surprise positive bienvenue dans un contexte caractérisé par des prévisions négatives de la plupart des économistes qui prévoient plutôt une stagnation de l'économie du soleil levant, voir une contraction de -0.2%.

Un résultat pourtant plus faible qu'il n'y paraît

Cette performance écarte ainsi le spectre d'un risque immédiat de récession, mais elle ne permet malheureusement pas d'envisager et de construire un argumentaire solide d'un retour durable de la croissance japonaise en raison de faiblesses structurelles persistantes. Les exportations restent en effet toujours très faibles, les investissements en biens d'équipement ne décollent pas et la consommation reste affectée par un sentiment des ménages peu optimiste. Du côté de la consommation des ménages, le sentiment reste en effet morose et la contribution du secteur est logiquement légèrement négative (-0.1%) au 1er trimestre après avoir pourtant été plus dynamique en fin d'année 2018. Le PIB a été soutenu par des dépenses publiques en hausse de +6.2%, mais le secteur privé reste en retrait à l'image du recul de -1.2% des investissements en capital. Les dépenses en biens d'équipement ont progressé de +0.3%, sensiblement moins que la progression précédente de +2.7%.

PIB et production industrielle



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

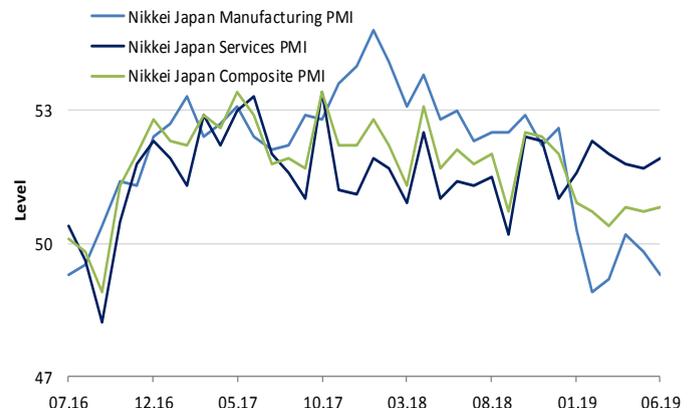


Les investissements (CAPEX) sont toutefois structurellement dans une tendance haussière selon nous. Le Japon ressent la pénurie de main-d'œuvre liée au vieillissement de sa population et doit pallier à cette problématique en poursuivant ses investissements. La plus forte chute des importations (-4.6%) relative à celle des exportations (-2.4%) a en fait contribué favorablement à la croissance du PIB à hauteur de +0.4%, ce qui représente l'essentiel de la progression constatée. La balance des comptes courants publiée pour le mois d'avril montre une situation favorable grâce à un excédent de 1.7 trillions de yen supérieur aux attentes. 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 produire dans les prochains mois. Le facteur monétaire reste en effet l'un des éléments indispensables à une évolution plus positive du PIB. L'économie japonaise devrait pourtant rester en 2019 en zone de croissance et dépasser les prévisions actuelles d'une progression de +0.7% de son produit intérieur brut sur l'ensemble de l'année. Le 2ème trimestre devrait être un peu plus faible avant qu'une relance au second semestre ne puisse voir le jour, notamment lorsque les effets des mesures de soutien prises par les autorités chinoises ne développent des effets positifs sur la conjoncture japonaise.

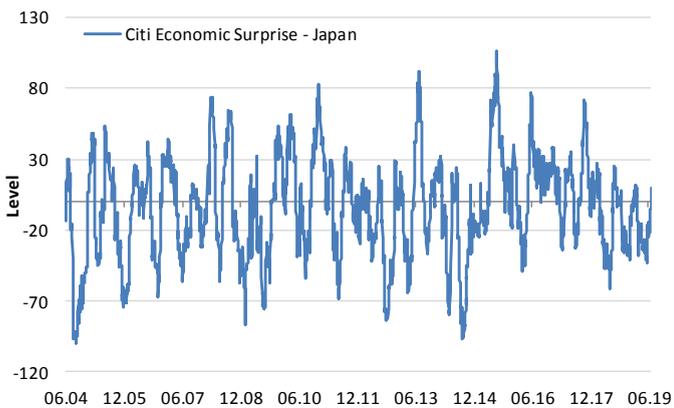
Les consommateurs restent inquiets

Le marché de l'emploi reste particulièrement tendu avec une nouvelle baisse du taux de chômage à 2.4% en avril. La banque centrale espère toujours que la situation du marché du travail débouchera sur des hausses de salaires, une relance de la consommation et une progression de l'inflation, mais cette dynamique peine encore et toujours à se concrétiser. Les dépenses des ménages japonais ont légèrement augmenté en avril sur un an (-1.3%), mais les salaires réels ont encore reculé sur la même période. Les consommateurs japonais restent donc particulièrement prudents. La confiance des consommateurs décline ainsi régulièrement depuis dix-huit mois et enregistre son plus bas niveau depuis 2015. Il en faudra sans doute un peu plus encore pour qu'une tendance plus marquée et durable ne puisse s'installer.

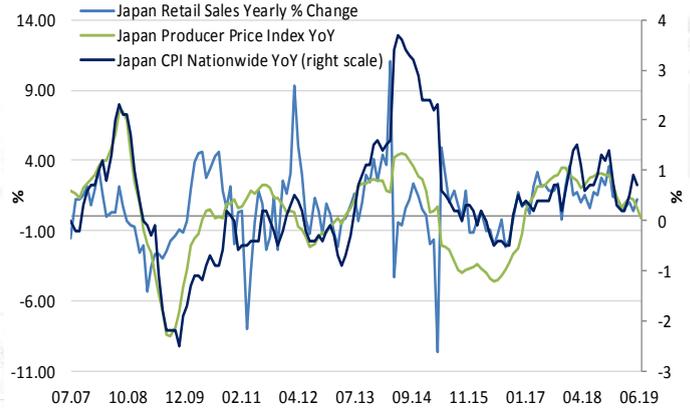
PMI Composite, manufacturier, services - Japon



Indicateur de surprise économique



Inflation (CPI et PPI) et ventes de détail



Amélioration de la conjoncture en mai

La production industrielle a progressé de +0.6% en avril à un rythme plus élevé qu'attendu, mais cette reprise ne fait qu'effacer la contraction identique de mars. La production industrielle est donc stable depuis février. Les ventes de détail ont cependant enregistré un rebond de +4.8% en mai après une hausse déjà appréciable de +2.5% en avril. Le secteur profite d'une embellie après un tassement net en mars. Les commandes de machines ont aussi été plus fortes que prévu en avril. La hausse de +5.2% peut être considérée comme une indication d'une poursuite de la progression des dépenses d'investissement malgré les tensions commerciales.

Nouvelle chute de la balance commerciale

Les exportations japonaises ont encore chuté de -2.4% sur un an en avril confirmant ainsi la tendance déjà en cours pour le cinquième mois consécutif. Les effets de la guerre commerciale et le ralentissement dans le cycle technologique international ont encore pesé sur l'économie japonaise. Les exportations vers la Chine se sont plus nettement contractées (-6.3%) avec une chute de -41% des exportations d'équipement pour semiconducteurs. La situation est radicalement différente avec les États-Unis qui ont encore importé +9.6% de produits japonais sur la période. Le surplus commercial du Japon avec les États-Unis s'est ainsi accru de +18% sur un an, ce qui renforcera certainement la volonté du président américain de poursuivre sa politique de rééquilibrage des échanges entre les deux pays. Il est probable que cette situation freine les dépenses d'investissements japonaises à court terme. Globalement la balance commerciale s'est réduite à 60.4 milliards de yen, un résultat très inférieur à celui attendu, essentiellement en raison de la forte progression des importations en avril (+6.4%). La décision de Donald Trump de suspendre l'introduction de taxes de 25% sur les véhicules importés du Japon est temporairement un facteur positif.

La BoJ peut encore soutenir sa politique expansive

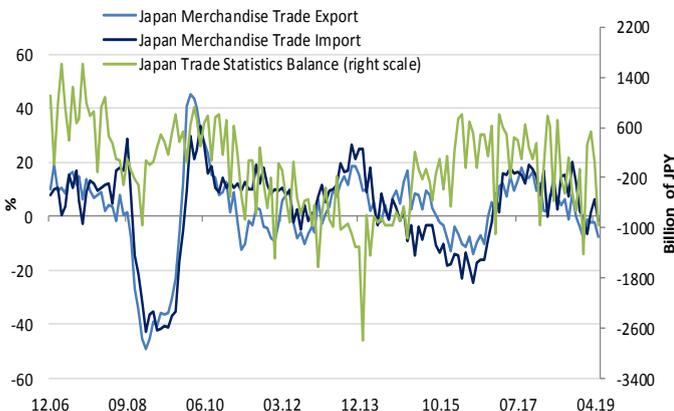
La Banque Centrale du Japon devrait maintenir sa politique monétaire inchangée lors de sa prochaine réunion du 20 juin. La situation économique du Japon peut être considérée comme positive au regard de

certains indicateurs comme le taux de chômage, la croissance du PIB ou le rebond de la production industrielle, mais elle reste en fait fragile en raison d'une demande intérieure faible et d'une demande externe toujours affectée par les risques de guerre commerciale. Le gouverneur de la Banque Centrale ne semble pourtant pas inquiet, notamment en ce qui concerne l'évolution de la demande externe. Il considère que l'économie mondiale devrait se redresser au cours du second semestre 2019 malgré les tensions commerciales actuelles. En matière de politique monétaire, s'il n'y aura sans doute pas de changement en juin, il faut considérer comme de plus en plus probable une nouvelle action en septembre de réduction des taux directeurs de -0.1% aujourd'hui à -0.3% pour maintenir une pression sur le yen. La BoJ fait toujours face à une situation compliquée sur le front de l'inflation, mais elle s'est tout de même un peu améliorée depuis quelques mois. Après avoir plongé de 1.4% à 0.2%, l'indice CPI est remonté à 0.9% à la fin avril. L'inflation a donc légèrement accéléré, mais on est cependant encore loin de l'objectif de 2% fixé par la BoJ, qui reste prioritaire, mais le contexte actuel risque bien de freiner le développement espéré des indices de prix au Japon. Le gouverneur de la banque centrale s'était d'ailleurs exprimé sur ce point pour évoquer la difficulté des banques centrales de piloter le taux d'inflation dans un environnement globalisé et caractérisé par l'innovation technologique. Plus de flexibilité dans la définition des objectifs d'inflation de la BoJ semble donc à l'ordre du jour, notamment pour maintenir ou restaurer la crédibilité de l'institution.

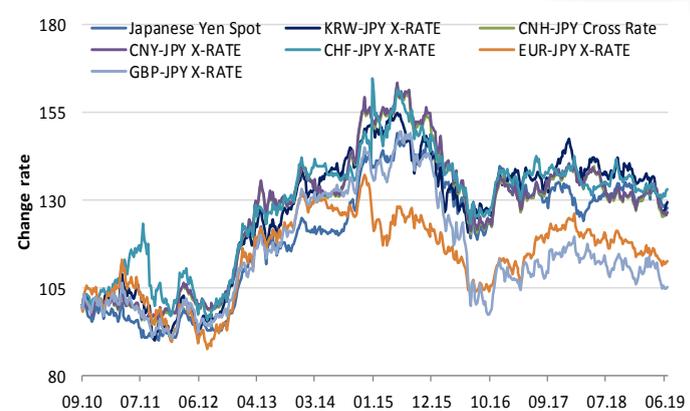
L'affaiblissement du yen reste indispensable

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. Le différentiel de taux d'intérêt s'est temporairement réduit au cours des dernières semaines, mais il devrait se reconstituer et toujours favoriser une dépréciation du yen contre le dollar. La relative stabilité de la devise nippone depuis le début de l'année entre 108 et 112 yen pour un dollar est donc selon nous temporaire. Le yen devrait s'affaiblir et retrouver le niveau de 115 contre le dollar US pour 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

- La croissance économique faiblit mais reste solide
- Que peut encore faire la PBoC ?
- Où en sont les négociations commerciales depuis le G20 ?
- Pas encore de réelle reprise des indicateurs avancés

La croissance économique faiblit mais reste solide

L'économie chinoise a enregistré une croissance de +6.2% de son PIB au 2ème trimestre, soit légèrement moins qu'au 1er trimestre 2019 (+6.4%). Cet affaiblissement suggère que les tensions entre Washington et Pékin affectent la marche des affaires même si l'impact semble faible. Au cours des trois derniers mois, les indicateurs ont tout de même laissé entrevoir une stabilisation de ces effets. La production manufacturière et les ventes de détails en particulier (+9.8%) ont été meilleures qu'attendues. La stabilisation attendue de l'économie chinoise sur un rythme de croissance toujours supérieur à +6% devrait être obtenue grâce à la résistance de la consommation et au secteur immobilier. Les investissements ont aussi enregistré des résultats indiquant que les mesures de stimulation décidées par le gouvernement sont en train de développer leurs effets. Les investissements privés ont été plus dynamiques que les investissements publics, soulignant le succès de la politique menée qui consiste à diriger les liquidités vers le secteur privé. Le secteur immobilier se reprend (les investissements sont en hausse de +10.9% en juin) mais les autorités devraient rester très attentives à contrôler l'évolution des prix.

Que peut encore faire la PBoC ?

Le programme de soutien fiscal de deux trillions de yuan du gouvernement semble maintenant influencer positivement l'économie chinoise. Il ne sera peut-être pas suffisant pour soutenir une croissance de +6.2% au cours des prochains trimestres. Les autorités chinoises devraient cependant encore procéder à un assouplissement de la politique fiscale et de la politique monétaire. La PBoC devrait ainsi accroître son action en réduisant notamment le ratio de réserves requises (RRR) pour les banques dans la perspective d'un regain de tension toujours possible sur la question commerciale et en cas d'introduction de nouvelles taxes par les autorités américaines malgré les engagements pris par le



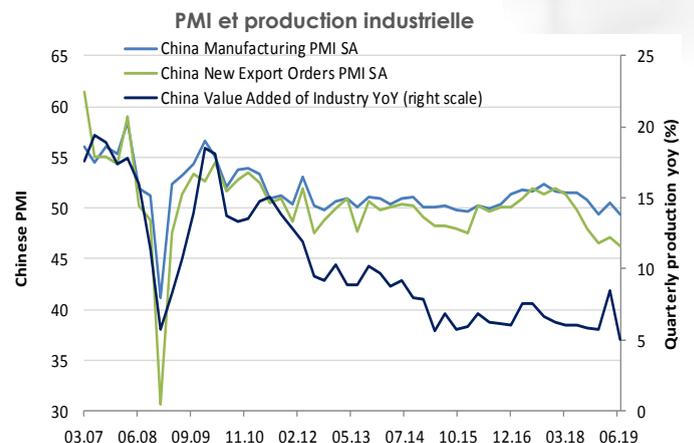
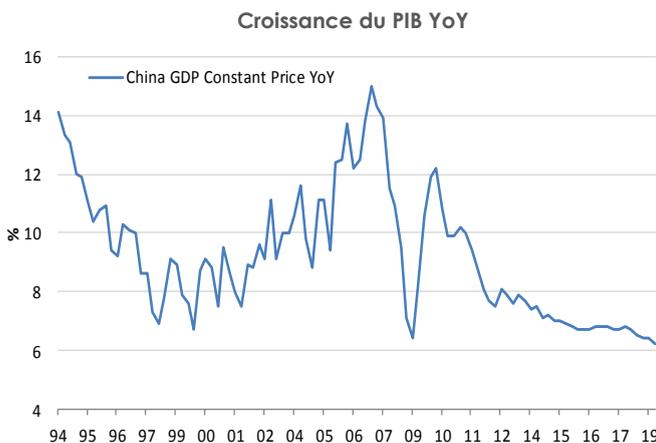
président américain. Pour l'instant, la reprise des négociations a permis d'éviter de nouvelles taxes, mais cette menace subsiste en cas d'échec des discussions.

Stagnation inquiétante des prix à la production

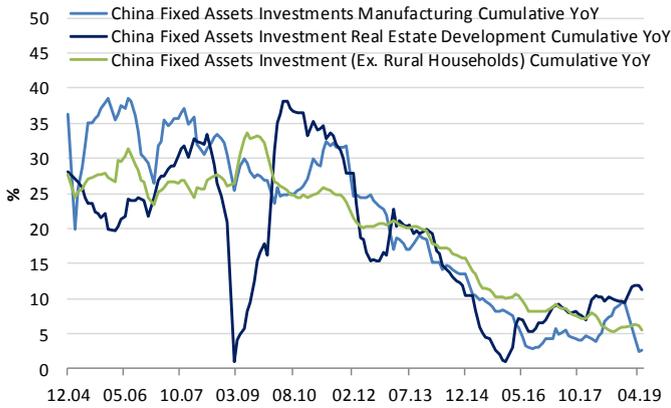
Les prix à la production sont restés stables en juin sur un an, mais enregistrent une chute de -0.3% sur un mois. La tendance à la baisse surprend les observateurs et suggère que ce résultat, le plus mauvais depuis trois ans, reflète une demande internationale plus faible. Du côté des indices de prix à la consommation, la situation est relativement stable, les prix ont progressé sans surprise de +2.7% en juin sur un an. L'inflation de base n'a progressé que de +1.6%. Ces données suggèrent aussi une augmentation des risques de déflation dans le secteur manufacturier avec les effets possibles sur les marges des entreprises. La PBoC devrait regarder l'évolution de ce paramètre avec attention car il devrait avoir aussi une influence sur les prix des exportations et sur les résultats du PIB. La banque centrale devrait donc agir sur le RRR mais rester prudente sur une nouvelle intervention sur les taux d'intérêt.

Pas encore de réelle reprise des indicateurs avancés

La production industrielle a enregistré une progression meilleure qu'attendue en juin (+6.3%), mais les indicateurs avancés restent mitigés. L'indice PMI composite (50.6) glisse et s'approche de la limite de la zone de croissance (50), poussé par le déclin de ses deux composantes, les indices manufacturiers et des services. Le PMI manufacturier est en zone de contraction (49.4) tandis que celui des services reste relativement positif mais glisse de 52.7 à 52.



Investissement immobilier, infrastructures et industrie (YoY)



Exportations - Importations (YoY)



Nouvelle hausse de l'excédent commercial

La balance commerciale chinoise a vu son excédent augmenter de 41.65 milliards de dollars en mai à 50.98 milliards de dollars en juin dans le contexte tendu du 2ème trimestre. La contraction des exportations (-1.3% en juin) se poursuit sans surprise dans le contexte connu, mais le déclin perd en intensité, tandis que les importations chutent plus nettement de -7.3%. Les exportations vers les Etats-Unis ont tout de même fléchi, la demande externe est globalement plus faible, mais l'ajustement sur les importations est encore plus massif. Les importations en provenance des Etats-Unis ont en effet chuté de -31.4% sur un an ce qui a en fait élargi l'excédent commercial avec le pays. Les importations de soja ont en particulier plongé de -37%, comme celles des matières premières. Dans ce contexte, les exportations chinoises se dirigent toutefois un peu moins vers les Etats-Unis (-7.8%) que vers d'autres pays et en particulier vers l'Asie, en hausse de +12.9% sur un an.

Où en sont les négociations commerciales depuis le G20 ?

Lors du dernier G20 d'Osaka, les présidents américain et chinois s'étaient entendus sur le minimum, à savoir la reprise des négociations et la suspension des menaces d'introduction de nouvelles taxes d'importation pouvant toucher 300 milliards d'exportations chinoises vers les Etats-Unis. Depuis lors, les Etats-Unis avaient annoncé l'exemption de 110 produits chinois des taxes de 25% imposées suite aux plaintes formulées par des entreprises américaines concernant notamment des équipements médicaux. La Chine de son côté a également mis en place un mécanisme permettant de répondre à des demandes d'entreprises le cas échéant. Les autorités chinoises ont exhorté les Etats-Unis de cesser de pénaliser les entreprises chinoises, notamment Huawei, toujours sur la liste noire des Etats-Unis. Les négociations de-

vraient reprendre sur d'autres bases pour envisager un succès, comme le relève les négociateurs chinois, en relevant qu'elles devraient reprendre sur la base de l'égalité et du respect mutuel. Les espoirs sont à nouveau permis, mais les représentants américains ainsi que leurs homologues chinois doivent encore imaginer les solutions pour sortir de l'impasse de leur conflit commercial.

Pour l'instant, il n'y a toujours pas d'élément concret à évoquer permettant de se rassurer sur l'avenir proche de ces négociations hormis la bonne volonté, qui semble à nouveau affichée de part et d'autre, d'arriver à un compromis.

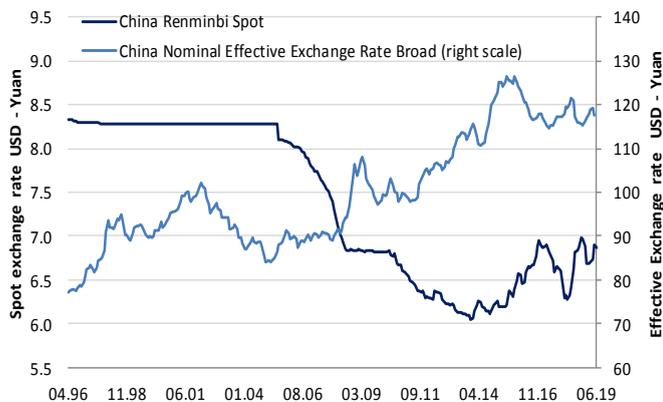
Appréciation du yuan en cas d'accord commercial

Légère progression des réserves de devises étrangères en hausse de 3.1 à 3.12 trillion de dollars sur la base d'un dollar plus faible et de valorisations plus élevées des actifs internationaux.

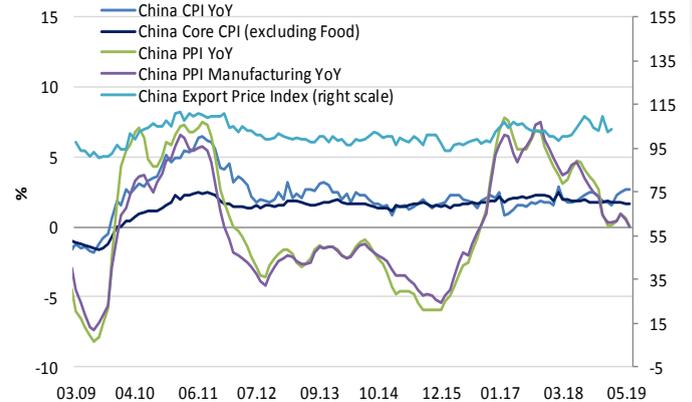
La détente dans les relations entre Chine et Etats-Unis a permis au yuan de s'apprécier quelque peu après avoir souffert du regain de tensions en mai. Globalement, la devise chinoise se stabilise depuis douze mois dans une bande de fluctuation comprise entre 6.7 et 7 yuan pour un dollar. Les espoirs d'un accord au 1er trimestre avaient provoqué une appréciation de la devise chinoise avant que l'interruption des discussions ne produise l'effet opposé. L'apaisement qui a été souhaité lors du G20 a une nouvelle fois permis au yuan de retrouver la valeur centrale de cette zone de fluctuation à court terme en revenant au cours moyen de 6.85.

A moyen terme, une solution commerciale devrait permettre au yuan de s'apprécier de 5 à 10% contre le dollar.

Taux de change effectif et USD/Yuan



Inflation CPI - Core CPI



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Émirats Arabes Unis

- Perspectives économiques
- Les EAU assouplissent les règles sur la propriété étrangère
- Le ton accommodant de la Fed sur les taux d'intérêt constitue un développement positif pour l'économie des EAU
- L'activité économique à Dubaï se reprend au 1er semestre 2019

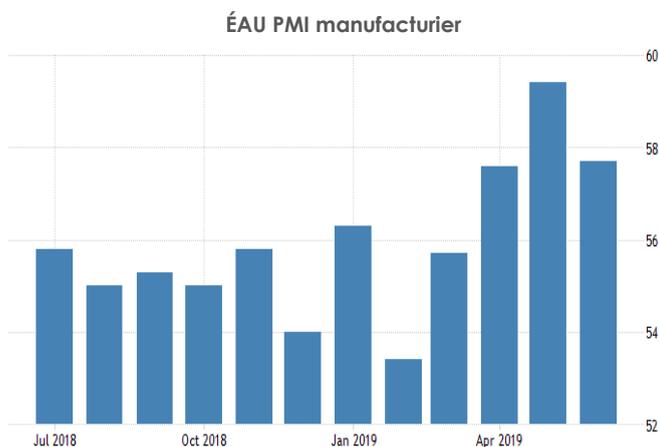


Perspectives économiques

La croissance semble s'être modérée mais est restée robuste au deuxième trimestre, la réduction de la production de l'OPEP + en vigueur depuis janvier ayant freiné la croissance du secteur pétrolier. Selon les dernières estimations du FMI, la croissance du PIB réel des EAU devrait atteindre 2.8% en 2019. Auparavant, le FMI s'attendait à ce que la croissance économique des EAU atteigne 3.6%.

L'année prochaine, selon le FMI, les Émirats Arabes Unis pourraient voir leur croissance économique augmenter à 3.3% en raison de la croissance prévue de 4% de l'économie non-pétrolière. Le FMI a également déclaré que les dépenses liées à l'Exposition Universelle de 2020 à Dubaï et à la relance budgétaire d'Abou Dhabi devraient toutes deux soutenir la croissance à court terme dans les EAU.

L'indice PMI manufacturier est tombé à 57.7 en juin 2019, alors qu'il était à 59.4 le mois précédent au plus haut depuis quatre ans et demi. La production et les nouvelles commandes ont continué de croître, grâce à la poursuite de la réduction des prix. Dans l'intervalle, les niveaux d'emploi sont restés globalement inchangés, les entreprises restant concentrées sur la maîtrise des coûts, les arriérés de travail s'accumulant en raison des retards accusés dans le traitement des paiements des clients. Dans l'intervalle, l'activité d'achat a augmenté à un rythme record pour le deuxième mois consécutif. Les prix d'entrée n'ont que faiblement augmenté, dans un contexte de légère hausse des coûts d'achat et de stabilisation des salaires. En ce qui concerne l'avenir, le moral des investisseurs a diminué par rapport au record atteint en avril, mais il reste très optimiste, en raison des prévisions de croissance des nouvelles commandes et du prochain « Expo 2020 » l'année prochaine.



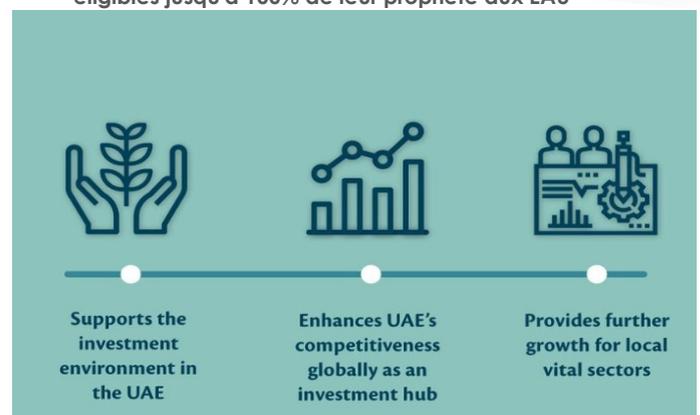
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group/ Trading Economics, ENBD

Les EAU assouplissent les règles sur la propriété étrangère à 100% pour relancer l'économie

Le Cabinet des Émirats Arabes Unis a approuvé les secteurs et les activités économiques pouvant prétendre à une participation étrangère à hauteur de 100%, dans le but de stimuler l'investissement étranger direct dans le pays. C'est une demande de longue date de la part du milieu des affaires car il estime qu'en investissant 100% de capitaux et en dirigeant l'entreprise dans son ensemble il serait logique qu'il en détienne le contrôle sans toujours respecter la règle de la propriété à 49:51 en faveur du partenaire local. En effet, auparavant, les investisseurs étrangers ne pouvaient détenir que 49% de la société enregistrée en dehors des zones franches aux Émirats arabes unis, à moins que celle-ci ne se trouve dans une zone de libre-échange désignée et n'ait à s'associer à un investisseur émirati qui détiendrait les 51% restants.

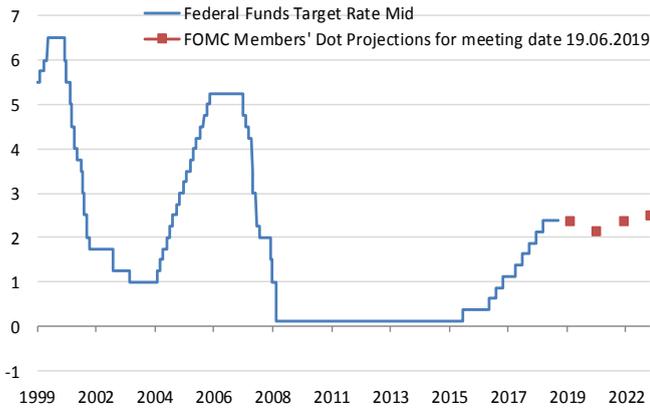
Au total, 122 activités économiques dans 13 secteurs seront désormais éligibles pour être détenues à 100% par des investisseurs étrangers, y compris les énergies renouvelables, l'espace, l'agriculture et l'industrie manufacturière. L'agence de presse émirati a annoncé que la décision avait été prise afin de permettre aux expatriés et aux investisseurs internationaux d'acquérir des participations majoritaires dans diverses activités économiques, notamment les centrales hybrides, les technologies vertes et les panneaux solaires. Les domaines accessibles à la propriété étrangère comprennent également le transport et le stockage, ce qui permet aux investisseurs d'investir directement dans les domaines du commerce électronique, de la chaîne d'approvisionnement, de la logistique, du transport et des produits pharmaceutiques. La décision du Cabinet inclut également les services d'hôtellerie et de restauration, les services d'information et de communication ainsi que les activités professionnelles, scientifiques et techniques, de la santé, du divertissement et de la construction.

Décisions du Cabinet émirien: approuver des secteurs éligibles jusqu'à 100% de leur propriété aux EAU

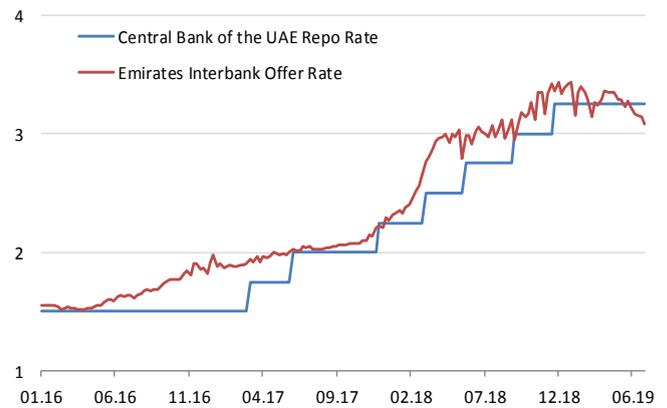


Source: UAE Government Communication Office

Taux cible des fonds fédéraux- perspectives du FOMC



EIBOR Rates - Banque centrale des EAU



Cependant, ces mesures importantes et bienvenues ont des limites, car le gouvernement fédéral a donné à chaque émirat la capacité de déterminer le pourcentage de propriété des investisseurs étrangers dans ces activités. En outre, dans certains émirats, certaines activités peuvent toujours nécessiter un actionnaire émirati, même dans le cadre de l'augmentation actualisée du seuil de propriété étrangère par le gouvernement fédéral. Cela étant dit, la décision récente du Cabinet contribuera sans doute à renforcer l'avantage concurrentiel des EAU au niveau mondial. Les Emirats arabes unis ont en effet continué à progresser dans le classement « Facilité de faire des affaires » de la Banque mondiale et se placent au 11e rang des 190 économies.

Le ton accommodant de la Fed sur les taux d'intérêt est un développement positif pour l'économie des EAU

La décision de la Réserve fédérale américaine de maintenir les taux d'intérêt stables et d'abandonner toute hausse prévue cette année semble mettre fin à la campagne de trois ans de l'institution visant à normaliser la politique monétaire de la plus grande économie du monde. La banque centrale américaine a en effet maintenu son taux de référence dans une fourchette de 2.25% à 2.5% et révisé à la baisse ses prévisions d'inflation globale et de croissance économique aux États-Unis cette année, alors que le cycle économique mondial continue de montrer des signes de faiblesse.

Le dirham des Emirats arabes unis est ancré au billet vert et la décision récente de la Fed de maintenir son taux de référence stable ou même de le baisser constitue un développement positif pour son économie. En effet, le taux directeur constitue la référence pour la plupart des dettes à la consommation à taux variable, le plus important pour les EAU étant peut-être les taux hypothécaires. Le scénario actuel suggère que les consommateurs émiratis qui ont contracté un emprunt hypothécaire ou qui sont prêts à contracter un nouvel emprunt hypothécaire pourraient ne plus s'inquiéter de nouvelles hausses des taux d'intérêt cette année, grâce à l'approche plus accommodante de la Fed. À l'avenir, on peut s'attendre à voir les ménages devenir plus confiants quant à la possibilité de contracter des emprunts à taux variable pour acheter leur première propriété ou pour contracter des emprunts à la consommation, donnant ainsi un coup de fouet à l'économie du pays.

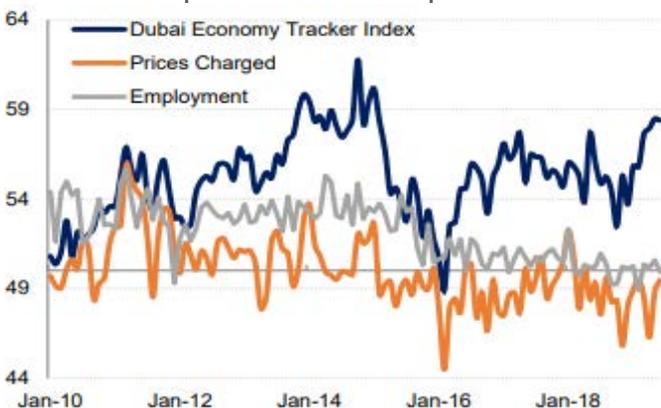
En outre, le ton conciliant actuel en ce qui concerne les taux directeurs de la Réserve Fédérale américaine et son impact direct sur les coûts d'emprunt dans les Émirats arabes unis signifie également que les petites et moyennes entreprises, pour lesquelles les coûts d'emprunt représentent une dépense importante, peuvent bénéficier de conditions d'emprunt et de coûts plus avantageux que prévu et ainsi contribuer à la relance du marché de l'emploi des EAU.

Un scénario plus favorable suggère même la possibilité d'une réduction du taux avant la fin de 2019. Cela pourrait entraîner un ajustement correspondant du taux interbancaire émirati (EIBOR). Toute baisse du taux EIBOR en vigueur serait évidemment bien accueillie par les consommateurs et les ménages émiratis. Cela pourrait également entraîner une baisse des taux hypothécaires, ce qui stimulerait directement la demande immobilière en facilitant l'accès à la propriété pour une majorité des expatriés aux Émirats arabes unis.

L'activité économique à Dubaï se reprend au 1er semestre 2019

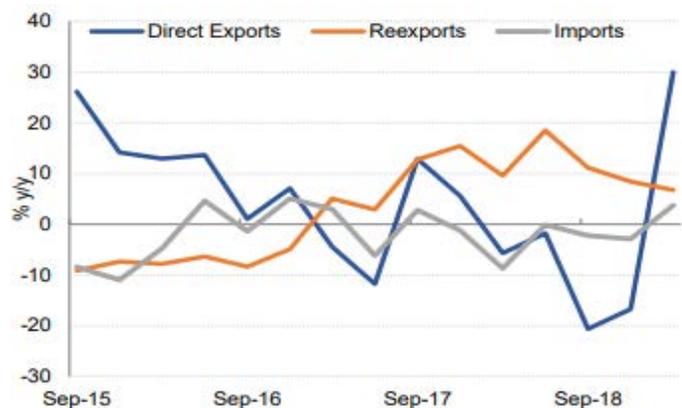
L'enquête d'opinion « Dubai Economy Tracker » indique une accélération de la croissance économique à Dubaï au premier semestre 2019, l'indice moyen du Dubai Economic Tracker atteignant 57.3 contre 55.8 au premier semestre 2018. Les entreprises interrogées ont déclaré une croissance plus rapide de leur production, mais n'ont signalé que peu ou pas de changement dans l'emploi au cours du premier semestre de l'année. Les réductions de prix pratiquées à Dubaï ont également été plus prononcées qu'à la même période de l'année dernière, ce qui indique une nouvelle contraction des marges bénéficiaires dans le secteur privé. Les dernières données disponibles sur le commerce extérieur non pétrolier du premier trimestre 2019 fournissent une preuve supplémentaire de la reprise de l'activité économique à Dubaï cette année. Les exportations directes de l'Émirat ont augmenté au rythme le plus rapide depuis au moins quatre ans, tandis que les importations ont augmenté en glissement annuel pour la première fois depuis le troisième trimestre 2017. Les réexportations ont quant à elles augmenté de 6.7% d'une année à l'autre au premier trimestre de 2019, soit le taux de croissance le plus faible depuis le deuxième trimestre 2017, ce qui pourrait en partie s'expliquer par la contraction des volumes du commerce mondial et par les tensions liées à la guerre commerciale que se livrent les États-Unis et la Chine. -dessus de cette valeur.

Enquête de suivi économique de Dubaï



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group/HIS Markit, ENBD Research

Dubaï - Commerce extérieur en valeur



SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

Marchés émergents

- La guerre commerciale pèse sur les économies émergentes
- Des politiques monétaires plus accommodantes devraient profiter aux marchés émergents
- Les actions émergentes stagnent au 2ème trimestre (+0.69%)



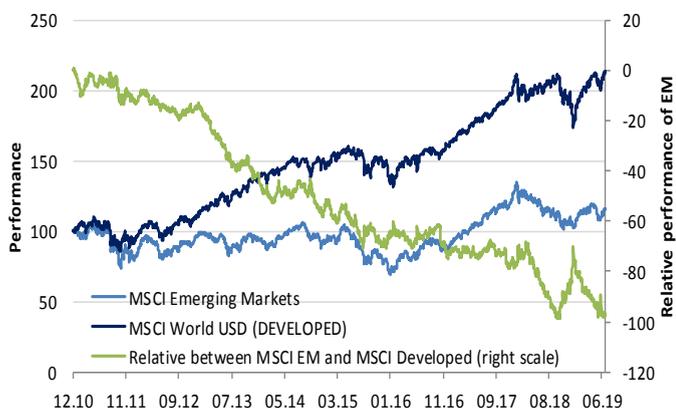
Situation économique par pays

Brésil – Les perspectives de croissance mondiale se sont sensiblement améliorées, en raison notamment de l'évolution des perspectives de politique monétaire dans les principales économies. Néanmoins, les risques liés au ralentissement de la croissance mondiale restent présents, et pourraient peser sur l'évolution future de l'économie brésilienne. Les anticipations d'inflation pour 2019, 2020 et 2021 recueillies par l'enquête Focus sont respectivement d'environ 3.8%, 4.0% et 3.75%. Compte tenu du scénario de référence, de la balance des risques et du large éventail d'informations disponibles, le Comité de politique monétaire a décidé, à l'unanimité, de maintenir son taux directeur à 6.50% par année. Le Comité estime que cette décision est consistante avec la convergence de l'inflation vers son objectif et que les conditions économiques actuelles imposent la conduite d'une politique monétaire stimulante. Le Copom souligne que l'évolution du programme des réformes et les ajustements nécessaires de l'économie brésilienne sont essentiels pour la réduction de son taux d'intérêt structurel et pour une reprise économique durable. Le Comité estime que des progrès concrets dans ce programme sont fondamentaux pour consolider le scénario prévisionnel de l'inflation. Le Copom souligne que les prochaines étapes de la conduite de la politique monétaire continueront de dépendre de l'évolution de l'activité économique, de la balance des risques ainsi que des prévisions d'inflation.

Russie – Le ralentissement annuel de l'inflation se poursuit. Le taux de croissance annuel des prix à la consommation a diminué en mai pour s'établir à 5.1% (contre 5.2% en avril) et devrait atteindre 5% environ en juin. La baisse de la demande des consommateurs limite notamment l'inflation. Des facteurs désinflationnistes temporaires ont également contribué au ralentissement de la croissance des prix à la consommation, notamment l'appréciation du rouble depuis le début de l'année ainsi que la chute observée des prix des carburants en mai. Dans ces circonstances, en ligne avec la politique monétaire suivie, la Banque de Russie a abaissé sa prévision d'inflation annuelle pour la fin de l'année 2019 d'une fourchette de 4.7-5.2% à 4.2-4.7%. Selon les prévisions de la Banque de Russie, qui prennent notamment en compte l'achèvement de la répercussion de la hausse de la TVA sur les prix, l'inflation annuelle devrait évoluer autour de 4% au cours des années à venir. Les

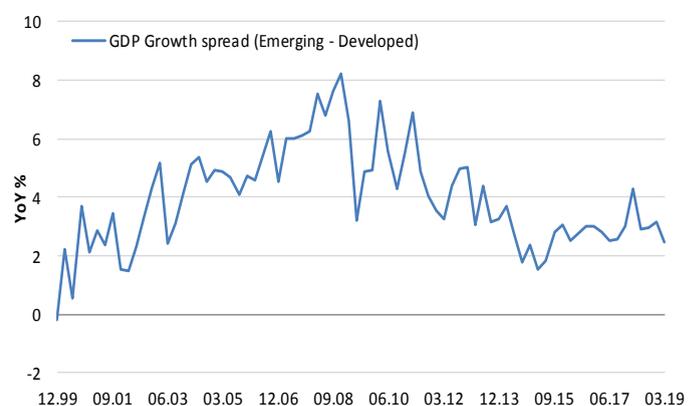
risques inflationnistes à court terme ont diminué par rapport à il y a trois mois. En effet, les effets de la hausse de la TVA se sont pleinement matérialisés, alors que la révision des trajectoires des taux d'intérêt par la Fed et d'autres banques centrales d'économies avancées au premier semestre 2019 réduit les risques de sorties de capitaux persistantes des marchés émergents. En revanche, le risque de ralentissement de la croissance économique mondiale persiste, notamment en raison du resserrement accru des restrictions au commerce international. Des facteurs géopolitiques pourraient entraîner une volatilité accrue des marchés des matières premières et financiers, affectant les prévisions de taux de change et d'inflation. La Banque de Russie laisse ses estimations des risques liés aux mouvements des salaires, aux prix des différents produits alimentaires et aux éventuels changements de comportement des consommateurs, pratiquement inchangées, estimant que ces risques restent modérés. La croissance économique du premier semestre de 2019 est inférieure aux attentes de la Banque de Russie. De janvier à avril, le taux de croissance annuel de la production industrielle est resté proche des chiffres du quatrième trimestre 2018, tandis que les taux de croissance des exportations ont diminué en raison de l'affaiblissement de la demande extérieure. Le taux de croissance des ventes de détail a quant à lui ralenti depuis le mois de février en raison notamment d'une progression modérée du revenu des ménages. Finalement, la demande des consommateurs ainsi que les conditions du marché du travail ne créent aucune pression inflationniste. La Banque de Russie a donc abaissé ses prévisions de croissance du PIB pour 2019 de 1.2-1.7% à 1.0-1.5%. Les années suivantes pourraient voir des taux de croissance économique plus élevés au fur et à mesure de la mise en œuvre de projets nationaux. Si la situation évolue conformément aux prévisions de base, la Banque de Russie admet la possibilité d'une nouvelle réduction du taux directeur lors des prochaines réunions du conseil d'administration et d'une transition vers une politique monétaire neutre jusqu'à la mi-2020. Dans son processus décisionnel en matière de taux directeurs, la Banque de Russie tiendra compte, en particulier, de la trajectoire de l'inflation par rapport à son objectif, des évolutions économiques au cours de la période de prévision, des risques liés aux conditions domestiques et extérieures ainsi qu'à la réaction des marchés financiers. Le 14 juin 2019, le conseil d'administration de la Banque de Russie a décidé de réduire le taux directeur de 25 points de base à 7.50% par an.

Performance marchés émergents et développés



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

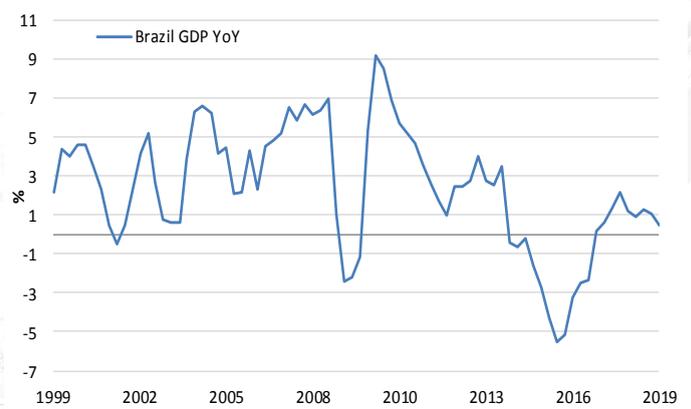
Écart de taux de croissance



PIB Russie (YoY)



PIB Brésil (YoY)

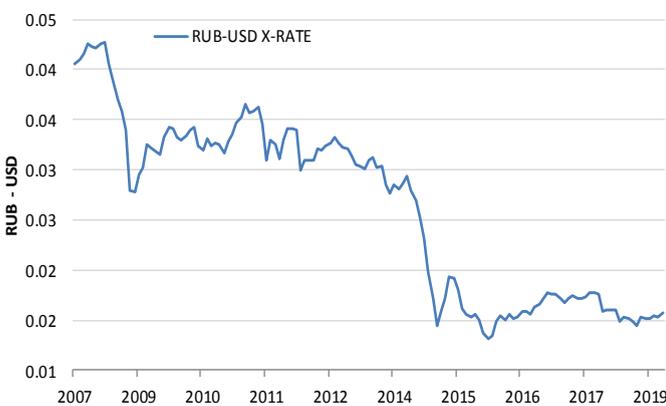


Inde – La reprise estivale des prix des légumes a été plus forte que prévu, bien que cela puisse s'accompagner d'un renversement d'autant plus important en automne et en hiver. Des informations plus récentes suggèrent également une augmentation généralisée des prix de plusieurs produits alimentaires, favorisant la hausse de l'inflation alimentaire à court terme. En revanche, l'affaiblissement important des conditions de la demande domestique et extérieure semble avoir entraîné une forte baisse généralisée de l'inflation de 60 points de base en avril, hors produits alimentaires et carburant, poussant vers le bas la trajectoire de l'inflation pour le reste de l'année. Compte tenu de ces facteurs, de l'impact des récentes réductions des taux directeurs et des anticipations d'une mousson normale en 2019, la prévision d'inflation est révisée à 3.0-3.1% pour le premier semestre 2019 et à 3.4-3.7% pour le second semestre. Les données pour le quatrième trimestre 2018 indiquent un ralentissement de l'investissement intérieur et de la demande globale, freinée en particulier par le ralentissement des exportations. La faiblesse de la demande mondiale due à l'escalade des guerres commerciales pourrait également avoir une incidence sur les exportations et les investissements indiens. De plus, la consommation privée, en particulier dans les zones rurales, s'est affaiblie ces derniers mois. Du côté positif, la stabilité politique, la forte utilisation des capacités, la hausse attendue des affaires des entreprises au deuxième trimestre, la vigueur des marchés boursiers et l'accroissement des flux financiers vers le secteur commercial sont de bon augure pour le développement de l'activité d'investissement. Compte tenu de ces facteurs et de l'impact des récentes réductions des taux directeurs, la croissance du PIB pour 2019 est révisée à la baisse, passant de 7.2% en avril à 7.0% en juin. Le Comité de politique monétaire relève que les impulsions provenant de la croissance se sont nettement affaiblies, comme en témoigne l'élargissement de l'écart de production par rapport à la situation du mois d'avril 2019. Le net ralentissement de l'activité d'investissement ainsi que la poursuite de la modération de la croissance de la consommation privée sont des sujets de préoccupation. L'inflation reste en dessous de la cible fixée par la Banque centrale, même en tenant compte de la transmission attendue des deux dernières réductions des taux directeurs. Le Comité visera à soutenir les efforts visant à stimuler la demande globale et à revigorer l'activité d'investissement privé, tout en restant compatible avec son objectif d'inflation. Dans ce

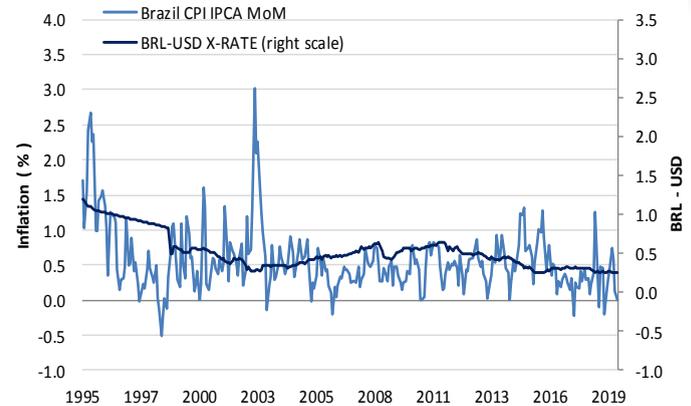
contexte, les membres du MPC ont décidé à l'unanimité de réduire le taux directeur de 25 points de base, faisant passer la politique monétaire de neutre à désormais accommodante.

Afrique du Sud – Les derniers résultats mensuels en matière d'inflation sont restés proches du point médian de la fourchette cible d'inflation. Les perspectives d'inflation à moyen terme se sont légèrement modérées. En effet, la prévision d'inflation générée par le modèle de projection trimestrielle de la Banque centrale sud-africaine s'est légèrement modifiée depuis le dernier comité de politique monétaire avec une inflation globale qui devrait s'établir à 4.5% en 2019 (contre 4.8% précédemment), pour atteindre 5.1% en 2020 (contre 5.3%) et retrouver un niveau de 4.6% en 2021 (contre 4.7%). Le Comité de politique monétaire se félicite de la poursuite de cette tendance à la baisse des récents résultats en matière d'inflation et de la modération des anticipations d'inflation. Il s'agit là d'une évolution positive, car le Comité souhaiterait que l'inflation reste proche du point médian de la fourchette cible d'inflation de manière plus durable. Le rand a bénéficié de l'amélioration de la confiance des investisseurs vis-à-vis des actifs plus risqués, mais continuera d'être affecté par les perspectives de croissance sur le marché intérieur ainsi que par le contexte politique. Depuis le mois de mars, bien que le rand se soit notamment apprécié de 2.95% par rapport au dollar américain et de 1.46% par rapport à l'euro, le Comité estime que la devise nationale est toujours légèrement sous-évaluée. D'après les récents indicateurs ainsi que la croissance négative des secteurs de l'extraction minière et de la fabrication, le PIB national devrait se contracter au premier trimestre de 2019. Les résultats décevants de l'économie sud-africaine proviennent notamment de contraintes d'approvisionnement en électricité et d'une grève prolongée d'une grande mine d'or. La confiance des entreprises et des consommateurs continue quant à elle de peser sur les prévisions de croissance à court terme. La SARB prévoit désormais une croissance du PIB en 2019 d'environ +1.0%, en baisse par rapport à la prévision de +1.3% du mois de mars. Les prévisions pour 2020 et 2021 sont inchangées à respectivement +1.8% et +2.0%. L'escalade des tensions commerciales pourrait quant à elle avoir un impact significatif sur le commerce mondial, avec des conséquences négatives pour l'Afrique du Sud en tant que petite économie ouverte. Le Comité reste convaincu que les défis

Rouble VS USD

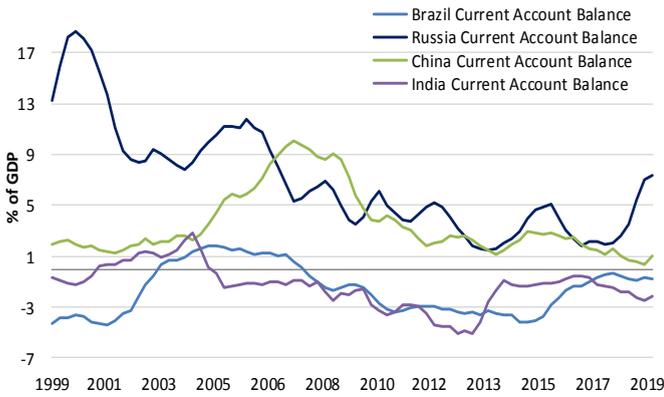


Inflation et taux de change

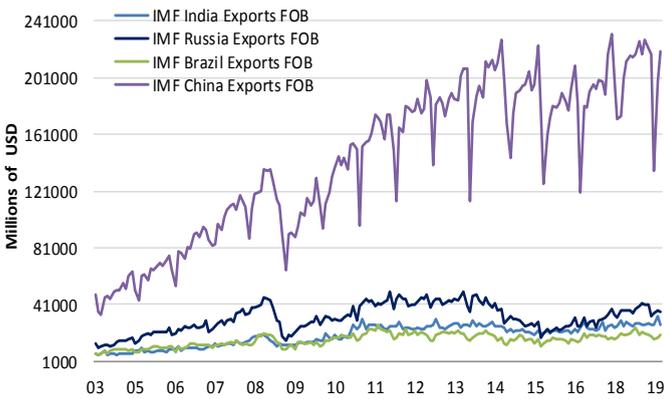


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

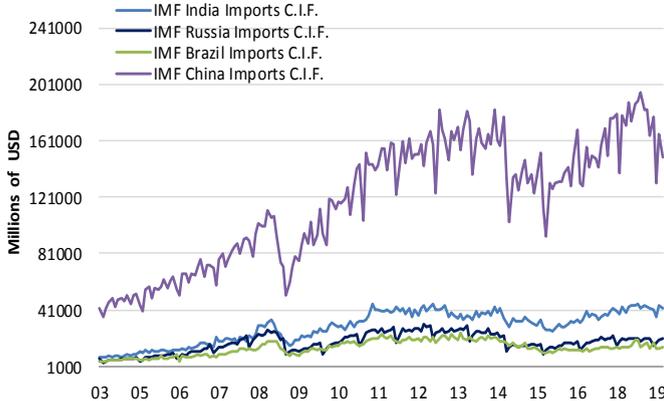
Balance courante



Exportations BRIC



Importations BRIC



Colombie – En mai, l'inflation colombienne s'est établie à 3.31%. Une diminution de certains niveaux d'offre pourrait faire augmenter l'inflation au cours des mois à venir, mais celle-ci reprendrait sa convergence vers son niveau cible sur le plus long terme. Alors que la croissance économique du premier trimestre 2019 a été inférieure aux attentes, les nouveaux chiffres disponibles suggèrent que l'économie devrait être plus dynamique au deuxième trimestre. En revanche, les perspectives de croissance mondiale continuent de se modérer et, aux États-Unis, la probabilité que la Fed réduise ses taux directeurs a nettement augmenté. Dans ce contexte, après avoir évalué la situation de l'économie et la balance des risques, la Banque centrale colombienne a décidé à l'unanimité de maintenir le taux d'intérêt de référence inchangé à 4.25%.

auxquels l'économie est actuellement confrontée sont d'ordre essentiellement structurels et ne peuvent être résolus par la conduite de la politique monétaire uniquement. Il est maintenant encore plus urgent de combiner des politiques macroéconomiques prudentes et des réformes structurelles qui améliorent la croissance potentielle et diminuent la structure de coûts de l'économie. Dans ce contexte, le Comité de politique monétaire a décidé de maintenir le taux directeur à 6.75% par an, poursuivant sa politique monétaire qualifiée d'accommodante.

Indonésie – La Banque centrale indonésienne a maintenu son taux de référence à 6%. Les décideurs ont déclaré que la décision visait à garantir la disponibilité de liquidités sur le marché monétaire. Le Comité a ajouté qu'il continuerait de surveiller les conditions des marchés financiers ainsi que la stabilité de l'économie indonésienne au niveau international pour établir la nécessité d'une réduction prochaine des taux directeurs.

Mexique – La Banque centrale mexicaine a conservé inchangé son taux d'intérêt de référence à 8.25%, son niveau le plus élevé de ces dix dernières années. Les prévisions d'inflation nationale pour les années à venir s'établissent nettement au-dessus de l'objectif de 3%, alors que la croissance économique annuelle du pays s'est une nouvelle fois réduite au premier trimestre (+1.2%).

Taiwan – La banque centrale de Taiwan a maintenu son taux directeur à 1.375%, comme prévu de manière générale. Elle a déclaré que la demande domestique restait le moteur de la croissance économique. Les décideurs ont abaissé leurs prévisions de croissance du PIB taiwanais à 2.06% pour l'année en cours, contre 2.13% précédemment. La prévision d'inflation pour 2019 a également été révisée à 0.87% (contre 0.91% en mars).

Turquie – La Banque centrale de Turquie a maintenu son taux directeur à 24%, affirmant qu'une politique monétaire restrictive soutenait le processus de désinflation. En effet, l'inflation est tombée à son plus bas niveau des neuf derniers mois à 18.71% après avoir atteint un sommet à 25.24% en octobre dernier en raison d'une crise monétaire, entraînant l'économie turque en récession.

Roumanie, République Tchèque, Pologne, Hongrie

La Banque nationale de Roumanie a maintenu son taux directeur à 2.5%, conformément aux attentes du marché, après avoir observé une hausse inattendue du taux d'inflation qui a atteint son plus haut niveau des six derniers mois à 4.1%.

La Banque nationale tchèque a relevé son taux directeur de 25 points de base à 2%, retrouvant les niveaux de février 2008. L'inflation s'est quant à elle hissée à 3% en mars contre 2.7% en février, en ligne avec les prévisions haussières de la Banque centrale.

La Banque nationale de Pologne a maintenu son taux de référence à 1.5%, après que l'inflation ait atteint 2.3% en mai, son niveau le plus élevé depuis novembre 2017 mais encore légèrement en dessous de l'objectif de long terme de 2.5%.

La Banque nationale hongroise a conservé son taux de référence inchangé à 0.9% au mois de juin. Le taux d'inflation (3.9%) s'est quant à lui établi au plus haut depuis décembre 2012 et tout proche du haut de la fourchette de 2 à 4% définie par la Banque centrale.



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

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

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

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Devises

- Le franc suisse n'a que peu de probabilités de s'apprécier significativement
- Relative stabilité de l'euro
- Fondamentaux toujours favorables au dollar US malgré Donald Trump
- L'affaiblissement du yen reste indispensable

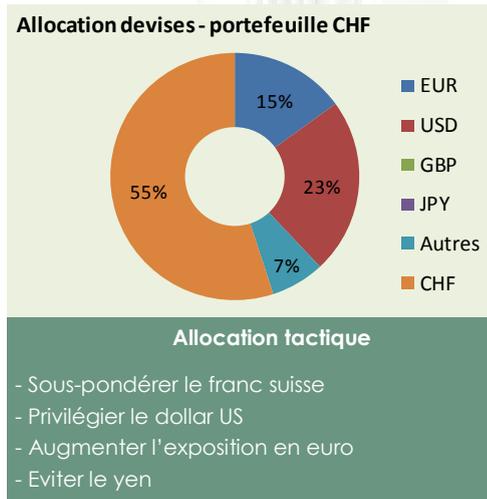
LIQUIDITES/DEVISES	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)						
	3mois	1an	sous exposition	neutre	surpondération				
			---	--	-	=	+	++	++
EUR vs CHF	↗	↗							
USD vs CHF	↗	↗							
GBP vs CHF	↘	↘							
JPY vs CHF	↘	↘							
EUR vs USD	↗	↗							
USD vs JPY	↗	↗							
GBP vs USD	↘	↘							

Le franc suisse n'a que peu de probabilités de s'apprécier significativement

La croissance de l'économie suisse surpasse une nouvelle fois celle de la zone euro au 1er trimestre grâce à une progression de +0.6% contre +0.4% pour celle de ses partenaires économiques proches. Ce faible différentiel de croissance économique n'a pour l'instant toujours pas constitué un facteur d'ajustement pour le taux de change, même s'il a tendance à favoriser une appréciation du franc. La relance en zone euro est cependant rassurante, mais elle reste particulièrement fragile en l'absence d'un renversement plus net de tendance du côté de la production industrielle, toujours en baisse de -0.6% en mars. Sur le front des taux d'intérêt, le différentiel de rendement sur les taux à dix ans du Bund et de la Confédération s'est brutalement réduit entre le mois de mars et avril, passant de 0.4% à 0.2% aujourd'hui en raison de la chute plus nette des rendements en zone euro. Cette contraction n'a pourtant pas affecté le taux de change euro/franc qui a oscillé autour de 1.13 dans une fourchette étroite de 1.116 à 1.145. 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.

Relative stabilité de l'euro

L'amélioration de la performance économique n'a pas soutenu une revalorisation de l'euro au cours des derniers mois. Le taux de change euro/dollar a légèrement fléchi mais est resté relativement stable, oscillant entre 1.13 et 1.11 pendant cette période. 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 malgré quelques signes plus positifs au 2ème trimestre. 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.

L'affaiblissement du yen reste indispensable

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. Le différentiel de taux d'intérêt s'est temporairement réduit au cours des dernières semaines, mais il devrait se reconstituer et toujours favoriser une dépréciation du yen contre le dollar. La relative stabilité de la devise nipponne depuis le début de l'année entre 108 et 112 yen pour un dollar est donc selon nous temporaire. Le yen devrait s'affaiblir et retrouver le niveau de 115 contre le dollar US pour se stabiliser ensuite au-dessus de cette valeur.

Fondamentaux toujours favorables au dollar US malgré Donald Trump

Sur le plan fondamental, le dollar US profite toujours de différentiels de croissance économique et d'écart de rendement très favorables et attractifs. La croissance américaine reste supérieure à celle de la zone euro, de la Suisse ou du Japon et les rendements offerts par le Trésor américain, même après la correction des rendements des derniers deux trimestres sont encore très séduisants en comparaison de ceux observables dans les autres marchés à taux négatifs.

Les perspectives conjoncturelles pour les prochains mois favorisent toujours les Etats-Unis et le dollar. La surprise négative pour la devise américaine pourrait cependant provenir une fois de plus de Donald Trump qui ne cache pas non plus son agacement face à la force relative de la devise américaine. Les critiques déjà apportées à l'encontre de la banque centrale américaine visent directement la force du dollar que le président américain voudrait voir s'estomper. Le président américain pourrait tenter d'user de sa position pour pousser un affaiblissement du billet vert.

Les risques de récession pèsent sur la livre

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. L'impasse politique reste criante malgré le report de la date butoir au mois d'octobre. Mais la devise britannique souffre maintenant de l'affaiblissement de la conjoncture et des risques croissants de récession. Dans un tel contexte, nous maintenons notre position de prudence adoptée sur la livre. Une nouvelle dépréciation en-dessous du niveau de décembre 2018 de 1.25 contre le dollar nous semble probable.

La croissance chinoise soutient le dollar australien

Le dollar australien devrait profiter de la bonne tenue de l'économie, qui résiste plutôt bien à l'affaiblissement de la conjoncture mondiale. La demande de matières premières de la Chine contribue à la résistance de l'économie australienne dont la balance commerciale bondit de 4.8 à 5.7 milliards de dollars australien en mai. La vigueur du secteur des ressources naturelles compense le tassement du segment

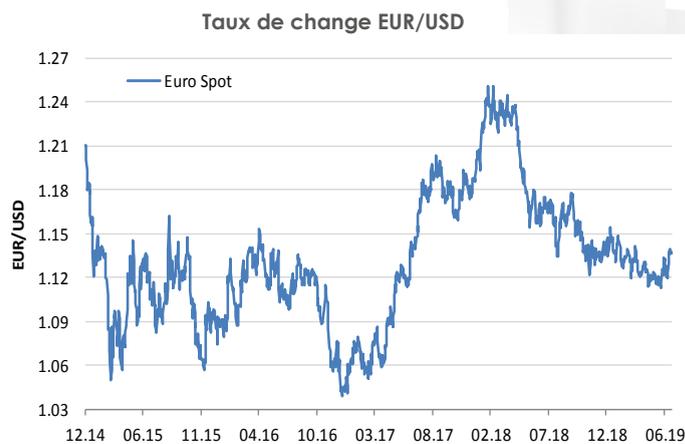
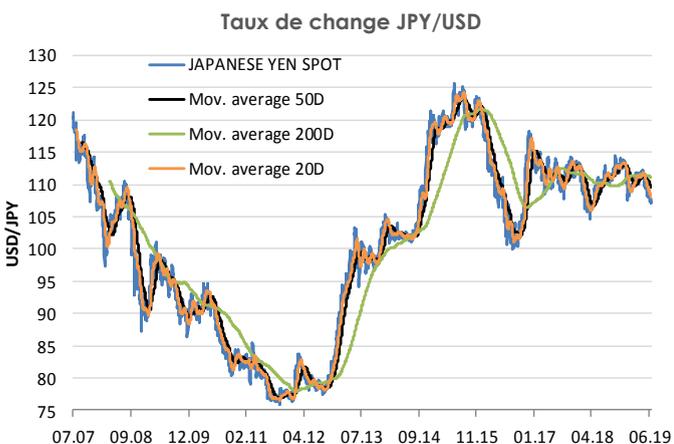
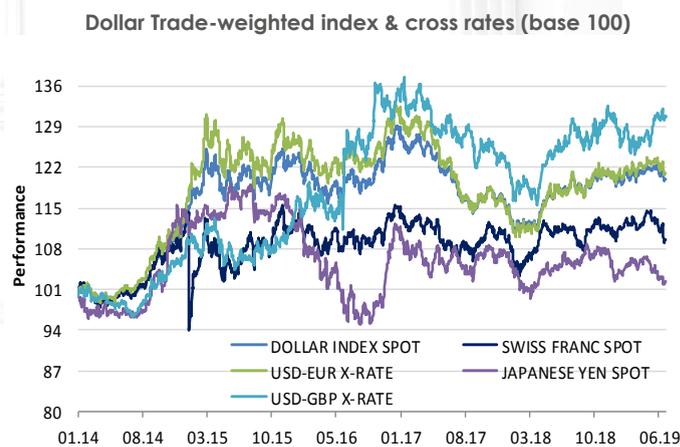
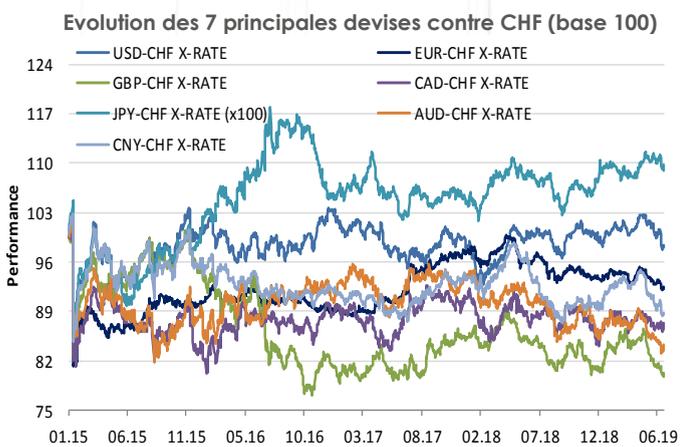
immobilier et les faibles dépenses de consommation. Les mesures de soutien gouvernementales chinoises soutiennent les exportations australiennes et la demande de dollars australiens après une période de faiblesse. Globalement, l'économie australienne reste assez dépendante de la Chine, une amélioration 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.

Appréciation du yuan en cas d'accord commercial

Légère progression des réserves de devises étrangères en hausse de 3.1 à 3.12 trillion de dollars sur la base d'un dollar plus faible et de valorisations plus élevées des actifs internationaux.

La détente dans les relations entre Chine et Etats-Unis a permis au yuan de s'apprécier quelque peu après avoir souffert du regain de tensions en mai. Globalement, la devise chinoise se stabilise depuis douze mois dans une bande de fluctuation comprise entre 6.7 et 7 yuan pour un dollar. Les espoirs d'un accord au 1er trimestre avaient provoqué une appréciation de la devise chinoise avant que l'interruption des discussions ne produise l'effet opposé. L'apaisement qui a été souhaité lors du G20 a une nouvelle fois permis au yuan de retrouver la valeur centrale de cette zone de fluctuation à court terme en revenant au cours moyen de 6.85.

A moyen terme, une solution commerciale devrait permettre au yuan de s'apprécier de +5 à +10% contre le dollar.

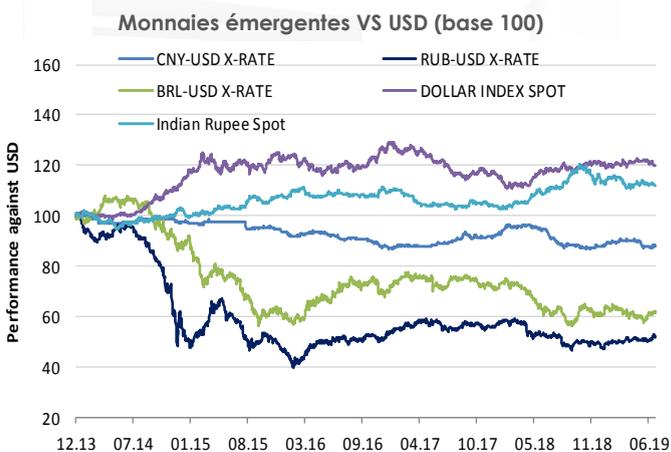
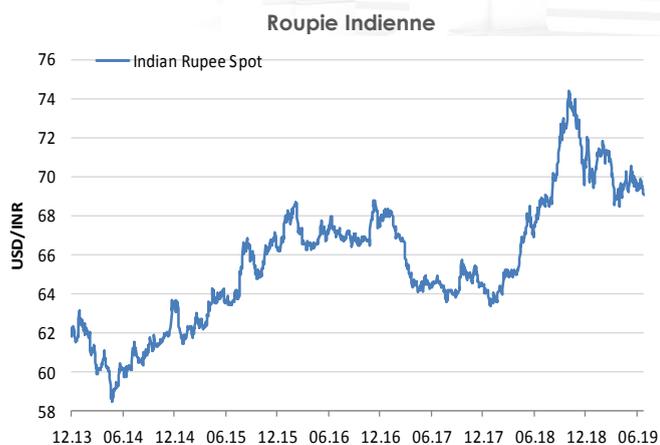
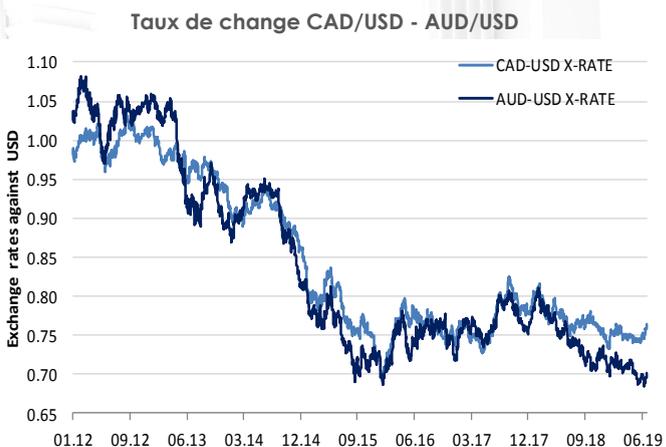
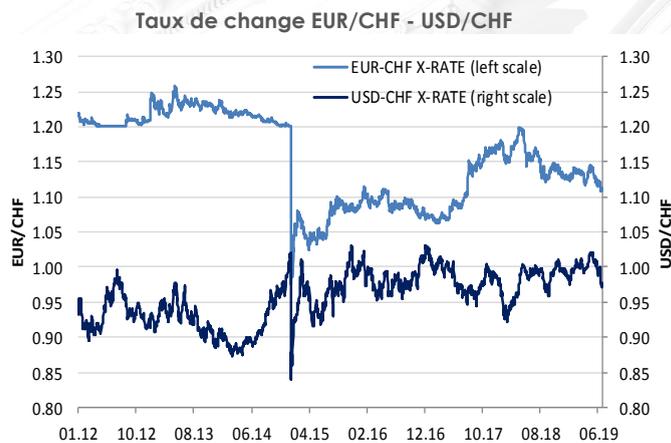


Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

DEVISES

30.06.2019

Name	Last price	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
CONTRE DOLLAR						
EUR-USD X-RATE	1.14	0.04	1.83	1.43	-0.80	-0.82
CHF-USD X-RATE	1.02	0.03	2.52	2.32	0.57	0.56
GBP-USD X-RATE	1.27	-0.32	0.53	-3.11	-0.35	-0.45
JPY-USD X-RATE	0.01	-0.53	0.37	3.21	1.71	1.60
CAD-USD X-RATE	0.76	0.98	3.23	1.62	4.09	4.16
AUD-USD X-RATE	0.70	1.36	1.18	-1.29	-0.47	-0.41
RUB-USD X-RATE	0.02	-0.44	3.40	3.07	10.18	9.34
CNY-USD X-RATE	0.15	0.05	0.56	-2.26	0.17	0.17
INR-USD X-RATE	0.01	0.90	0.90	0.39	1.14	0.96
BRL-USD X-RATE	0.26	-0.69	1.92	0.08	0.85	0.85
CONTRE FRANC SUISSE						
USD-CHF X-RATE	0.98	-0.02	-2.43	-2.24	-0.54	-0.59
EUR-CHF X-RATE	1.11	0.01	-0.66	-0.85	-1.42	-1.35
GBP-CHF X-RATE	1.24	-0.37	-1.93	-5.28	-0.90	-1.01
JPY-CHF X-RATE (x100)	0.91	-0.52	-2.08	0.87	1.12	1.00
CAD-CHF X-RATE	0.75	1.07	0.73	-0.65	3.56	3.50
AUD-CHF X-RATE	0.69	1.35	-1.27	-3.51	-1.03	-1.27
RUB-CHF X-RATE	0.02	-0.39	0.92	0.78	9.59	8.74
CNY-CHF X-RATE	0.14	0.07	-1.93	-4.44	-0.35	-0.35
INR-CHF X-RATE	0.01	1.43	-1.39	-1.39	0.71	0.71
BRL-CHF X-RATE	0.25	-0.78	-0.39	-1.93	0.40	0.40



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Obligations internationales

- Marchés de taux toujours pessimistes aux Etats-Unis
- La Réserve fédérale osera-t-elle s'opposer aux marchés financiers?
- Poursuite de la chute des rendements en euros
- Privilégier les Etats-Unis, l'Australie et le Canada

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...)	→	→								

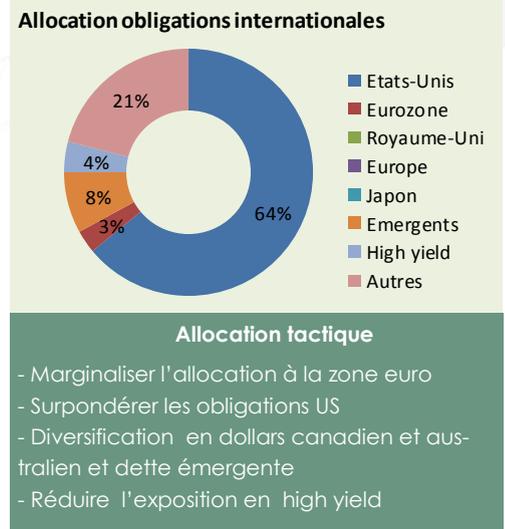
Marchés de taux toujours trop pessimistes aux Etats-Unis

Les marchés de taux ont très largement surpris les prévisionnistes en chutant encore en 2019 de près de 100 points de base en dessous du niveau attendu par le consensus pour la fin de l'année 2019, dans l'attente d'une dégradation importante des conditions économiques aux Etats-Unis et dans le monde. Quelques statistiques économiques ont effectivement soutenu le scénario de l'affaissement conjoncturel généralisé, notamment les données en provenance des divers secteurs manufacturiers dans un nombre croissant de pays. La publication le 26 juillet du PIB américain pour le 2ème trimestre donnera peut-être corps à ces anticipations ou pas ? Pour l'heure, le déclin est visible dans les indices PMI manufacturiers et ceux des services, il l'est également notamment dans certaines mesures de confiance des consommateurs. Sur le plan international, en juin, plus de la moitié des PMI manufacturiers publiés ont enregistré des déclin. Dès lors, on peut se demander comment réagiraient les marchés de taux si la Fed ne procédait pas à la baisse attendue en juillet ? Cette situation binaire n'est en fait clairement pas très rassurante. La décision prochaine de la Réserve fédérale sera sans doute cruciale pour l'avenir immédiat des marchés financiers qui comptent sur un renversement de la politique de normalisation en faveur d'une politique de soutien conjoncturel. La situation présente dans les marchés financiers est en effet tout à fait spécifique et particulièrement fragile. Les taux d'intérêt américains à dix ans ont en effet chuté de 120 points de base entre le mois d'octobre 2018 (3.2%) et juin 2019 (2%) sur l'anticipation d'un ralentissement économique marqué aux Etats-Unis et une baisse de l'inflation.

L'absence d'une baisse de taux le 31 juillet aura dans un tel contexte un impact significatif sur les marchés financiers, qui dépendra des évidences macro-économiques disponibles à ce moment. Si la décision de la Fed peut être justifiée par une série de données économiques encourageantes, on assistera certainement à un ajustement des taux longs à la hausse. On pourrait alors assister à une correction simultanée des marchés obligataires et actions potentiellement favorable aux cours de l'or. Si au contraire la décision de la Fed est fondée sur la nécessité d'attendre jusqu'en septembre pour disposer d'une meilleure visibilité sur l'évolution de l'économie, les taux pourraient encore glisser en dessous de 2%.

La Réserve fédérale osera-t-elle s'opposer aux marchés financiers ?

Le déclin des indicateurs avancés PMI manufacturiers constaté au 4ème trimestre 2018 ne devait être que temporaire car essentiellement lié à l'incertitude des négociations commerciales entre la Chine et les Etats-Unis après la trêve annoncée le 1er décembre. Les espoirs d'une résolution concrète avant la date butoir de mars 2019 avaient ensuite dominé les marchés actions sans vraiment convaincre les marchés de



taux qui se stabilisaient au niveau de 2.6% de rendement sur les taux gouvernementaux à dix ans. Ces espoirs ont été brutalement réduits à néant par le durcissement du ton entre les négociateurs en mai, provoquant une nouvelle baisse des taux longs, mais aussi des anticipations de croissance à l'image des indicateurs PMI en chute libre en mai. Le mois de juin s'est heureusement bouclé sur une stabilisation de ces indicateurs avancés et des taux longs, dans l'attente de la rencontre prévue lors du G20 d'Osaka entre Donald Trump et Xi Jinping.

L'apaisement relatif affiché entre les deux super puissances à l'issue du G20 n'a pas eu d'impact immédiat en raison de l'absence de décision concrète sur la question commerciale. Dès lors on peut s'interroger sur le fait que la reprise du dialogue et le gel de nouvelles hausses tarifaires soient suffisants pour améliorer le sentiment des agents économiques et écarter les perspectives de ralentissement économique mondial au second semestre.

La Banque centrale américaine pourrait alors bien décider de maintenir sa politique de normalisation des taux inchangée jusqu'en septembre, en particulier si la croissance économique se montrait suffisamment solide au 2ème trimestre. Car le dilemme pour la Fed est bien aujourd'hui de traverser cette période de turbulence en adoptant la politique la plus appropriée à long terme et la plus fidèle à ses convictions. Une baisse des taux directeurs en juillet pourrait apparaître comme un signe de faiblesse et de dépendance vis-à-vis des pressions

INDICES OBLIGATIONS (en monnaies locales)

Name	Last price	Curr.	7 d%	Total Return Performance				
				1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
OBLIGATIONS SUISSES	SBI AAA-BBB	140.9	CHF	0.3	0.4	1.5	3.2	3.2
OBLIGATIONS UE	Barclays EuroAgg	263.2	EUR	0.4	1.9	3.1	5.4	5.4
OBLIGATIONS UE - SHORT DURATION	ISHARES EURO GOV BND 1-3	144.5	EUR	0.0	0.3	0.2	0.4	0.4
OBLIGATIONS US	JPM U.S. Aggregate Bond Index	672.6	USD	0.4	1.3	3.6	6.4	6.4
OBLIGATIONS US - SHORT DURATION	BGF-USD ST DURATN BOND-USA1	8.5	USD	0.2	0.8	1.4	3.2	3.2
OBLIGATIONS EMERGENTES	JPMorgan Emerging Markets Bond	585.9	USD	0.1	3.6	4.1	12.0	12.0
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - USD	JPM Global Aggregate Bond Index	597.2	USD	0.5	2.2	3.8	5.9	5.9
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - EUR	JPM Global Aggregate Bond Index	688.6	EUR	-0.1	0.0	2.3	6.3	6.3
OBLIGATIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES - CHF	Barclays Global Agg Corporate	151.3	CHF	0.1	-0.4	1.8	7.1	7.1
OBLIGATIONS CONVERTIBLES (UE)	Exane Europe Convertible Bond	7910.6	EUR	-0.1	1.3	1.1	7.6	7.6
OBLIGATIONS HIGH YIELD	Markit iBxx Gbl Dev Lq HY USD	151.2	USD	0.2	3.1	2.3	8.7	8.7
OBLIGATIONS HIGH YIELD - SHORT DURATION	AB SHORT DURATION HI YD-AT	14.9	USD	0.0	1.7	2.0	7.4	7.4

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

politiques exercées par la Maison blanche, en particulier si la Fed reste convaincue que la tendance de fond reste positive pour l'économie américaine comme pourraient le suggérer les indicateurs de sentiment et de confiance des consommateurs toujours très élevés. Dans cette éventualité, on assisterait alors à un rebond des taux longs provoquant une correction simultanée des marchés de taux et des indices actions pendant l'été. A contrario, une baisse pourrait aussi être contre-productive et renforcer le scénario d'une prochaine récession, soit convaincre que les perspectives s'en trouvent améliorées. Il sera peut-être difficile pour la Fed de baisser ses taux directeurs de manière « préventive » sans conforter un peu plus les anticipations macro-économiques déjà négatives. Dans sa dernière conférence de presse de juin, la Fed a maintenu sa prévision de croissance du PIB de +2.1% et abaissé ses attentes pour le taux de chômage de 3.7% à 3.6%. La Fed s'est déclarée toujours prête à faire preuve de la plus grande flexibilité dans le pilotage de sa politique monétaire en 2019. Elle a annoncé ne pas écarter la possibilité d'une baisse des taux directeurs si cela devait s'avérer nécessaire. Mais nous estimons que les probabilités d'une baisse de taux en juillet, qui avoisinaient les 85% en juin, sans être rationnelles notamment après le G20, la stabilisation actuelle des indicateurs PMI et la bonne tenue de la consommation, pousseront la Fed à l'action. Dans un contexte de marché de l'emploi relativement tendu, la croissance des salaires se poursuit logiquement aux Etats-Unis et continue de renforcer les perspectives de la consommation privée, qui reste le principal moteur de croissance de l'économie. Dans ce contexte, la croissance du salaire horaire moyen en mai a légèrement décliné à +3.1% ce qui reste élevé en comparaison statistique des dix dernières années. Si la croissance du revenu des ménages n'est pas interrompue par les questions géopolitiques et par l'incertitude de la guerre commerciale, la croissance économique devrait rester sur une tendance positive soutenue et proche de +2% au 2ème trimestre et au second semestre. L'inflation se stabilise en mai (+1.8%) juste en dessous de l'objectif de la Fed (2%), malgré la forte volatilité observée sur les prix de l'énergie au 2ème trimestre. Mais pour l'instant, le scénario économique dominant dans les marchés de taux est toujours celui du fléchissement de la croissance dans l'attente de meilleurs indicateurs avancés. Nous estimons cependant probable qu'une remontée des taux à dix ans accompagne de meilleures statistiques économiques pendant l'été.

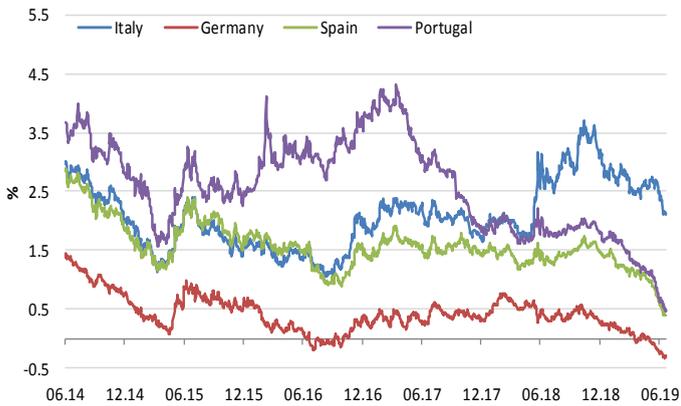
Poursuite de la chute des rendements en euros

Le retour en force des tensions entre la Chine et les Etats-Unis en mai a une nouvelle fois précipité les rendements obligataires à la baisse. La chute des taux gouvernementaux à dix ans en euros avait déjà fait disparaître le rendement positif à la fin du mois de mars dans un environnement qui était alors déjà jugé comme compliqué pour l'économie européenne. La baisse des rendements de 0% à -0.32% en juin traduit ainsi un retour de l'anxiété des investisseurs plus fort qu'en 2016, lorsque le point bas des taux longs avait atteint -0.2%. L'inflation a effectivement glissé de son plus haut de +2.2% en octobre 2018 à seulement +1.2% en juin. Comparativement à la situation qui prévalait en 2016 lorsque les taux étaient au plus bas, l'inflation en zone euro était négative (-0.3%) et les craintes de déflation semblaient plus présentes qu'aujourd'hui. Le rendement réel est donc très nettement négatif et atteint -1.52%, pour comparaison il était de -0.1% en 2016. En excluant les composantes alimentation et énergie, l'indice CPI core est de +1.1% en juin. L'incertitude en zone euro a poussé les rendements à des niveaux extrêmes, même en considérant une absence de risque de modification des taux directeurs de la BCE. Le contexte macro-économique ne permet pas à la BCE d'adopter un message positif, mais elle ne peut pas non plus tenir de discours pessimiste au risque de devoir clairement annoncer une baisse rapide de ses taux directeurs. Dans cet environnement les marchés financiers poussent les taux longs toujours plus bas et compriment la prime de risque sur les diverses échéances de la courbe des taux. Le différentiel de rendement entre les deux ans et les obligations à dix ans du Bund allemand s'est contracté et ne représente plus que 40 points de base. On assiste ainsi à un aplatissement de la courbe des taux en euro tout à fait exceptionnel avec des rendements absolus et réels négatifs sur toutes les échéances.

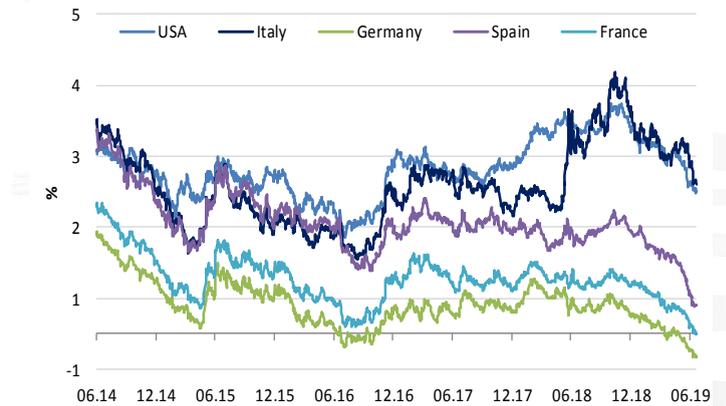
Situation trop risquée au Royaume-Uni

Le report à octobre de la date butoir de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne offre un répit temporaire aux investisseurs qui peuvent écarter pour un temps la menace d'un « no deal » aux effets potentiellement dévastateurs sur la valorisation de la livre, l'inflation et la croissance.

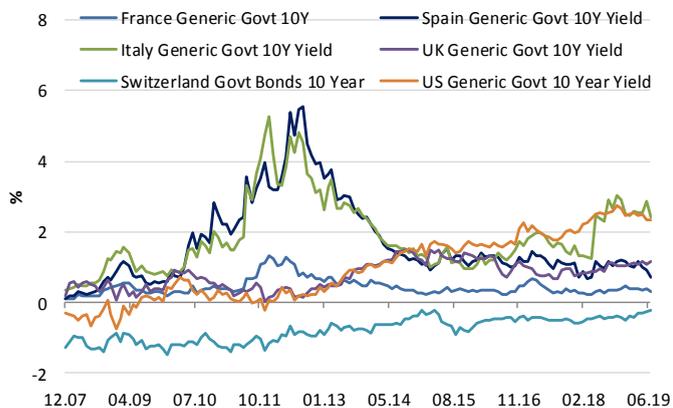
Taux à 10 ans - Gvt Europe



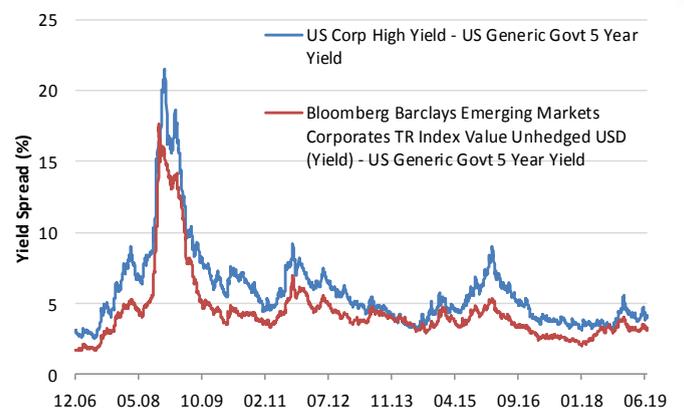
Taux à 10 ans - Gvt



Prime de risque vs Gvt allemand



Prime de risque vs US Treasury



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

La problématique du Brexit passe pour l'instant à nouveau au second plan et s'y trouve reléguée en raison de la perte de dynamique de l'économie britannique au 2ème trimestre. Une entrée possible en récession pendant l'été juste avant la prochaine échéance fatidique est désormais probable. Les taux longs s'étaient stabilisés au-dessus du niveau de 1.2% avant la décision de report du Brexit, ils ont ensuite réagi à l'augmentation des risques de contraction économique et à la baisse massive de la production industrielle (-2.7% en mai) en chutant rapidement à 0.8%. Ce niveau particulièrement bas reste pourtant associé à un risque de moins-value en capital soudaine ainsi qu'à un risque de dévalorisation de la devise. Nous considérons ce contexte comme peu 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 assurément très supérieurs en cas d'une sortie sans accord.

Pas de perspectives pour les obligations japonaises

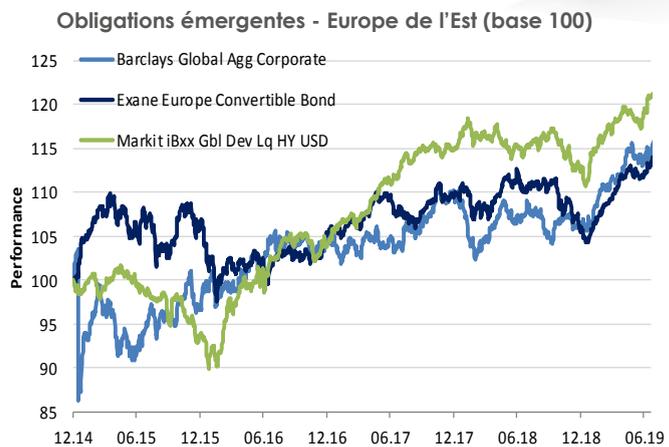
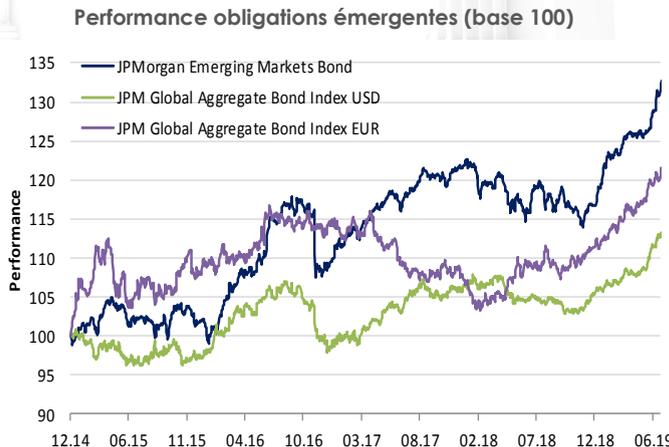
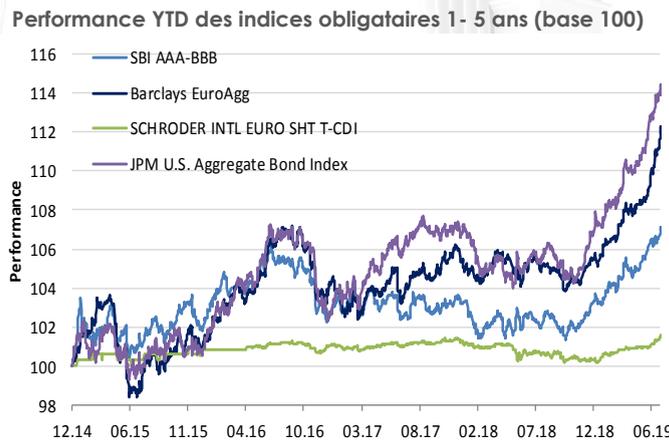
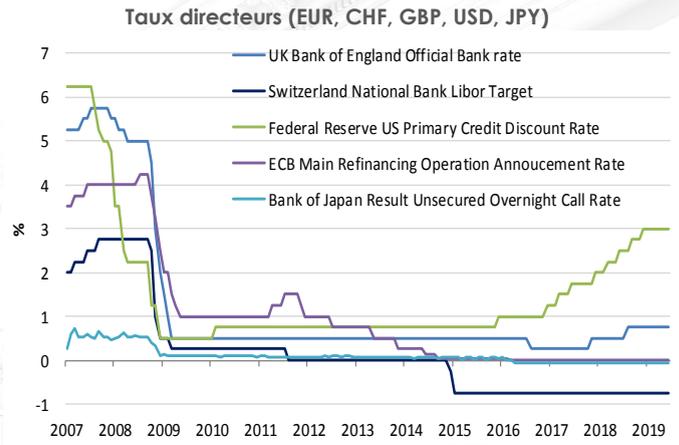
L'inflation ne présente que peu de risque pour le marché obligataire japonais malgré une remontée à 0.9% du CPI. Les prix à la production sont en baisse de -0.1% en mai (+0.7% sur un an) tandis que l'inflation importée chute de -1.4% sur un an. L'affaiblissement du yen était la condition d'une relance des prix, mais on est encore loin de l'objectif de la BoJ (2%). Les taux gouvernementaux à dix ans ont suivi la tendance internationale et sont à nouveau négatifs (-0.13%). Le contexte actuel reste clairement défavorable au marché obligataire, qui n'offre toujours pas de perspectives séduisantes en terme de rendement pour l'investisseur étranger, alors que le risque de moins-values en capital est à long terme élevé et que la devise japonaise devrait s'affaiblir contre le dollar US.

Obligations à haut rendement et dette émergente

Les marchés obligataires « non investment grade » (+2.97%) ainsi que les marchés émergents (+3.75%) ont à nouveau profité au 2ème trimestre de l'environnement général positif pour les marchés de taux. Les obligations émergentes enregistraient même la meilleure performance des segments obligataires traditionnels et surpassaient nettement la performance de l'indice obligataire global (+3.29%). 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. Les primes de risque de ces placements se sont encore un peu réduites, mais ces deux segments de marchés offrent tout de même des rendements supérieurs attrayants d'un point de vue relatif et resteront recherchés par les investisseurs en quête de « yield pick up » malgré l'écrasement de ces primes de risques. Si l'évolution prochaine des anticipations économiques reste inchangée, cet attrait devrait subsister. Si au contraire on assiste à une amélioration des perspectives économiques, la hausse des rendements des débiteurs « investment grade » pourrait concurrencer plus nettement ces types de placement. Cette situation aura un impact négatif sur ces marchés, qui bénéficient toutefois d'un différentiel de rendement positif capable d'amortir en partie les ajustements de rendement.

Privilégier les Etats-Unis, l'Australie et le Canada

La dernière baisse de 0.5% des taux à dix ans nous semble tout à fait excessive dans le contexte économique actuel. Une amélioration des PMI, des indicateurs avancés et des statistiques économiques au cours des prochains mois devrait provoquer un changement de perception et un ajustement des taux d'intérêt aux Etats-Unis en particulier. On assistera certainement à un début de repenitification des courbes de rendements dans la plupart des pays. Nous privilégions dans notre allocation obligataire internationale les marchés de taux présentant un rendement suffisant pour compenser, partiellement tout au moins, les effets de ces ajustements. Dans le segment « investment grade » de pays développés nous privilégions les Etats-Unis, l'Australie, le Canada et des durations courtes.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Obligations suisses

- Le marché suisse des capitaux suit la tendance mondiale
- La politique de taux de la BNS est toujours liée à celle de la BCE
- Seule une récession peut justifier les rendements à dix ans actuels
- Les rendements réels négatifs soutiendront encore plus la croissance

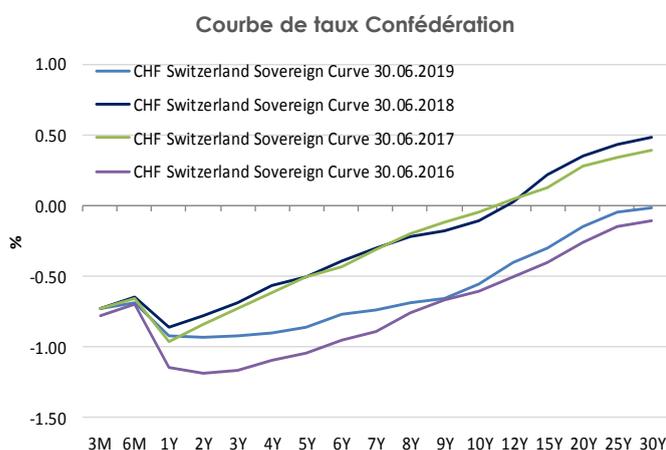
OBLIGATIONS Débiteurs	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
	3mois	1an	sous exposition		neutre		surpondération			
			---	--	-	=	+	++	++	
Gouvernement	↘	↘								
Corporate (IG)	↘	↘								
Autres	↘	↘								

Le marché suisse des capitaux suit la tendance mondiale

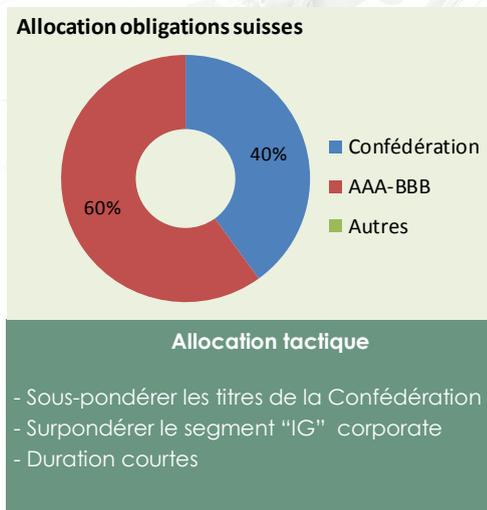
Les marchés de taux ne veulent manifestement pas se laisser convaincre que l'économie mondiale ne se dirige pas vers un ralentissement majeur. La chute généralisée des rendements, qui s'est poursuivie au 2ème trimestre 2019, affecte également la Suisse, dont les taux à dix ans de la Confédération ont chuté de +0.1% en octobre 2018 à -0.5% en mai. La normalisation des taux longs en Suisse, qui avait débuté à l'été 2016, semble remise en question par ce développement, alors même que la croissance s'affirme dans notre pays. Le déclin de l'inflation a certes soutenu la baisse des rendements récente, mais nous estimons que celle-ci n'est pas conforme à la conjoncture positive actuelle. L'économie suisse se porte en effet mieux qu'attendue au 1er trimestre en enregistrant une croissance réelle de +0.6%, très supérieure aux attentes et ne devrait pas fléchir au 2ème trimestre. La vitalité de notre économie est réjouissante malgré un taux de change contre euro qui s'est quelque peu apprécié. Les estimations de croissance sur l'ensemble de l'année sont encore de +1.5% pour le PIB qui profitera d'une amélioration de la demande de produits et services suisses ainsi que d'une consommation des ménages solide, soutenue par un marché de l'emploi vigoureux. Les taux longs suisses ont ainsi glissé de concert avec les rendements internationaux poussés par les craintes de ralentissement voir de récession. La performance des obligations de la Confédération s'est établi à +3.22% au cours des six premiers mois, un peu en dessous de celle des obligations internationales (+5.57%), mais en nette progression malgré une croissance économique solide ne justifiant pas un tel comportement.

La politique de taux de la BNS est toujours liée à celle de la BCE

Les taux longs ont baissé en Suisse dans un mouvement international généralisé. Les taux courts sont cependant toujours fixés à -0.75% par la



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



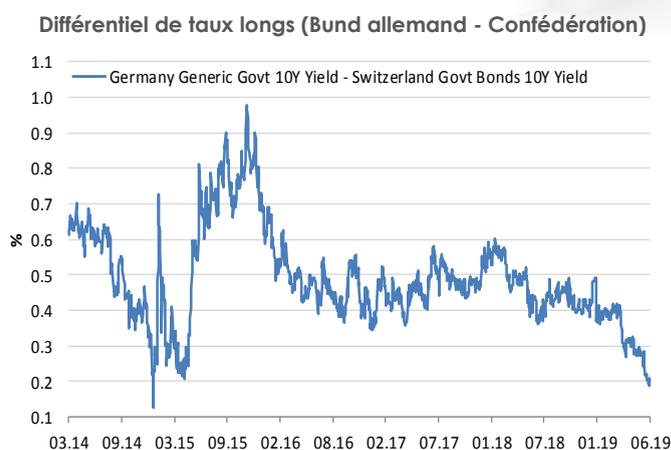
BNS qui réaffirme que sa politique monétaire restera particulièrement accommodante. La BNS dispose d'une marge de manœuvre confortable lui permettant d'agir sur le marché des changes comme sur le niveau des taux directeurs. Bien que la BNS ait remonté récemment sa prévision pour l'évolution de l'inflation en 2019, elle ne devrait pas hésiter si nécessaire à abaisser davantage ses taux directeurs. Une baisse des taux de la Fed le 31 juillet et une action du même type de la BCE pourraient probablement pousser la BNS à réduire son niveau actuel de taux. Les probabilités de nouvelles baisses de taux en zone euro sont croissantes, mais une réduction du taux de dépôt ne devrait intervenir qu'en septembre. Une diminution du taux directeur de la BCE de 0.1% sera peut-être insuffisante pour motiver la BNS à l'action. Elle attendra peut-être un mouvement plus significatif avant d'agir.

Seule une récession peut justifier les rendements à dix ans actuels

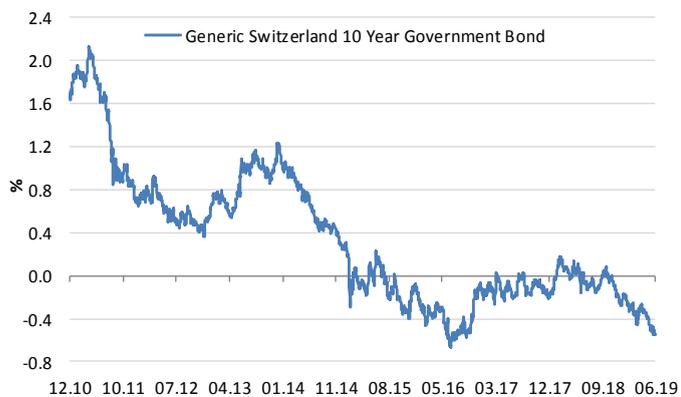
La baisse des taux à dix ans de la Confédération de +0.1% à -0.65% ne repose pas sur une base fondamentale. En touchant à nouveau en début juillet 2019 le niveau de -0.65% atteint en 2016, les taux longs reflètent le sentiment pessimiste largement partagé des marchés de capitaux. Nous estimons au contraire qu'une récession est tout à fait improbable à ce jour et que notre économie helvétique devrait au contraire croître à un rythme proche de +1.5% cette année. Une remontée des taux longs est donc le scénario central privilégié.

Les rendements réels négatifs soutiendront encore plus la croissance

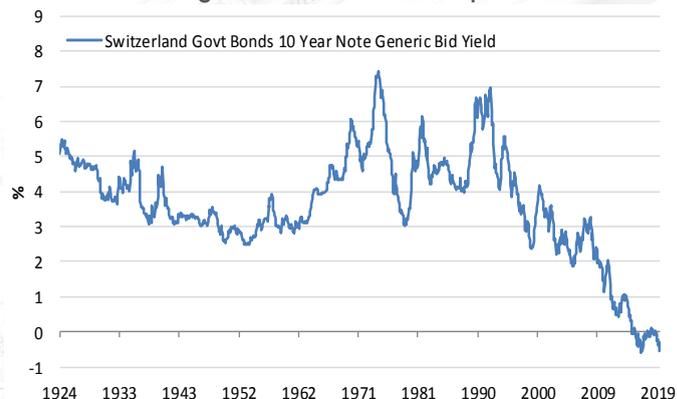
La chute des rendements nominaux s'est avérée supérieure à la baisse de l'inflation au cours du trimestre. Désormais le rendement réel s'est encore enfoncé dans la zone rouge, passant de -1.1% à la fin mars à -1.25% à la fin juin. Les rendements réels restent donc toujours très négatifs.



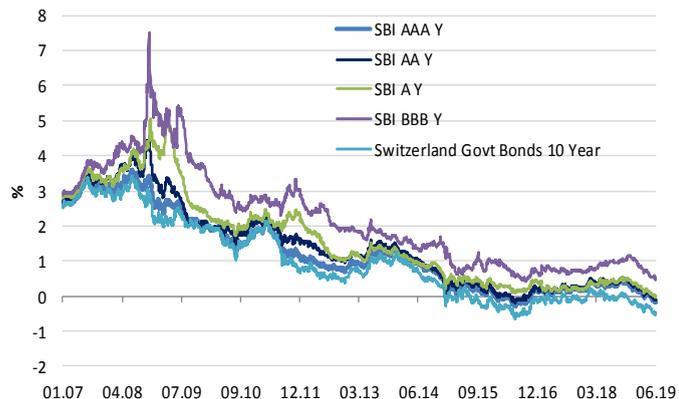
Obligations de la Confédération - taux 10 ans



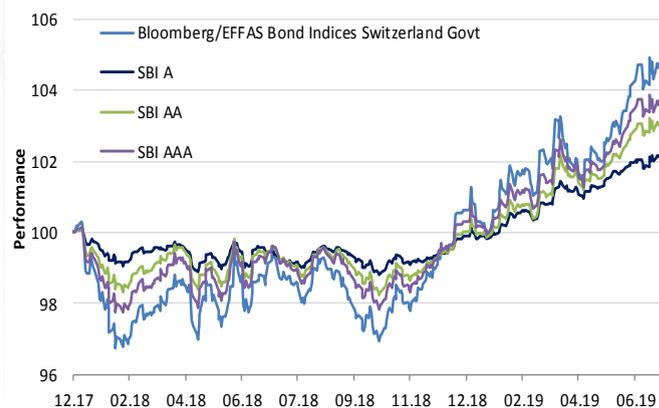
Taux longs de la Confédération depuis 1924



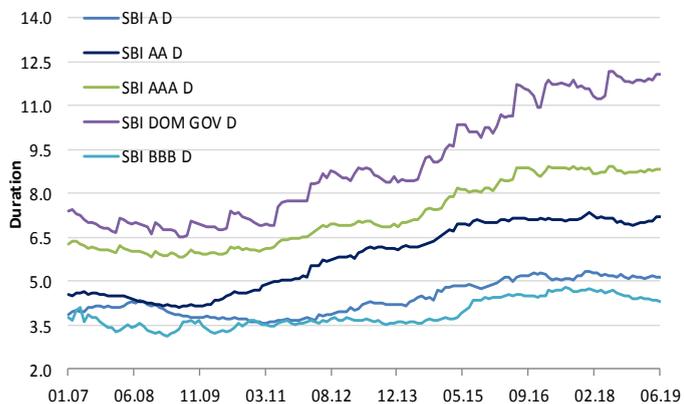
Rendement (en %) par type de débiteur



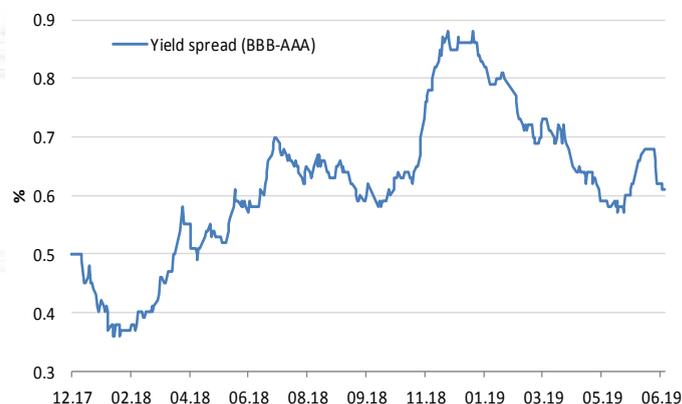
Performance des obligations suisses (base 100)



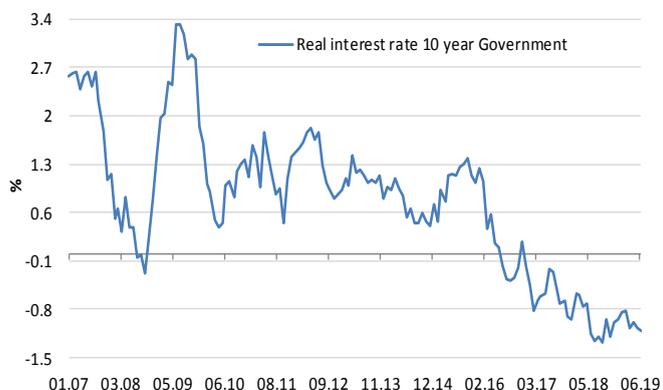
Duration des indices obligataires suisses



Ecart de rendement



Taux d'intérêt réels



INDICES OBLIGATIONS SUISSES (en CHF)

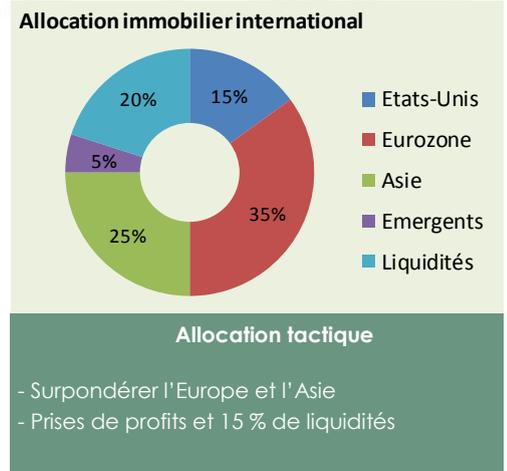
30.06.2019	Last price	Total Return Performance					
		Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
Bloomberg Barclays Series-E Switzerland Govt All > 1 Yr Bond Index	273.9	CHF	0.5	0.6	2.4	4.1	4.1
SBI A-BBB	139.5	CHF	0.2	0.3	1.2	2.8	2.8
SBI AA-BBB	138.5	CHF	0.3	0.4	1.3	3.0	3.0
SBI AAA-AA	140.8	CHF	0.3	0.4	1.6	3.4	3.4
SBI BBB	151.8	CHF	0.3	0.4	1.4	3.3	3.3
SBI AAA-BBB	140.9	CHF	0.3	0.4	1.5	3.2	3.2
SBI DOM GOV AAA-BBB 1-3P	68.0	CHF	0.0	-0.1	-0.5	-1.2	-1.2
SBI DOM GOV AAA-BBB 3-7P	87.7	CHF	0.1	0.0	0.1	-0.2	-0.2
SBI DOM GOV AAA-BBB 7+ P	134.7	CHF	0.6	0.8	3.0	5.2	5.2

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Immobilier international

- Un semestre particulièrement positif pour l'immobilier titrisé
- Les prix de l'immobilier direct restent bien orientés
- Accélération conjoncturelle probable au 2ème semestre
- Taux de capitalisation en baisse
- Politiques monétaires stimulantes pour l'immobilier

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



Un semestre particulièrement positif pour l'immobilier titrisé

La hausse des cours des placements immobiliers titrisés a été exceptionnelle au cours des six derniers mois, bien que l'essentiel de la progression des cours ait cependant été réalisé pendant le 1er trimestre suite à la situation exceptionnelle de la fin d'année 2018 que nous avons qualifiée de véritable aubaine pour l'investisseur rationnel. L'immobilier titrisé a bondi de près de +15% au 1er trimestre avant de stopper sa progression assez brutalement lorsque le scénario conjoncturel mondial s'est assombri en mai. Le retour des risques de récession lié à l'interruption des négociations commerciales a effectivement mis un frein à la hausse des placements immobiliers dont la performance du 2ème trimestre s'est avérée nulle (+0.1%). L'ensemble des marchés régionaux a suivi cette tendance horizontale, à l'exception de la zone euro qui a subi un peu plus de dégagements et de prises de profits en juin, mais qui s'est ensuite reprise rapidement dans les premiers jours du mois de juillet.

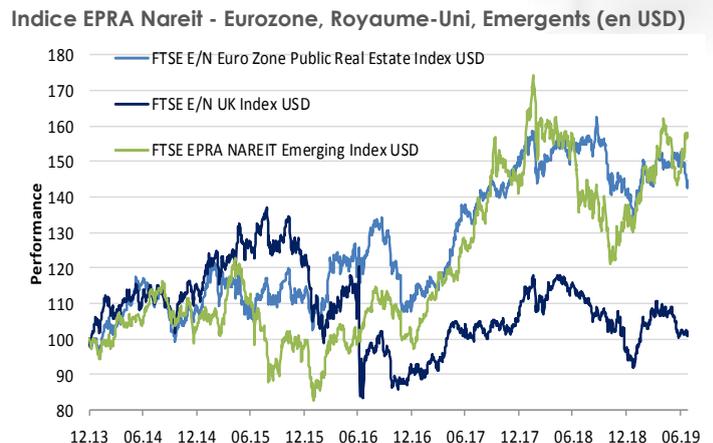
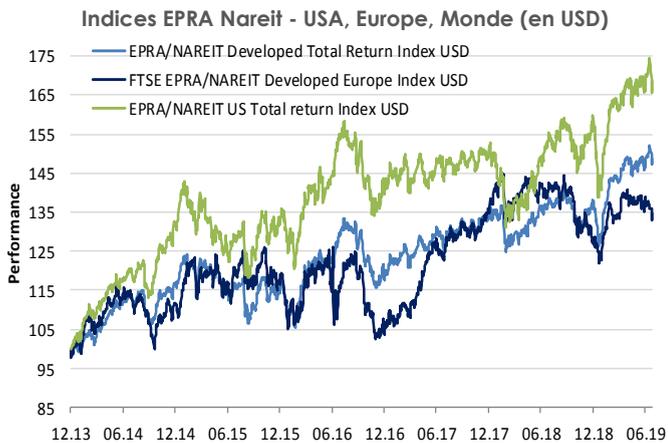
En termes d'allocation d'actifs, nous estimons toutefois que les placements immobiliers titrisés offrent des rendements toujours plus séduisants en comparaison de ceux servis sur les marchés obligataires. L'immobilier international titrisé est donc toujours une forme de diversification intéressante pour 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.

Les prix de l'immobilier direct restent bien orientés

Aux Etats-Unis, le sentiment s'améliore avec les indications que de meilleurs taux hypothécaires devraient stimuler la demande. La demande pour des maisons familiales progresse de concert avec le sentiment des constructeurs désormais au plus haut depuis 2018. Les coûts de construction augmentent cependant sensiblement en raison de la hausse des prix des matériaux de construction et des coûts du travail. Les mises en chantier ont toutefois diminué de -0.9% en juin, mais les chantiers de logements individuels ont augmenté de +3.5% compensant en partie la baisse du mois de mai. La hausse des prix devrait se maintenir au second semestre.

En France, la demande reste particulièrement forte et la rareté de l'offre provoque naturellement des hausses de prix. Le m2 de surface commerciale a bondi de +7% au 2ème trimestre dans la ville de Paris. Les investisseurs étrangers continuent d'investir, comme en témoigne la hausse des volumes de +5% au 1er semestre 2019.



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

La dégradation du climat boursier n'a pas affecté les investissements directs dont le volume de transaction pourrait bien dépasser 20 milliards d'euros en Ile-de-France.

Dans le contexte encore plus incertain des négociations liées au Brexit à seulement quelques mois de la nouvelle date butoir accordée par l'Union européenne, le ratio rendement/risque attendu du marché immobilier ne nous apparaît toujours pas attrayant. Le marché immobilier britannique ne peut en effet s'affranchir de l'incertitude qui entoure encore la question non résolue de la future forme que prendra le Brexit. Les risques d'une nouvelle dégradation des conditions de marchés nous semblent suffisants pour recommander de rester en dehors de cette classe d'actifs, pour l'instant, au moment où la banque d'Angleterre évoque toujours une chute possible de la Livre et une correction de 25% des prix de l'immobilier dans le scénario pessimiste d'un Brexit sans accord.

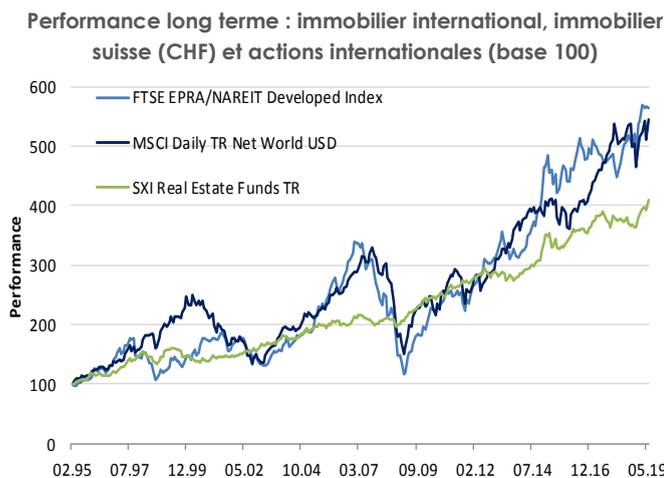
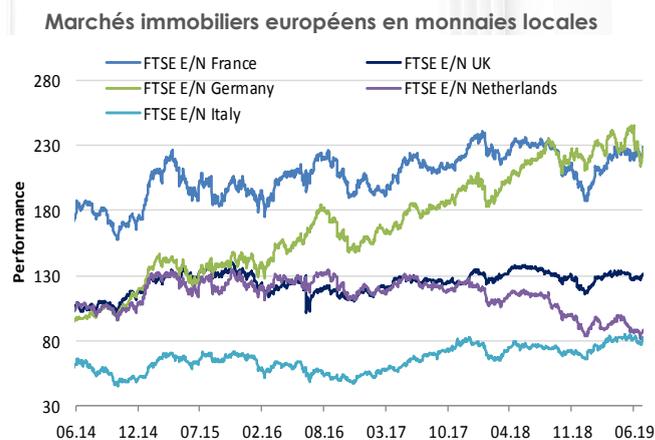
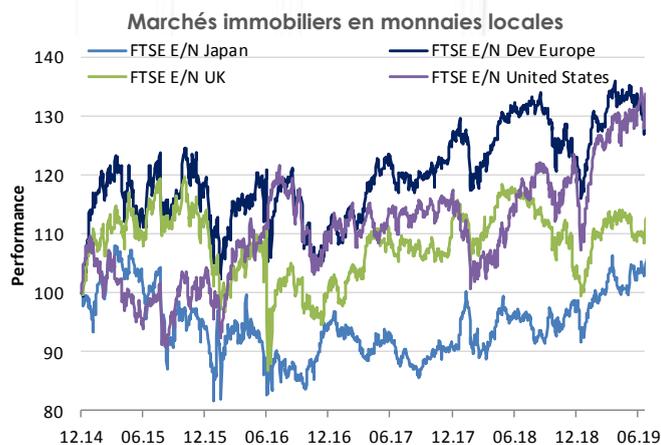
En Chine les prix de l'immobilier ont encore progressé de +0.66% en juin. Sur un an, la hausse des prix des nouvelles maisons s'établit à +10.8%. Les investissements dans l'immobilier ont augmenté de 10.9% en glissement annuel au 1er semestre, soit un peu moins que la progression du 1er trimestre (+11.8%). Le marché immobilier chinois est contrôlé de près par le gouvernement qui modifie les règles en fonction de ses besoins de pilotage pour permettre au prix de progresser de manière plus ordonnée. L'objectif est clair, le gouvernement recherche la stabilité et veut éviter autant une hausse rapide qu'une baisse des prix. Cependant, le ralentissement conjoncturel pourrait pousser le gouvernement à assouplir cette position et autoriser une progression des prix induite par une baisse des taux d'intérêt.

Le marché japonais de l'immobilier commercial enregistre sa 65ème progression mensuelle des prix en juin. Le niveau toujours extrêmement

bas des taux soutien encore la performance des REITs en hausse de +13% depuis le début de l'année. L'indice Japan REIT est à son plus haut depuis 2008, poussé par les investissements toujours importants des assureurs japonais. Les fondamentaux du secteur commercial semblent toujours bons à Tokyo. Les taux de vacance sont toujours bas à 2%, mais l'offre devrait croître de plus de 1 million de mètre carrés en 2020. Les hausses de loyers devraient rester faibles dans ce contexte, pour un rendement stable de l'ordre de 3% à 3.8%. Le segment résidentiel a plus largement profité de la hausse avec une progression des prix de près de +20% en 2019 et de plus de +40% depuis 2015. Le rendement de l'immobilier résidentiel est plus proche de 3%. A ce niveau de prix, les perspectives sont limitées pour les actifs immobiliers japonais.

Accélération conjoncturelle probable au 2ème semestre

Les perspectives de croissances économiques restent l'un des principaux facteurs fondamentaux pour les marchés immobiliers nationaux. L'évolution de ces perspectives au cours des derniers trimestres a clairement mis en évidence l'influence de ce type d'anticipation sur la valorisation de l'immobilier titrisé en particulier, plus réactif évidemment à de tels changements. Les craintes de récession ont été largement exagérées selon nous depuis le dernier trimestre 2018 et n'ont en fait que peu de chances de se concrétiser. Elles avaient cependant très nettement pénalisé les indices immobiliers en fin d'année avant de se reprendre et d'enregistrer de nouvelles progressions. En ce début de 2ème semestre, notre scénario de croissance reste positif et se trouve même renforcé sensiblement par les changements de politiques monétaires qui vont prochainement se matérialiser. En effet, les baisses de taux directeurs et de nouvelles politiques monétaires d'accompagnement à la croissance devraient produire une accélération de la dynamique économique en fin d'année qui pourrait être de nature à relancer l'inflation au-dessus des objectifs des banques centrales.



INDICES IMMOBILIER INTERNATIONAL (en monnaies locales)

		Total Return Performance						
30.06.2019		Last price	Curr. 7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
GLOBAL	FTSE EPRA/NAREIT Glob TR	2929.5 USD	-1.1	2.4	-0.1	15.4	15.4	
DEVELOPED	EPRA/NAREIT Dev TR USD	5465.2 USD	-1.3	1.7	-0.1	15.1	15.1	
DEVELOPED EUROPE	FTSE E/N Dev Europe	2121.7 EUR	-1.1	-2.8	-4.7	9.2	9.2	
EUROZONE	FTSE E/N Euro Zone	2460.3 EUR	-1.4	-5.1	-5.2	7.8	7.8	
USA	FTSE E/N United States	3097.2 USD	-2.2	1.1	0.6	16.7	16.7	
DEVELOPED ASIA	FTSE E/N Dev Asia	1722.5 EUR	-0.8	2.0	-1.2	15.8	15.8	

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Les marchés immobiliers devraient bénéficier de cette conjoncture meilleure. Il faudra cependant rester attentif à la question des valorisations pour l'immobilier titrisé dans un tel contexte pourtant favorable à l'immobilier direct.

Taux de capitalisation en baisse

La baisse généralisée des taux longs au 1er semestre 2019 aura clairement été un facteur favorable au secteur immobilier même si celle-ci n'a pas toujours été justifiée par des fondamentaux finalement plus robustes, notamment aux Etats-Unis. En zone euro, le ralentissement est en effet plus net et justifie plus qu'aux Etats-Unis un changement de politique monétaire et un ajustement des taux longs. La baisse des rendements à dix ans, d'environ 0.5% dans la plupart des régions, réduit un peu plus encore les risques qui pouvaient menacer les valorisations immobilières dans le contexte de hausse des taux longs qui prévalait jusqu'à présent. Cette baisse des taux longs nous semble cependant excessive au regard de la situation conjoncturelle mondiale plutôt résistante. Si la Fed devait, comme le marché l'attend, baisser de 0.25% à 0.5% ses taux directeurs, les perspectives de relance conjoncturelle pour le 2ème semestre ne manqueraient pas d'être révisées cette fois-ci à la hausse. Par conséquent, l'épisode actuel de fléchissement des taux longs ne devrait pas durer. Toutefois, même si nous estimons possible de voir les taux longs retrouver d'ici la fin de l'année les niveaux atteints en septembre 2018 aux alentours de 3%, les marchés immobiliers devraient bénéficier plus largement de la relance conjoncturelle et ne pas être trop affecté par la hausse des taux de capitalisation. La hausse des revenus des ménages et des taux d'intérêt bas soutiendront l'intérêt des particuliers, tandis que les rendements toujours élevés obtenus par les investisseurs sur des placements immobiliers résidentiels ou commerciaux, en comparaison aux marchés des capitaux, motivera une poursuite de la réallocation des actifs en faveur de l'immobilier.

Politiques monétaires stimulantes pour l'immobilier

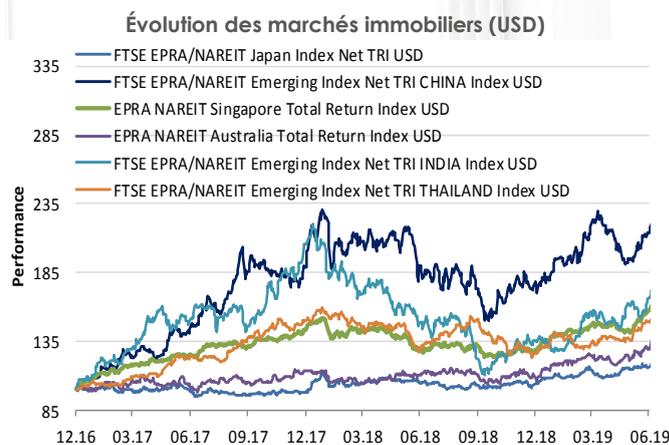
En Europe, la nomination de Christine Lagarde pour succéder à Mario Draghi à la tête de la BCE ne fera sans doute pas l'unanimité, mais si elle n'est effectivement pas économiste, elle pourra compter sur son expérience politique de ministre de l'économie, de l'industrie et de la finance pendant la crise financière en France et ensuite à la tête du FMI, mais surtout sur une équipe d'experts et du Conseil des gouverneurs de banques centrales de l'Union européenne. L'avenir nous dira quel style et quelle politique Mme Lagarde adoptera, mais son élection, sans donner le ton de la future politique menée écarte tout de même les risques d'une politique plus restrictive qui aurait certainement été suivie par un président de la BCE allemand. La BCE devrait donc conserver une politique similaire à celle suivie par Mario Draghi avec sa nouvelle présidente en novembre. La politique de taux bas devrait donc être maintenue et rassurer les marchés. Une baisse des taux directeurs dans le sillage d'une action de la Fed est probable et pourrait être suivie par d'autres mesures de soutien à la croissance de

la zone euro en cas de besoin. Les marchés immobiliers apprécieront certainement cette situation positive pour l'immobilier et ses rendements particulièrement attrayants en comparaison aux rendements obtenus sur les marchés de capitaux.

Aux Etats-Unis, la normalisation de la politique monétaire a clairement pris fin en décembre avec la dernière hausse des taux directeurs de 0.25% à 2.5%. Le statu quo qui a ensuite prévalu jusqu'à ce jour est en passe d'être modifié par la prochaine baisse de taux directeurs attendue le 31 juillet lors de la prochaine réunion du FOMC. Le président de la Réserve fédérale devrait annoncer un changement de politique monétaire qui prendra la forme d'une baisse de 0.25% ou de 0.5% des taux directeurs. Cette décision est très largement attendue et devrait avoir un impact favorable sur les perspectives de croissance économique, mais aussi sur le marché immobilier américain qui bénéficiera à nouveau de meilleures conditions de financement ainsi que de facteur d'actualisation des loyers favorable à une revalorisation des prix de l'immobilier. Le second semestre 2019 devrait être encore un peu plus favorable à l'immobilier américain en renforçant aussi l'attractivité du financement hypothécaire.

Allocation tactique encore favorable à la zone euro et à l'Asie

Les indices régionaux reflétant l'évolution de l'immobilier titrisé ont enregistré des performances modestes et très corrélées au cours des trois derniers mois. Les écarts de performance ont en effet été particulièrement faibles entre la plupart de ces indices dont les performances étaient comprises entre +0.1% et +0.7%, à l'exception du marché européen (-4.75%) et du marché britannique (-1.95%). En termes de politique de placement, nous privilégions toujours une exposition supérieure aux marchés européens et asiatiques et sous pondérons les Etats-Unis dans notre grille d'allocation régionale.

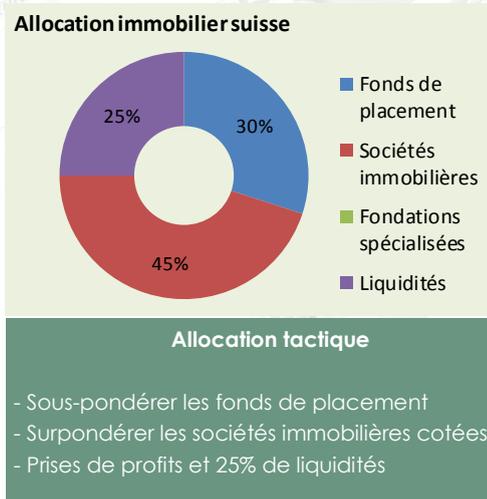


PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Immobilier suisse

- Nouveaux sommets après une consolidation de courte durée
- Rendement du dividende des sociétés immobilières toujours élevé
- Attention à la hausse des agios des fonds de placement

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



Nouveaux sommets après une consolidation de courte durée

L'immobilier titrisé suisse reste particulièrement recherché par les investisseurs en quête d'alternative aux rendements obligataires déprimés voir négatifs. Après dix semaines seulement de consolidation limitée et sans réelle hausse de la volatilité entre le mois d'avril et la mi-juin, les indices des fonds de placement suisses comme les indices des sociétés immobilières suisses ont repris une tendance haussière en fin de trimestre. Comme pour les actions suisses, la consolidation en mai s'est limitée à environ -3.5% de baisse, puis l'environnement de taux négatifs et le retour d'un certain optimisme des investisseurs ont relancé une hausse permettant aux deux formes de placement indirectes d'enregistrer de nouveaux sommets. Certes la progression du 2ème trimestre des fonds de placement (+4%) et des sociétés immobilières (+4.5%) n'est pas aussi impressionnante qu'en début d'année, mais elle porte à nouveau la contribution positive du segment à +13% en six mois malgré les nouvelles émissions qui sont venues alimenter le marché.

Le rendement du dividende des sociétés immobilières reste très élevé

La chute des rendements obligataires de 0.1% à -0.65% a évidemment contribué au regain d'intérêt des investisseurs pour la classe d'actifs. Le différentiel de rendement déjà confortable en faveur de l'immobilier titrisé s'est ainsi très nettement accru justifiant assez facilement le transfert de risque d'un segment à l'autre. Malgré ces développements réjouissants pour l'investisseur, la hausse des cours n'a pas dramatiquement touché le rendement moyen des fonds immobiliers suisses qui reste toujours très attractif avec un taux moyen de 2.85%. Les sociétés immobilières tirent encore un peu mieux leur épingle du jeu en enregistrant des plus-values similaires, mais en maintenant un niveau de rendement du dividende élevé à 3.71%.

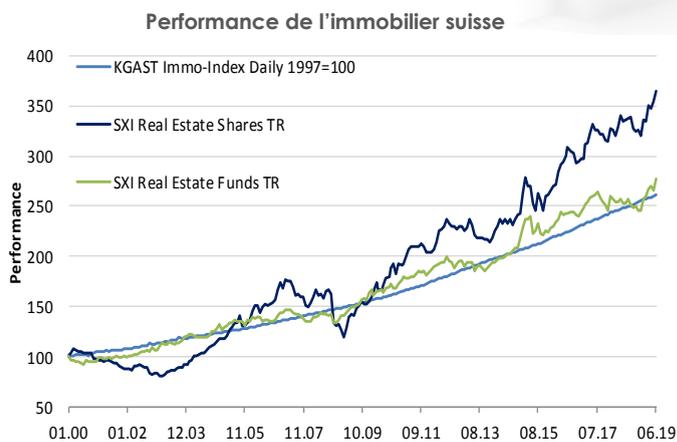
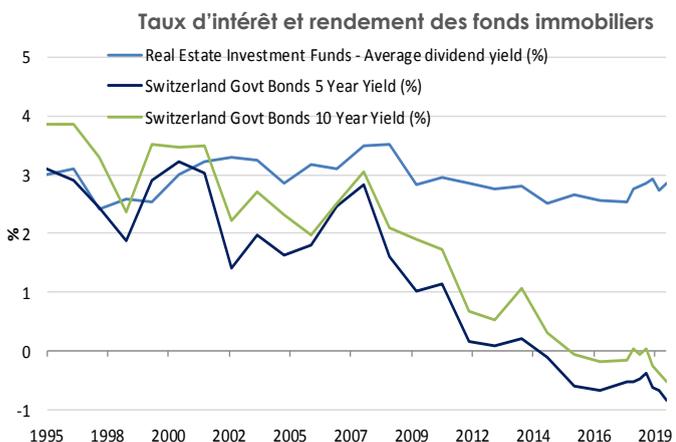
Attention à la hausse des agios des fonds de placement

En ce qui concerne les valorisations, l'agio moyen des fonds de placement est en hausse de 24.4% à 26.86% sur la période, il s'approche désormais de plus en plus des agios maximums atteints en 2015 et 2016 (environ 30%) et se situe dans la partie haute de sa bande de fluctuation des 25 dernières années. En ce qui concerne l'agio moyen des sociétés immobilières, la valorisation est restée relativement stable à 21.41%, il reste proche de sa moyenne historique sur 15 ans. Le niveau de rendement de ces deux types de placements reste particulièrement attractif et justifie encore l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs au second semestre 2019. La hausse des agios devrait clairement être un facteur de risque à observer de près pour l'analyse des risques inhérents au marché des fonds de placements immobilier. Il constituera sans doute un frein à court terme à une future progression des cours. Les sociétés immobilières présentent moins de risque dans ce contexte en offrant un rendement supérieur et des agios plus raisonnables en comparaison historique et vis-à-vis des agios moyens des fonds de placement.

IMMOBILIER SUISSE

Name	Last price	Total Return Performance				
		7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
SXI Real Estate Funds TR	SWIT INDEX 408.4	2.2	4.5	4.0	13.0	13.0
SXI Real Estate Idx TR	REAL Index 2722.1	1.0	2.8	4.0	13.9	13.9
KGAST Immo-Index*	WUPIIMM Index 291.7				2.1	2.1

* subject to one-month lag



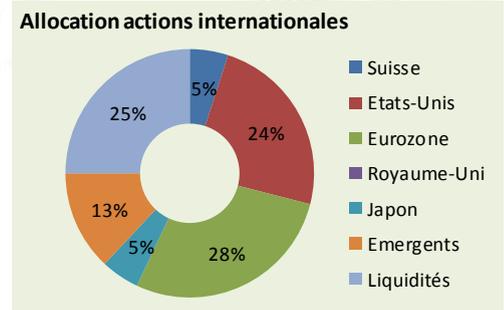
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions internationales - Régions

- Réduction de l'exposition en actions internationales
- Quel potentiel de hausse pour les actions américaines ?
- Prime de risque élevée pour les actions européennes
- Nikkei sous influence de la guerre commerciale
- Les marchés émergents profiteront de l'amélioration du scénario

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



Allocation tactique

- Surpondérer l'Europe et émergents
- Sous-pondérer le Royaume-Uni et le Japon
- Neutre Etats-Unis
- Prises de profits et 20% de liquidités

Réduction de l'exposition en actions internationales

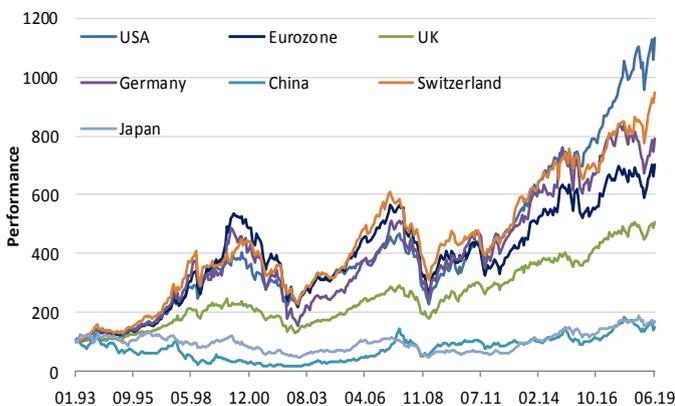
Renversement extrêmement rapide en juin de la perception des risques et opportunités dans les marchés actions. La perspective d'une baisse de taux directeurs a en effet motivé un rebond puissant des cours. Celle-ci n'aura pourtant que peu d'effet macro-économique si le scénario de récession l'emporte. La volatilité des marchés constatée ces deux derniers mois a donc fortement influencé les niveaux de risques de la classe d'actifs « actions » pendant cette période. Nous annoncions en avril que les derniers développements boursiers suggéraient une augmentation des risques de correction des cours des actifs risqués en mai, puis nous relevions à la fin mai, que la correction attendue qui s'était alors manifestée réduisait le niveau de risque pour les marchés actions et suggérait donc un retour sur les points neutres des expositions en actions internationales. Un mois plus tard, le rebond rapide des cours, motivé essentiellement par la perspective d'une baisse de taux directeurs de la Fed en juillet, replace à nouveau les marchés actions en zone de risque. Pourtant, l'incertitude domine toujours très largement en cette période estivale, quelques semaines seulement avant la publication du PIB américain du 2ème trimestre et la prochaine décision de politique monétaire de la Réserve fédérale américaine qui sera connue le 31 juillet. Les marchés de taux craignent une récession et considèrent indispensable un assouplissement de la politique monétaire, tandis que les marchés actions adoptent une vision quelque peu schizophrénique en ne voulant pas intégrer le risque d'une chute des profits logiquement liée à un risque de récession tout en saluant une possible baisse de taux justifiée par ce même risque. Après une hausse de près de +17% des actions internationales,

les niveaux de risque sont à nouveau élevés. La décision de la Fed sera sans doute cruciale et pourrait provoquer un retour très net de la volatilité en août. La hausse du mois de juin des indices actions replace ainsi la classe d'actifs dans une zone de risques élevés et accroît la probabilité d'une correction prochaine des cours dans les deux scénarios envisagés. Si le ralentissement s'avère réel, les niveaux de valorisations des actions ne résisteront pas à la perspective d'effondrement des profits même en cas de baisse de taux directeurs en juillet de la Fed. Dans le cas contraire, si la croissance s'avère résistante et les perspectives toujours relativement solides, les attentes de baisse de taux directeurs s'évanouiront et laisseront place à une remontée des taux longs. Les marchés actions devraient également être pénalisés par ce phénomène. Nous recommandons à nouveau de réduire l'exposition aux actions dans ce contexte peu enclin à provoquer une nouvelle vague d'appréciation des cours.

Quel potentiel de hausse pour les actions américaines ?

Les deux derniers mois ont été marqués par l'une des plus fortes contradictions observées historiquement entre les marchés actions et les marchés de taux. Alors que les marchés de taux suivaient les statistiques économiques pointant vers un net ralentissement conjoncturel, l'indice S&P500 rebondissait et testait de nouveaux sommets. Les deux marchés sont montés en espérant une baisse des taux de la Réserve fédérale, qui pourrait bien arriver effectivement malgré la situation plutôt positive de l'économie américaine. Une baisse des taux serait sans aucun doute un facteur accélérateur de la croissance et pourrait

Marchés actions long terme (base 100)



Actions chinoises A et B (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

bien finalement servir les intérêts de la Fed en augmentant la probabilité de reprise de l'inflation plus nettement au-dessus de l'objectif de 2%, sachant que la dernière publication de l'inflation ex-alimentation et énergie était à nouveau de +2.1%.

A ce point du cycle financier, la question clé est de savoir quelle nouvelle hausse des actions peut encore accompagner le scénario actuel de baisse de taux préventive de la Fed ?

Rappelons que le chemin qui pourrait être pris en juillet pourrait en fait s'avérer excessif en regard de la conjoncture réelle, voir même être inutile, ce qui pourrait ultérieurement provoquer des ajustements indispensables, un nouveau renversement de politique monétaire et de nouvelles hausses des taux directeurs. Une situation qui pourrait prendre les marchés actions à contre-pieds d'autant que l'exposition moyenne en actions qui est aujourd'hui estimée par JPM à 43.6% est en fait surpondérée par rapport à la moyenne historique. Mais cette surpondération est toutefois inférieure à la position observée avant la correction du mois de septembre 2018.

Par ailleurs, une correction du marché obligataire américain devrait avoir un impact négatif sur les indices actions, mais les principaux risques aujourd'hui sont de trois ordres. Tout d'abord une réaction de la Fed insuffisante et décevante pourrait générer des déceptions et des ventes d'actions. Ensuite, une reprise économique inattendue et plus solide au 2ème trimestre qui retiendrait l'action de la Fed et qui interviendrait alors que les positions en futures S&P500 en % des « open interest » sont en fait au plus haut depuis 2012 dans les portefeuilles des gestionnaires d'actifs et des fonds spéculatifs. Finalement, la publication des résultats des entreprises américaines qui débute pourrait aussi être un élément perturbateur important, notamment si les « forward guidance » des sociétés s'avèrent plus pessimistes et prudentes alors que les indices boursiers ont été dopés par la perspective d'une baisse de taux en juillet. Les résultats du 2ème trimestre devront donc être bons pour confirmer les attentes liées à la hausse récente des cours boursiers pour maintenir la trajectoire haussière actuelle. Les entreprises devront donc surprendre favorablement pour ne pas provoquer de prises de profits. Elles devront aussi annoncer des prévisions plus positives pour conforter l'optimisme actuel des investisseurs et devront rassurer également sur les effets potentiels d'une poursuite du conflit

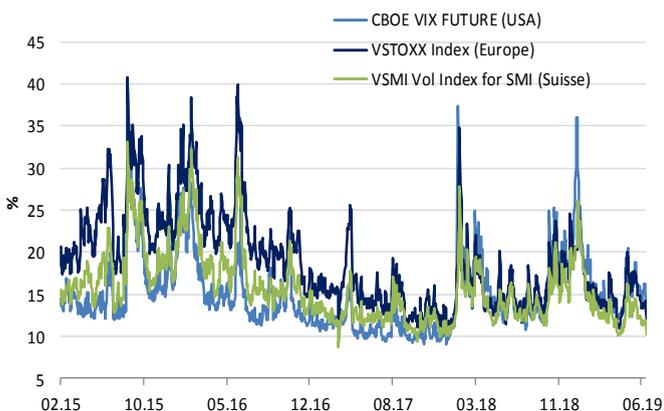
commercial entre la Chine et les Etats-Unis. Les prévisions récentes ont pourtant été plutôt faibles en comparaison historique sur trois ans. Si les attentes de progression des bénéfices sont effectivement basses et peuvent être dépassées, les hausses de coûts de production et les pressions sur les marges nous semblent toujours présentes, ce qui limite selon nous le potentiel haussier du marché américain.

Prime de risque élevée pour les actions européennes

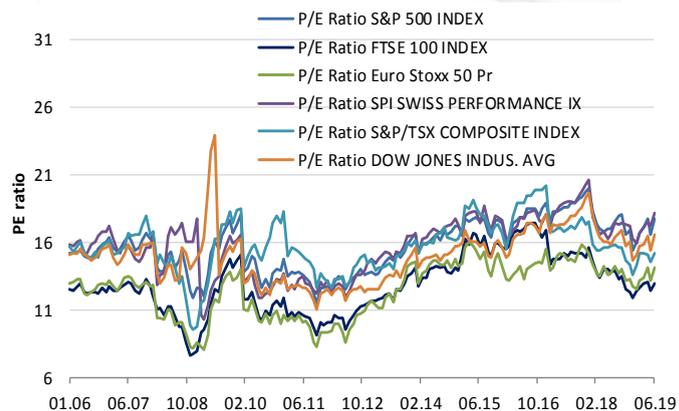
L'évolution des actions européennes depuis le début de l'année au 30 juin (+19.22%) s'est avérée finalement proche de celle du marché américain (+18.54%) ou des actions suisses (+21.84%), grâce notamment au 2ème trimestre qui a enfin été un peu plus favorable au marché européen. La corrélation du marché européen est pourtant restée élevée, et malgré une performance relative enfin un peu meilleure, la prime de risque de près de 25% calculée sur les niveaux de valorisation relatifs n'a pas réellement et significativement bougé malgré les mouvements importants observés tant à la hausse qu'à la baisse sur les divers indices. 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, mais ce phénomène ne s'est pas encore réellement matérialisé.

Le PE global du marché européen (14.2x) reste toujours très inférieur à celui du marché américain (17.93x). L'écart de valorisation se maintient à environ 26%, ce qui constitue une prime de risque relativement importante qui ne semble pourtant pas s'ajuster 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. Cet écart de valorisation est peut-être pour l'instant explicable par la perception d'une plus forte sensibilité des valeurs européennes à des chocs externes tels que le ralentissement en Chine ou dans les pays émergents. Les investisseurs sont donc peut-être plus convaincus pour l'instant par la capacité des sociétés américaines à faire face à de tels chocs que les valeurs européennes. Une meilleure conjoncture devrait être par conséquent la clé d'une surperformance des actions européennes.

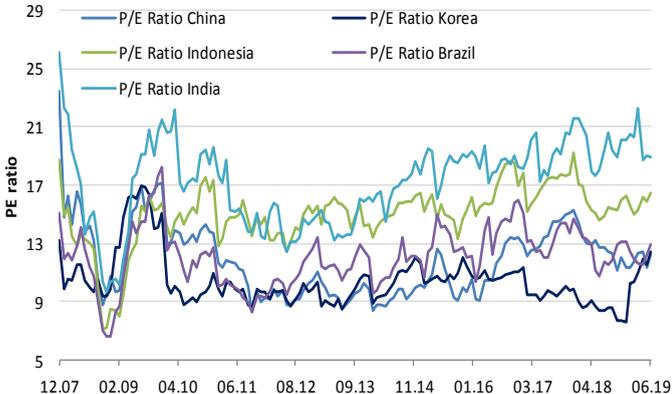
Indicateurs de volatilité (USA, Europe, Suisse)



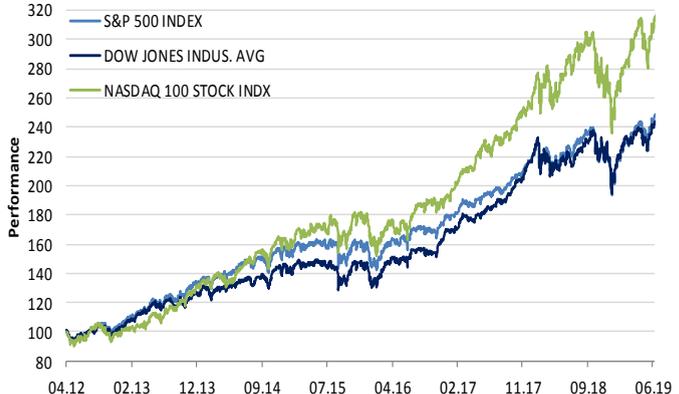
PE des marchés développés



PE des marchés émergents



Marchés actions US (base 100)



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

Cependant, dans le contexte plus risqué pour les marchés actions évoqué plus haut, les actions européennes devraient également être pénalisées par l'ajustement du scénario financier et subir des prises de profits similaires à celles attendues aux Etats-Unis. L'avantage de valorisation actuel toujours important ne permettra sans doute pas aux valeurs européennes de surperformer les indices américains en cas de modification des anticipations des marchés actions.

Nikkei sous influence de la guerre commerciale

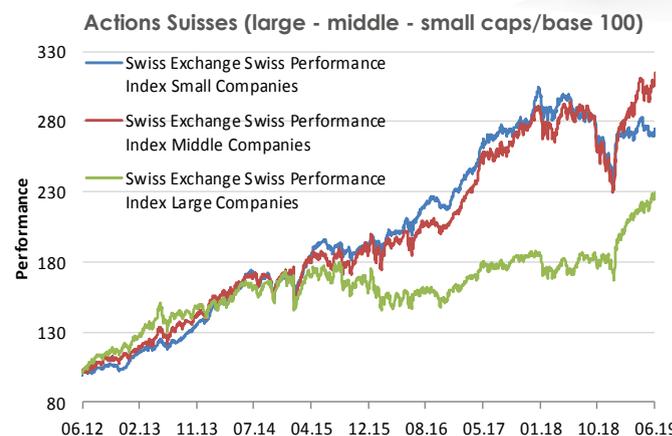
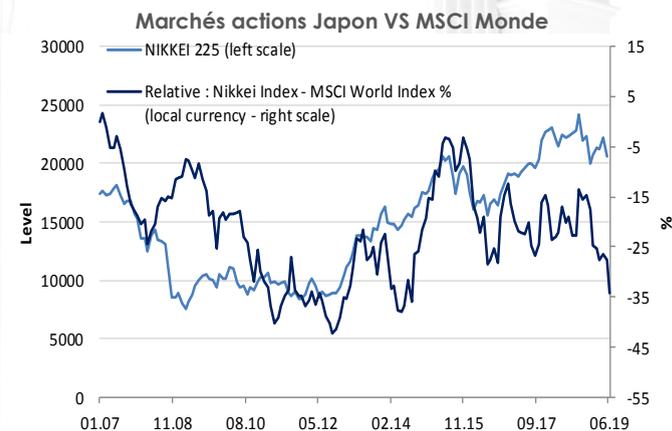
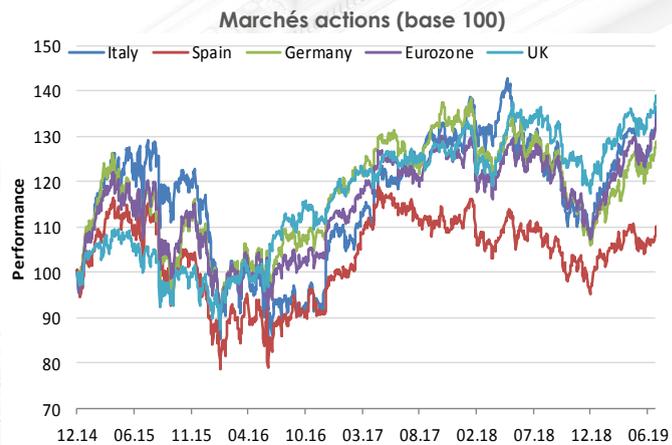
Le Nikkei reste influencé pour l'instant par la situation conjoncturelle spécifique du Japon dans le contexte général de guerre commerciale entre la Chine et les Etats-Unis. Les conséquences de cette incertitude sont réelles mais les risques sont certainement surestimés. Les fondamentaux du marché japonais se sont en fait améliorés. Les marges sont notamment plus élevées et les valorisations sont raisonnables. Le pire est peut-être déjà passé pour les entreprises japonaises, qui pourraient à nouveau profiter d'un changement de perception des risques, alors que les attentes des investisseurs sur les profits pour 2019 sont faibles et pourraient être dépassées. 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.

Prudence sur les actions britanniques

Dans le contexte actuel toujours plus incertain sur le plan politique au Royaume-Uni et les risques croissants d'un Brexit sans accord, le ratio rendement/risque attendu du marché actions ne nous apparaît toujours pas attrayant. La livre reste sous pression également en raison du ralentissement conjoncturel qui s'installe. Nous maintenons donc notre recommandation de prudence à l'égard des actions britanniques, malgré une valorisation raisonnable et un rendement du dividende intéressant.

Les marchés émergents profiteront de l'amélioration du scénario

Les marchés émergents n'ont pas été les favoris des investisseurs au cours du 1er semestre. La performance sur six mois de +10.6% est en effet largement inférieure à celle des marchés développés et de l'indice MSCI Monde (+17%). L'absence de progrès dans les négociations commerciales continue de peser sur la performance des marchés émergents dépendants du commerce international. Les craintes d'un ralentissement économique international ont largement retenu la progression des marchés émergents. Ces derniers devraient toutefois renouer avec les performances relatives plus positives et profiter d'une revalorisation des évaluations lorsque le scénario consensuel sera moins incertain.



INDICES ACTIONS - REGIONS (en monnaies locales)

		Total Return Performance						
	Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
ACTIONS SUISSES	SPI Swiss Performance Index	11977.4	CHF	0.0	3.7	5.8	21.8	21.8
ACTIONS SUISSES SMALL-MID CAPS	SPI Extra Total Return	4270.3	CHF	1.1	4.2	4.8	20.0	20.0
ACTIONS EUROPEENNES	STXE 600 € Pr	384.9	EUR	0.1	4.5	2.2	17.2	17.2
ACTIONS EUROPEENNES SMALL-MID CAPS	MSCI Europe Small Cap Net TR E	410.1	EUR	0.4	2.9	-0.1	15.7	15.7
ACTIONS UK	FTSE All-Share Index	4056.9	GBP	0.4	3.7	2.7	12.9	12.9
ACTIONS US	S&P 500 Index	2941.8	USD	-0.3	7.0	3.1	18.5	18.5
ACTIONS US SMALL-MID CAPS	RUSSELL 2500	635.6	USD	0.9	7.1	1.7	19.2	19.2
ACTIONS JAPON	NIKKEI 225	21275.9	JPY	0.2	3.4	-1.0	7.5	7.5
ACTIONS JAPON SMALL-MID CAPS	Russell/Nomura Mid-Small Cap I	797.7	JPY	0.5	2.3	-5.9	2.6	2.6
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPON	MSCI AC Asia Pac Ex Japan	527.8	USD	0.8	6.4	-0.2	12.5	12.5
ACTIONS ASIATIQUES EX JAPON SMALL-MID CAPS	MSCI AC Asia Pacific Ex Japan Small Cap	933.3	USD	0.5	3.2	-2.7	6.9	7.0
ACTIONS EMERGENTES	MSCI EM	1054.9	USD	0.4	6.3	-0.4	10.7	10.7
ACTIONS INTERNATIONALES DIVERSIFIEES (USD)	MSCI Daily TR Net World	6331.1	USD	0.0	6.6	2.8	17.0	17.0

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions internationales - Secteurs

- Recentrage des allocations relatives
- Réduire à nouveau l'exposition aux valeurs du numérique et de la technologie
- Réduire l'allocation à la consommation discrétionnaire
- Surpondérer l'énergie et les matériaux



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	→ ↗						

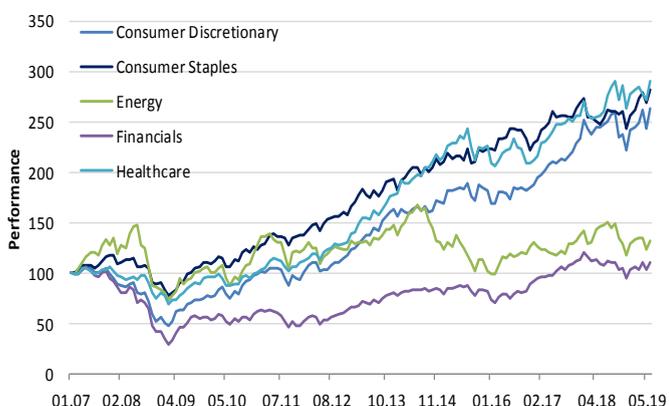
INDICES ACTIONS - SECTEURS

		Total Return Performance						
Name	Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
CONSUMER DISCRETIONARY	MSCI WORLD/CONS DIS	261.3	USD	0.3	7.8	4.1	18.5	18.5
CONSUMER STAPLES	MSCI WORLD/CON STPL	237.5	USD	-0.6	4.3	3.2	15.5	15.5
ENERGY	MSCI WORLD/ENERGY	202.5	USD	0.1	7.1	-2.5	13.2	13.2
FINANCIALS	MSCI WORLD/FINANCE	116.5	USD	1.2	6.1	4.3	15.6	15.6
HEALTHCARE	MSCI WORLD/HLTH CARE	250.1	USD	-0.5	6.8	1.3	10.1	10.1
INDUSTRIALS	MSCI WORLD/INDUSTRL	260.8	USD	0.5	7.4	3.2	20.3	20.3
MATERIALS	MSCI WORLD/MATERIAL	261.8	USD	1.5	10.7	3.0	17.8	17.8
REAL ESTATE	MSCI WORLD/REAL ESTATE	222.1	USD	-1.7	2.0	0.5	17.1	17.1
TECHNOLOGY	MSCI WORLD/INF TECH	268.0	USD	-0.1	8.7	4.5	26.9	26.9
TELECOMMUNICATION	MSCI WORLD/TEL SVC	71.3	USD	-0.6	4.0	3.3	16.7	16.7
UTILITIES	MSCI WORLD/UTILITY	139.9	USD	-1.7	3.8	3.3	13.5	13.5

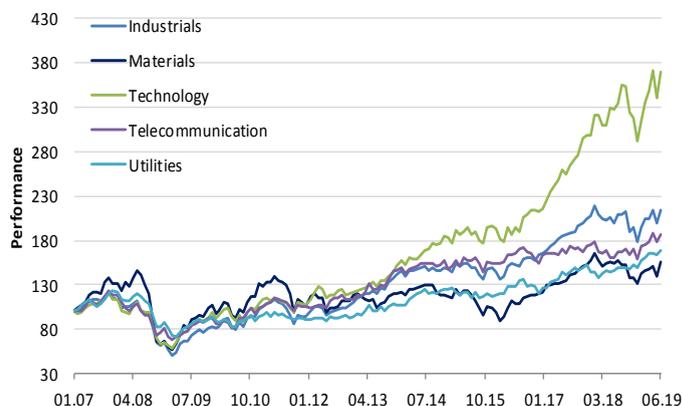
L'analyse des performances relatives sectorielles sur les six premiers mois de l'année place en première position le secteur de la technologie en hausse de +26.1% et en dernière position le secteur pharmaceutique (+7.1%). Tous les secteurs ont enregistré des progressions à deux chiffres à l'exception de ce dernier. On retrouve parmi les secteurs à forte performance, la consommation discrétionnaire (+20.9%), l'industrie (+20.2%) et l'immobilier (+18.4%). Le segment énergie (+11.1%) enregistrait un résultat inférieur aux attentes, essentiellement en raison de sa contre-performance des trois derniers mois consécutive à la dernière correction temporaire des cours du brut. A contrario, les financières ont réalisé aux Etats-Unis la meilleure performance sectorielle du trimestre. Dans le contexte d'une probable baisse des taux directeurs en juillet, largement anticipée par les marchés financiers, nous suggérons une réduction, comme en septembre 2018, de l'allocation aux valeurs de la technologie après la progression déjà importante de plus de +25%

des cours. Le secteur énergie devrait rester surpondéré dans la perspective d'une poursuite de la hausse des cours du brut. Les matériaux de base et notamment les mines d'or peuvent encore bénéficier du changement de perception sur les cours du métal jaune et devraient rester surpondérés. L'exposition au secteur de la consommation discrétionnaire est également en diminution. Les performances récentes qui ont poussé le marché américain à enregistrer des nouveaux sommets ont été tirées par les espoirs de baisses de taux. Désormais, les risques de déception nous semblent supérieurs aux éventuelles surprises positives sur les profits des entreprises et les perspectives annoncées. Nous envisageons dans ce contexte un rééquilibrage des allocations relatives plus proches de celles des indices boursiers et favorisons en particulier les petites et moyennes valeurs. Sur le plan sectoriel, nous proposons de réduire l'exposition aux secteurs ayant déjà bénéficié d'une revalorisation importante des cours et des valorisations.

Performance des secteurs MSCI World (base 100)



Performance des secteurs MSCI World (base 100)



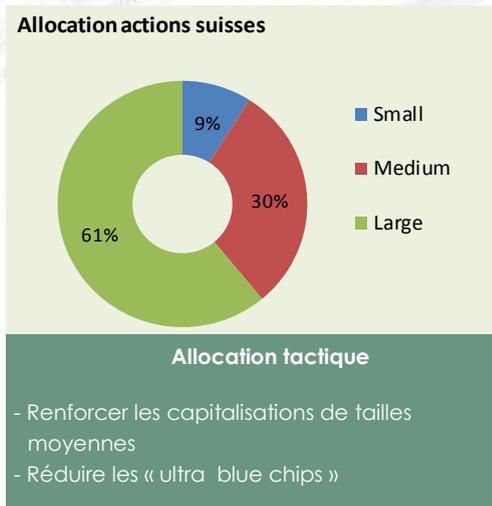
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Actions suisses

- Euphorie temporaire sur le marché des actions suisses
- Objectif « bottom up » pour le SMI atteint pour 2019
- Arbitrage favorable aux « small caps »

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



Euphorie temporaire sur le marché des actions suisses

En fin d'année, après la correction marquée des valeurs suisses, nous estimons que sans un ralentissement marqué de la croissance mondiale en 2019, les perspectives pour les actions suisses étaient favorables, en particulier pour les titres du SPI et des 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 a rapidement fait place à une reprise fulgurante en quatre mois. L'euphorie succédait ainsi à la panique. La chute des actions internationales en mai (-5.8%) n'affectait pas le marché suisse qui enregistrait de nouveaux sommets en juin, dans un contexte de reprise conjoncturelle et d'espoirs de baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, mais aussi de valorisations des actions plus que généreuses.

Le déclin des taux d'intérêt en francs suisses qui s'est poursuivi au 2ème trimestre a également soutenu la progression des cours des actions dans notre pays.

Les hausses des « ultra blue chips » comme Nestlé (+30%) et Novartis (+24%) ont largement porté et soutenu la progression des indices globaux, en progression de +20% en six mois. Nous recommandons en mai de réduire l'exposition en titres suisses en considérant que les perspectives de progression pour les « ultra blue chips » étaient désormais limitées, ce qui devait dès lors peser sur les niveaux des indices. La valorisation de Nestlé à environ 24x les profits attendus pour 2019 est clairement supérieure à la valorisation moyenne historique et le niveau de rendement d'à peine 2.4% représentent des facteurs peu encourageants pour surpondérer le principal « blue chip » de la bourse suisse. Le ratio cours/bénéfice du SMI est désormais de 20x les profits attendus, ce qui nous semble plutôt généreux dans l'environnement actuel.

A ces niveaux de valorisation de l'ensemble du marché suisse, nous recommandons d'adopter une stratégie plus défensive après la progression ininterrompue des cours depuis le début de l'année.

Objectif « bottom up » pour le SMI atteint pour 2019

Les principaux « blue chips » du SMI ont profité de leur caractère défensif en 2019, un atout appréciable dans le contexte particulièrement incertain qui prévalait en début d'année après la correction importante des cours du 4ème trimestre 2018. L'augmentation des incertitudes en mai, liée à l'échec des négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, a eu un effet limité sur notre marché actions, qui a bénéficié à la fois de statistiques macro-économiques domestiques positives et de la perception des investisseurs que la Suisse devait être moins affectée que d'autres marchés par un éventuel affaiblissement conjoncturel. La correction des cours en mai a donc été limitée en Suisse en comparaison internationale, pourtant la vigueur du franc suisse contre le dollar (appréciation de près de +5%) et contre l'euro (+3.3%) au cours de cette période aurait pu avoir un impact négatif sur l'estimation des résultats des multinationales helvétiques. Cela n'a pas été le cas, mais ce facteur pourrait tout de même être pris en compte au second semestre. Une estimation de progression des cours fondée sur une approche de type « bottom up » permettait d'envisager une hausse des cours des sociétés incluses dans le SMI en 2019 jusqu'au niveau de 10'000 points. Ce niveau de l'indice SMI correspondait alors à une valorisation de 20x les profits de l'année 2019. Cet objectif a été atteint en juin, dans une phase d'accélération à la hausse des cours, soutenue par un climat boursier à nouveau dopé par l'espoir d'une baisse de taux aux Etats-Unis. Le rendement du dividende de 3% reste attrayant en comparaison internationale et évidemment relativement aux rendements obtenus sur le marché des capitaux en francs suisses.

Arbitrage favorable aux « small caps »

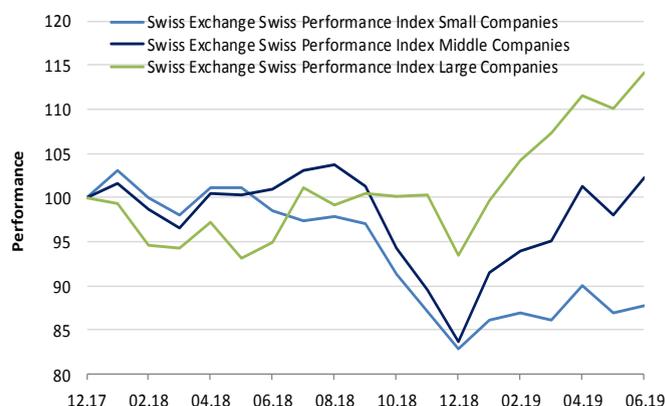
Le marché suisse a profité de son caractère défensif et d'un rendement sur dividende particulièrement intéressant dans le contexte pourtant incertain des derniers mois. Il a atteint un objectif de valorisation à 20x les profits de l'année 2019 à la fin du 1er semestre. Sur cette base, les perspectives de progression pour le SMI nous semblent limitées et nous observons plutôt des opportunités dans le SPI au sein des petites et moyennes capitalisations boursières.

ACTIONS SUISSES - Capitalisations

Name	Last price	Total Return Performance					YTD %
		7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %	
SPI SWISS PERFORMANCE IX	11977.4	0.0	3.7	5.8	21.8	21.8	
SPI SMALL COMPANIES INDX	24279.0	0.8	0.9	1.0	5.8	5.8	
SPI MIDDLE COMPANIES IDX	16936.3	0.9	4.4	5.9	22.2	22.2	
SPI LARGE COMPANIES INDX	11409.0	-0.3	3.7	5.9	22.2	22.2	

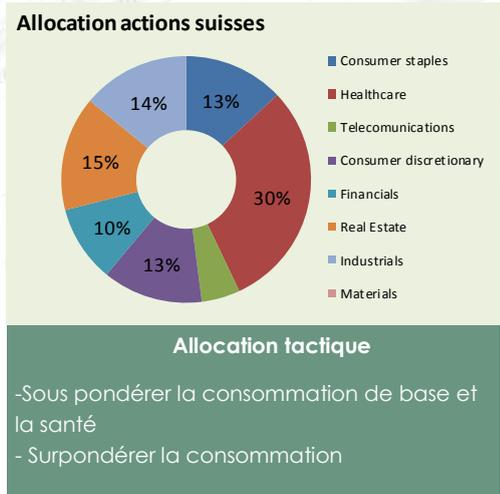
Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

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	→	↗								



Les objectifs de progression des cours sont déjà atteints pour le SMI

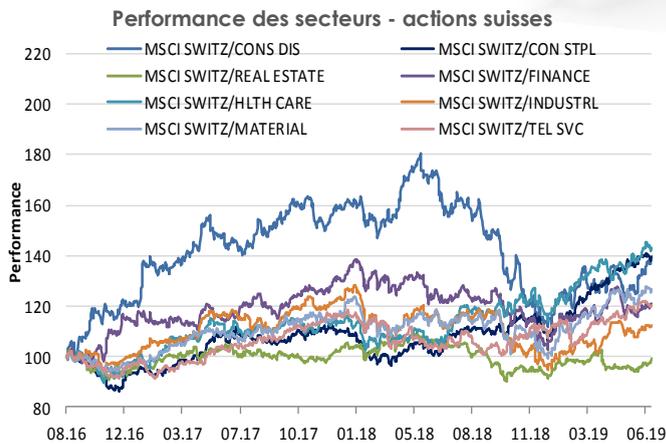
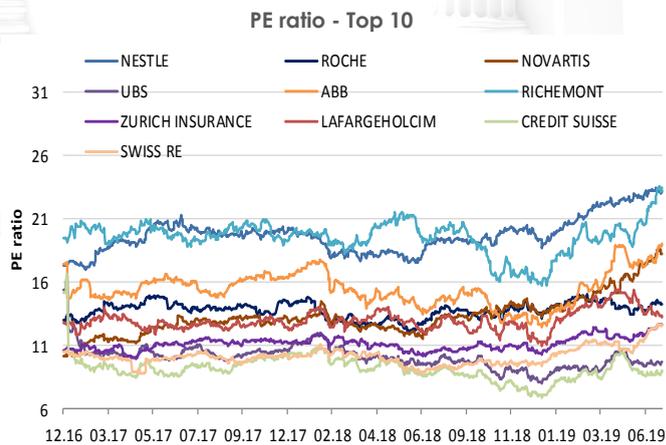
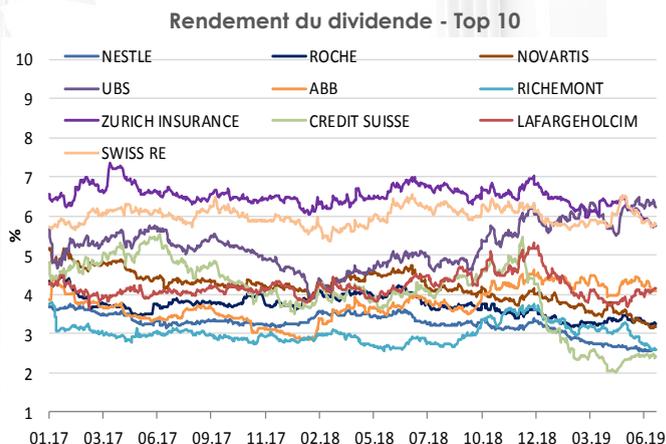
Les « ultra blue chips » avaient été assez largement plébiscités par les investisseurs dans la première phase de reprise de la bourse suisse au cours du 1er trimestre en enregistrant des performances entre +16.3% et +18.9%, surpassées uniquement par les titres Lonza (21.2%) et Lafarge (+21.4%). Le changement de sentiment avait ainsi d'abord profité aux grands titres du SMI considérés comme moins risqués pour profiter de la correction des cours de la fin d'année 2018. Nous relevions dans notre stratégie du mois d'avril que leur potentiel de hausse nous semblait désormais faible en regard des attentes de bénéficiaires et leurs niveaux de valorisation et suggérons alors les mérites d'une diversification en dehors de ces grandes valeurs. On constate ce trimestre que la performance globale du SMI de +6.5% a effectivement été tirée par les autres valeurs au détriment des titres de la santé comme Novartis (+5.3%), Alcon (+3.8%) et Roche, en particulier, qui enregistre la plus faible performance du trimestre (+0.1%). En ce début de 2ème semestre, la plupart des valeurs du SMI ont selon nous atteint leurs objectifs de cours pour l'année 2019 et plus de la moitié des titres ont en fait déjà dépassé ces objectifs. Les deux titres bancaires font exception à ce tableau et présentent encore des potentiels de croissance importants. Dans l'ensemble, la hausse des titres du SMI a poussé l'indice au-delà du seuil de 10'000 points qui représentait l'objectif de cours pour l'année.

Les petites valeurs suisses restent en retrait

L'indice SPI (+21.8%) composé des deux cents valeurs de la cote suisse élargie a enregistré une performance proche de celle du SMI (+21.2%) mais ce résultat est particulièrement trompeur et masque une réalité toute autre. Les petites valeurs suisses sont en effet encore très largement à la traîne de la tendance haussière des indices actions. Un quart des titres du SPI, soit 50 titres, enregistrent des performances négatives au cours du premier semestre, 53 valeurs surperforment l'indice SPI et près de 50% de la cote sous-performe. La rotation est en cours mais les opportunités semblent être nettement plus nombreuses au sein du SPI que dans le SMI.

ACTIONS SUISSES - SECTEURS

Name	Last price	Total Return Performance				
		7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
MSCI SWITZ/CONS DIS	298.0	0.9	11.2	7.0	20.5	20.5
MSCI SWITZ/CON STPL	332.0	-0.4	1.7	9.3	29.0	29.0
MSCI SWITZ/FINANCE	54.8	0.9	4.0	3.2	13.9	13.9
MSCI SWITZ/HLTH CARE	171.8	-0.6	4.0	3.3	21.9	21.9
MSCI SWITZ/INDUSTRIL	171.9	0.0	4.6	7.2	15.7	15.7
MSCI SWITZ/MATERIAL	311.0	-0.5	4.8	6.7	24.7	24.7
MSCI SWITZ/REAL ESTATE	992.3	2.2	4.5	-3.3	7.2	7.2
MSCI SWITZ/TEL SVC	92.6	-0.6	2.2	4.9	9.3	9.3



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

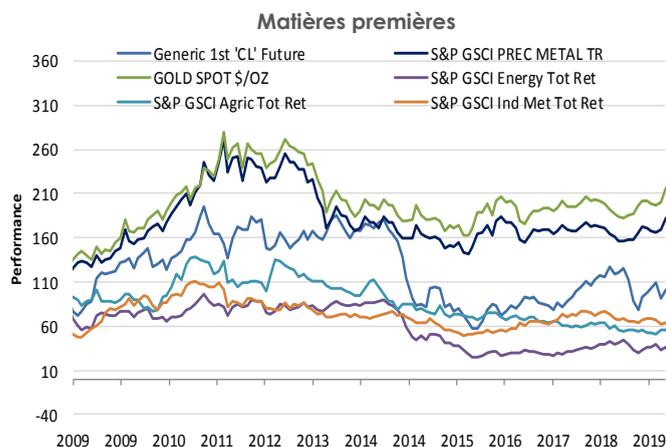
Matières premières

- L'interruption des négociations commerciales plombe temporairement les cours de l'énergie et des métaux industriels
- Hausse de la demande de brut au 2ème semestre
- Les métaux précieux profitent de la situation

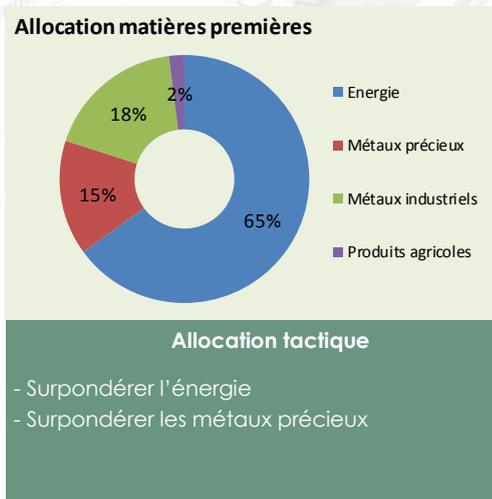
MATIERES PREMIERES	Expected Return		ALLOCATION (Portefeuille CHF)							
	3mois	1an	sous exposition		neutre		surpondération			
			---	--	-	=	+	++	++	
Energie	↗	↗↗								
Métaux précieux	↗	↗↗								
Métaux industriels	↗	↗↗								
Produits agricoles	↗	↗								

L'interruption des négociations commerciales plombe temporairement les cours de l'énergie et des métaux industriels

Les marchés des matières premières ont d'abord bénéficié, en début d'année, d'un retour à la raison des investisseurs et d'un scénario économique plus rationnel qui envisageait avec confiance l'issue des négociations commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. Le 2ème trimestre avait plutôt bien débuté dans la tendance haussière du 1er trimestre, mais l'interruption de négociations a brutalement changé les perspectives et rapidement renversé les anticipations. Les cours des matières premières ont dès lors été affectés par les risques de ralentissement économique et par l'accroissement des incertitudes politiques. La chute des cours du brut et de la plupart des matières premières a précipité la correction des indices en mai avant qu'une reprise ne puisse voir le jour en juin dans le sillage de celle observée sur les marchés actions. Le trimestre se solde finalement sur une légère performance négative des indices d'environ -1%. Seules neuf matières premières sur les vingt-quatre composant l'indice S&P Goldman Sachs Commodities ont enregistré des progressions, tandis que la majorité glissait en territoire négatif. Les produits agricoles tels le maïs (+17.88%), le blé (+15.35%), le café (+14.55%), ou le cacao (+7.46%) réalisaient les meilleurs scores. Seul l'or parvenait à se glisser entre elles grâce à l'une de ses plus fortes progressions trimestrielles (+9.33%) depuis mars 2016. Les métaux industriels et l'énergie souffraient logiquement de ce scénario plus pessimiste en matière de commerce international et de croissance économique. Notre scénario central pour l'économie américaine et la croissance mondiale écarte toujours les risques d'une prochaine récession ou les risques d'un ralentissement très marqué. La prochaine baisse des taux de la Fed interviendra certainement dans un contexte macro-économique plus positif qu'estimé par le consensus. Dès lors, nous restons d'avis que malgré l'absence d'un accord, l'économie chinoise est résiliente et la conjoncture américaine n'est pas en danger. La plupart des matières premières devraient donc encore pouvoir bénéficier de fondamentaux positifs, même en cas de



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



Allocation tactique

- Surpondérer l'énergie
- Surpondérer les métaux précieux

ralentissement, 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. La croissance chinoise restera 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 deuxième semestre 2019. Les cours des matières premières et notamment ceux du pétrole et des métaux industriels ou précieux devraient ainsi progresser au cours des prochains mois.

Hausse de la demande de brut au 2ème semestre

Les cours du pétrole ont encore fluctué ces derniers mois, au gré des anticipations de croissance ou de ralentissement économique mondial. Il n'est donc pas étonnant que la hausse constatée des cours du brut de +45% entre janvier et avril ait été suivie de la correction rapide en mai de -22%, lorsque l'incertitude concernant le scénario conjoncturel a brutalement augmenté suite à l'interruption des négociations commerciales entre la Chine et les Etats-Unis. Les prix du brut ont cependant déjà rebondi en juin au-dessus de 60\$ le baril depuis que les banques centrales américaine et européenne ont modifié leur positionnement de politique monétaire à nouveau plus accommodant. Les réductions de stocks constatées en juin ainsi que l'engagement renouvelé de l'OPEP de réduire sa production de 1.2mbj jusqu'en mars 2020 pour équilibrer le marché pétrolier ont aussi contribué à l'amélioration des perspectives pour les cours du brut. La production de l'OPEP devrait ainsi rester en dessous de 30mbj. Les estimations de l'OPEP, de l'IEA et de l'EIA concernant la demande de brut de la Chine sont assez divergentes mais elles pointent tout de même assez nettement vers une nouvelle progression au cours du 2ème semestre, qui porterait à environ 1mbj l'augmentation des besoins de la Chine au 31 décembre 2019 par rapport à l'année précédente.

INDICES MATIERES PREMIERES (en USD)

		Total Return Performance						
		Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
30.06.2019		6331.08	USD	0.05	6.59	2.82	16.98	16.98
	MSCI Daily TR Net World USD							
GLOBAL	S&P GSCI Tot Return Indx	2497.4	USD	1.0	4.4	-2.7	13.3	13.3
WTI CRUDE	Generic 1st 'CL' Future	58.5	USD	1.8	9.3	-5.1	28.8	28.8
BRENT OIL	Generic 1st 'CO' Future	66.6	USD	2.1	3.2	-3.6	23.7	23.7
NATURAL GAS	Generic 1st 'NG' Future	2.3	USD	5.6	-5.9	-14.8	-21.5	-21.5
OR	GOLD SPOT \$/OZ	1409.5	USD	0.7	8.0	9.5	10.4	9.9
ARGENT	Silver Spot \$/Oz	15.3	USD	-0.2	4.9	1.4	-1.3	-1.2
AGRICULTURE	S&P GSCI Agric Indx Spot	298.2	USD	-1.5	1.9	8.1	5.1	5.1
INDUSTRIAL METALS	S&P GSCI Ind Metal Spot	320.5	USD	1.5	1.9	-7.0	0.4	0.4

Ces efforts de rééquilibrage entre l'offre et la demande sont cependant contrés par l'augmentation de la production et des exportations américaines, qui ne semblent pas perdre en intensité. La production de pétrole de schiste a en effet progressé de 0.5mbj depuis la fin 2018. La hausse de la production US pour l'IEA devrait se limiter à 1mbj, soit nettement moins que la prévision de 2mbj estimés par l'OPEP et l'EIA. Aux Etats-Unis, le seuil de rentabilité des producteurs de pétrole de schiste est en moyenne entre 50\$-60\$ le baril, les cours actuels proches de 60\$ sont donc à la limite de ce seuil. Par conséquent, l'offre de brut devrait rester relativement abondante malgré les efforts des pays de l'OPEP pour limiter leur production. Dès lors l'évolution des cours du brut devrait être plutôt affectée par les paramètres de la demande que par ceux de l'offre mondiale. Le marché du pétrole devrait être influencé au cours des deux prochains trimestres par une reprise de l'activité dans les raffineries qui pourrait augmenter la demande de 2mbj après un 2ème trimestre très faible en raison des maintenances et de marges faibles. La demande finale devrait aussi augmenter de plus de 1mbj en raison de perspectives macroéconomiques toujours positives fondées sur une croissance mondiale relativement soutenue. La trêve annoncée au G20 et la reprise des négociations commerciales devraient supporter un changement de perception favorable aux cours du brut. Nous estimons que les deux prochains trimestres devraient être caractérisés par un excès de la demande mondiale de brut, une réduction des inventaires et une nouvelle progression des cours pouvant s'approcher de 75 \$ le baril en fin d'année.

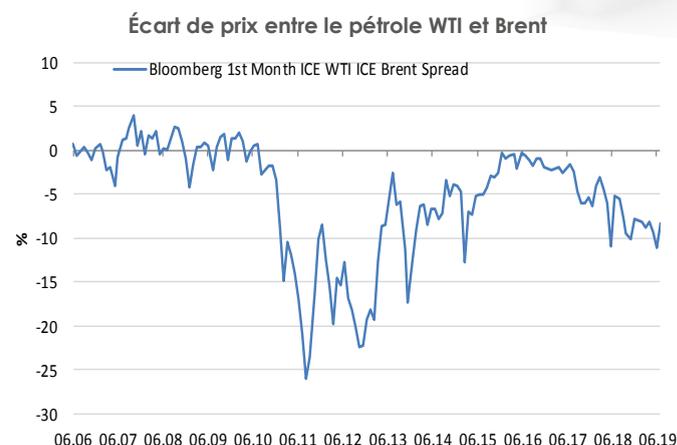
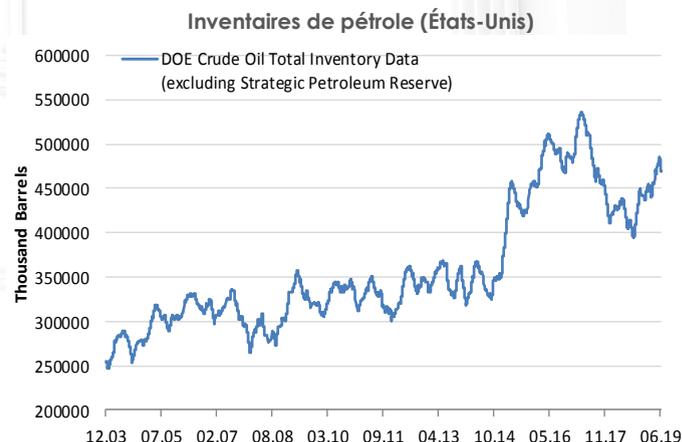
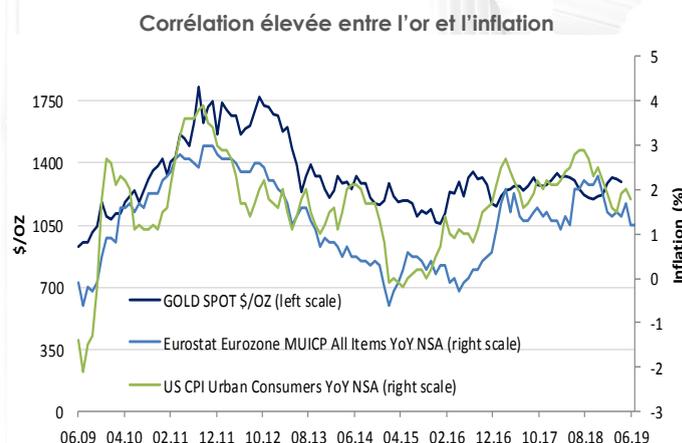
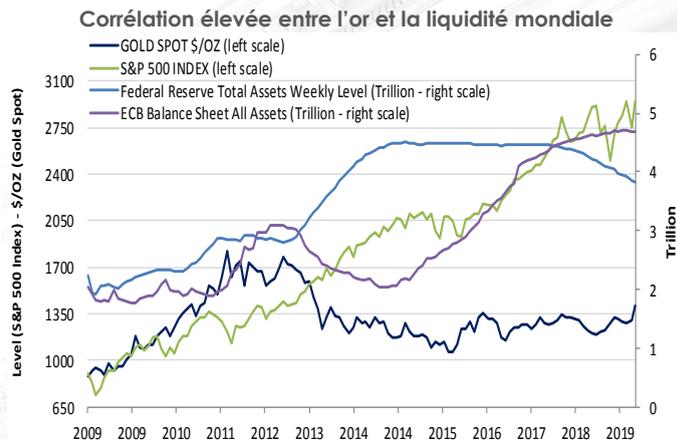
Les métaux précieux profitent de la situation

Plusieurs facteurs concomitants ont soutenu l'évolution des cours de l'or ce trimestre, qui s'est essentiellement produite en juin par une hausse des cours de 1'305\$ à 1'409\$ l'once. Cette hausse de +7.97% en un mois est la plus forte enregistrée depuis le mois de juin 2016 (+8.79%) qui n'était alors qu'un « rally » dans un « bear market ». Elle a cette fois-ci été soutenue par l'anticipation d'une baisse de taux directeurs aux Etats-Unis, par les incertitudes géopolitiques et les tensions commerciales persistantes, mais aussi par une inflation américaine hors alimentation et énergie du mois de juin (+2.1%) à nouveau supérieure à l'objectif de 2% de la Fed. La consolidation d'à peine 2% du « dollar trade weighted » peut aussi être relevée comme un facteur positif, mais comme nous l'avons déjà évoqué à plusieurs reprises dans nos analyses, la demande d'investissement reste un des facteurs déterminant de la tendance haussière des cours de l'or comme le relève la progression, ce trimestre encore, de +2.8% de l'or physique détenu dans des ETF. Ceux-ci détiennent désormais 74.33 millions d'onces d'or physique par rapport à un total de 71.05 millions d'onces au 31 décembre 2018. Les statistiques de l'emploi sont solides aux Etats-Unis et la progression des salaires devrait permettre aux indices de prix de s'élever à nouveau un peu plus au-dessus de l'objectif de 2% et créer les conditions favorables à une nouvelle appréciation des cours de l'or. Rappelons que selon le World Gold Council, la demande d'or physique a déjà progressé de +7% au 1er trimestre et que la tendance reste haussière.

Plus important encore, le comportement de prix du métal jaune est étroitement lié aux taux réels plus encore qu'aux taux nominaux. La perspective de baisse de taux directeur doit être analysée dans le contexte d'une progression de l'inflation en 2019, qui provoque directement une chute des taux réels en dessous de zéro. Statistiquement, la performance historique mensuelle de l'or est de +0.6% (entre 1971 et 2019), mais en période de taux réels négatifs cette performance est deux fois plus importante (+1.2%). La prochaine baisse des taux directeurs pourrait donc à nouveau créer les conditions de rendements négatifs si l'inflation s'avère un peu plus dynamique.

Les cours de l'or devraient encore profiter au second semestre de ces facteurs positifs et s'approcher de 1'500\$ l'once. L'évolution positive de l'or devrait également soutenir l'intérêt des investisseurs pour l'argent, nous restons positifs sur les perspectives pour les métaux précieux.

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES

Hedge Funds

- Un deuxième trimestre de hausse pour les hedge funds

Un deuxième trimestre de hausse pour les hedge funds

Entre les mois de mars et de juin, l'indice global des hedge funds (+1.2%) poursuit sa dynamique positive entamée le trimestre précédent (+2.60%), qui était alors son meilleur résultat trimestriel depuis le premier trimestre 2013.

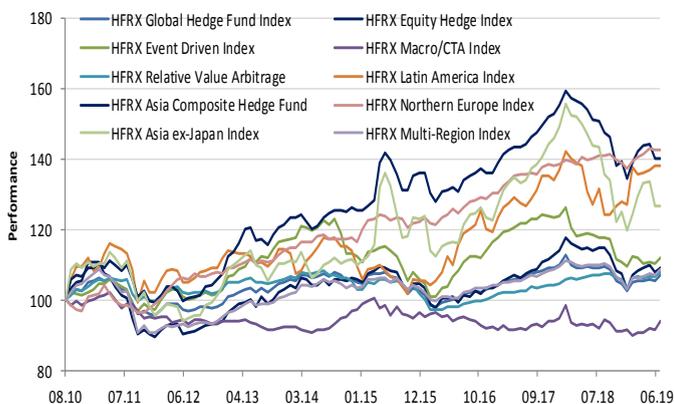
Les différents styles de gestion affichent des performances contrastées sur ce trimestre. Ainsi, la stratégie « equity hedge » recule légèrement sur la période (-0.6%), au contraire des gestions « relative value arbitrage » et « event driven » qui progressent de respectivement +1.4% et +1.5%. C'est la stratégie « macro/CTA » qui enregistre la plus forte hausse trimestrielle (+3.3%), grâce notamment à un dernier mois de juin favorable (+2.6%).

INDICES GESTION ALTERNATIVE (en USD)

		Total Return Performance						
30.06.2019		Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
GLOBAL	HFRX Global Hedge Fund Index	1240.1	USD	0.1	1.6	1.2	4.2	4.2
EQUITY HEDGE	HFRX Equity Hedge Index	1219.9	USD	-0.1	1.4	-0.6	6.0	6.0
EVENT DRIVEN	HFRX Event Driven Index	1508.0	USD	0.3	1.7	1.5	2.5	2.5
MACRO/CTA	HFRX Macro/CTA Index	1155.1	USD	-0.1	2.6	3.3	2.6	2.6
RELATIVE VALUE ARBITRAGE	HFRX Relative Value Arbitrage	1220.0	USD	0.2	1.1	1.4	4.2	4.2
LATIN AMERICA*	HFRX Latin America Index	2252.9	USD	-	0.0	1.6	8.7	8.7
ASIA COMPOSITE*	HFRX Asia Composite Hedge Fund Index	2258.1	USD	-	0.0	-2.6	4.1	4.1
NORTHERN EUROPE*	HFRX Northern Europe Index	2057.5	USD	-	0.0	0.9	3.7	3.7
ASIA EX-JAPAN*	HFRX Asia ex-Japan Index	2393.6	USD	-	0.0	-4.8	6.0	6.0
MULTI-REGION	HFRX Multi-Region Index	1353.9	USD	0.0	1.4	1.6	5.4	5.4

* Subject to one-month lag

Indices gestion alternative



Private Equity

- Près de +30% après le premier semestre

Près de +30% après le premier semestre

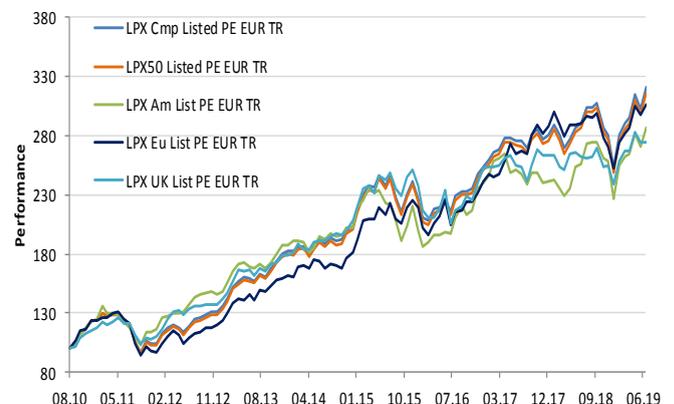
Malgré un mois de mai défavorable au private equity mais qui a également touché la quasi-totalité des classes d'actifs, le segment clôture ce deuxième trimestre de l'année sur une note positive (+7.1%). A l'instar des marchés actions qui ont profité de la perspective d'une baisse des taux directeurs de la Banque centrale américaine à la fin du mois de juillet, le private equity affiche un résultat mensuel marqué en juin (+6.0%).

Au niveau géographique, ce sont les Etats-Unis qui enregistrent la meilleure performance (+6.8%), suivis de près par l'Europe (+5.7%). En revanche, le Royaume-Uni avance moins rapidement (+1.6%).

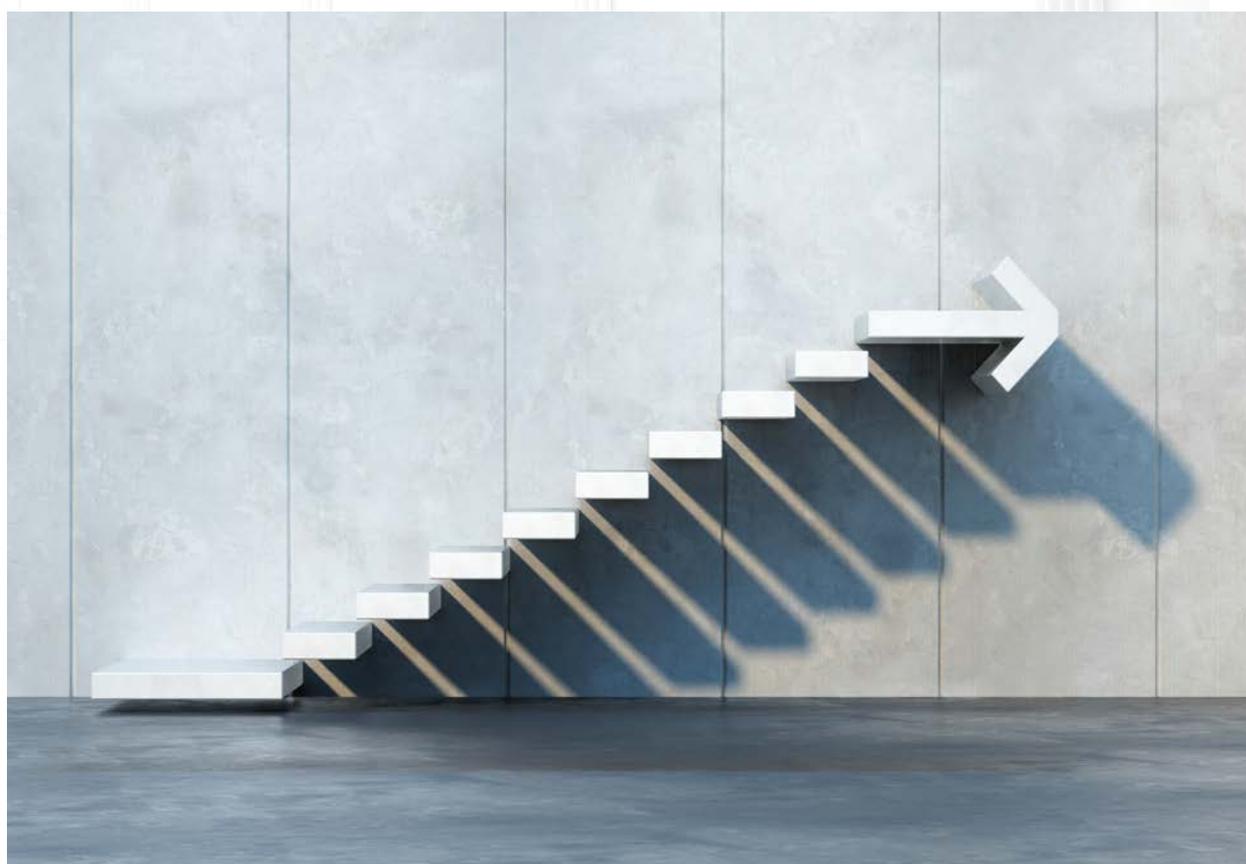
INDICES PRIVATE EQUITY (en EUR)

		Total Return Performance						
30.06.2019		Last price	Curr.	7 d %	1 m %	3 m %	6 m %	YTD %
COMPOSITE	LPX Cmp Listed PE EUR TR	266.6	EUR	0.6	6.0	7.1	26.6	26.6
MAJOR COMPANIES	LPX50 Listed PE EUR TR	2507.3	EUR	0.7	6.2	7.3	27.0	27.0
USA	LPX Am List PE EUR TR	380.9	EUR	-0.3	5.9	6.8	26.1	26.1
EUROPE	LPX Eu List PE EUR TR	980.6	EUR	1.0	3.1	5.7	21.6	21.6
UK	LPX UK List PE EUR TR	307.4	EUR	0.5	0.1	1.6	15.0	15.0

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
- Sous pondérer l'allocation 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 qui s'est poursuivie jusqu'en juin 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 semestre. 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

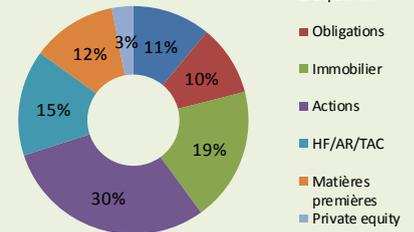
La volatilité des marchés constatée ces deux derniers mois a fortement influencé les niveaux de risque de la classe d'actifs « actions » pendant cette période. Nous annonçons en avril que les derniers développements boursiers suggéraient une augmentation des risques de correction des cours des actifs risqués en mai, puis nous relevions à la fin mai, que la correction attendue qui s'était alors manifestée réduisait le niveau de risque et suggérait donc un retour sur les points neutres des expositions en actions suisses et internationales. Un mois plus tard, le rebond rapide des cours, motivé essentiellement par la perspective d'une baisse de taux directeurs de la Fed en juillet, replace à nouveau les marchés actions en zone de risque et motive une allocation réduite.

Matières premières

Malgré l'absence d'un accord, l'économie chinoise est résiliente et la conjoncture américaine n'est pas en danger. La plupart des matières premières devraient donc encore pouvoir bénéficier de fondamentaux positifs, même en cas de ralentissement 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,

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

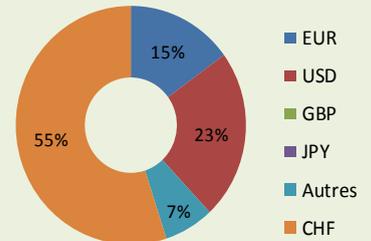
Allocation actifs - portefeuille CHF



Allocation tactique

- Prises de profits sur les actifs « risqués »
- Réduction de la part actions au profit des liquidités

Allocation devises - portefeuille CHF



la demande devrait au contraire se renforcer. Les cours des matières premières et notamment ceux du pétrole et des métaux industriels ou précieux devraient ainsi progresser au cours des prochains mois.

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 favorisés.

Devises

Les changements de politiques monétaires ne devraient pas modifier radicalement les équilibres actuels entre devises dans la mesure où les taux devraient suivre un chemin similaire à celui pris aux Etats-Unis. Le dollar est effectivement entré dans une phase de stabilisation, tandis que l'euro restait presque inchangé. Le franc devrait plutôt s'affaiblir contre ces deux devises.

Performance des marchés - Q2 2019

	Q2 2019		YTD			Q2 2019		YTD			
	local	CHF	local	CHF		local	CHF	local	CHF		
Devises											
USD/CHF	-1.9%		-0.6%		Taux d'intérêt à 3 mois (niveau)						
EUR/CHF	-0.5%		-1.3%		CHF	-0.73%					
GBP/CHF	-4.4%		-1.0%		EUR	-0.39%					
JPY/CHF	0.8%		1.0%		USD	2.32%					
					JPY	-0.07%					
Marchés actions											
Monde	MSCI World USD	4.0%	2.0%	17.0%	16.3%	Marchés obligataires					
Europe	DJ Stoxx 600	3.0%	2.5%	16.5%	14.9%	Monde	Cit Gr Global Govt USD	3.6%	1.6%	5.4%	4.8%
Eurozone	DJ Eurostxx 50	3.6%	3.1%	15.7%	14.2%	Europe	Euro Ser-E Gov > 1	3.4%	2.8%	6.0%	4.6%
Allemagne	MSCI Europe S.C.	0.0%	-0.6%	13.8%	12.3%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	1.4%	-3.1%	5.0%	3.9%
France	Dax 30	7.6%	7.0%	17.4%	15.8%	Suisse	SBI Général AAA-BBB	1.4%	1.4%	3.2%	3.2%
Royaume Uni	FTSE 100	3.5%	3.0%	17.1%	15.5%		SBI Govt	2.1%	2.1%	4.2%	4.2%
Suisse	SPI	6.5%	6.5%	21.8%	21.8%	USA	US Ser-E Gov > 1	3.0%	1.1%	5.2%	4.6%
	SMI	4.4%	4.4%	17.4%	17.4%	Japon	Japan Ser-E Gov > 1	0.9%	1.7%	2.4%	3.5%
	MSCI Swiss S.C.	6.2%	4.2%	16.6%	15.9%	Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	3.8%	1.8%	10.6%	9.9%
Amérique Nord	SP500	3.8%	1.8%	17.3%	16.7%	Divers					
	Nasdaq	3.6%	1.6%	20.7%	19.9%	Indice LPP 25		2.1%	2.1%	7.0%	7.0%
	Tse 300	1.7%	1.8%	14.4%	18.4%	Indice LPP 40		2.4%	2.4%	9.1%	9.1%
	SP600 Small C.	1.5%	-0.4%	12.8%	12.2%	Indice LPP 60		2.7%	2.7%	11.9%	11.9%
Japon	Nikkei 225	0.3%	1.1%	6.3%	7.4%	Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	4.6%	4.6%	14.6%	14.6%
Emerging	MSCI EMF USD	-0.3%	-2.2%	9.2%	8.6%	Allemaif	Hedge Fund Research USD	1.2%	-0.7%	2.2%	1.6%
						Matières prem.	GS Commodity USD	-1.4%	-3.3%	13.3%	12.7%

STRATÉGIES GLOBALES | ALLOCATION D'ACTIFS

Portefeuille diversifié: risque moyen - EUR

- Privilégier les obligations en USD et les maturités courtes
- Le rendement de l'immobilier reste compétitif
- Sous pondérer l'allocation en 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 qui s'est poursuivie jusqu'en juin 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 semestre. 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.

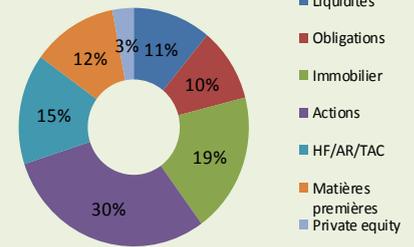
Actions

La volatilité des marchés constatée ces deux derniers mois a fortement influencé les niveaux de risque de la classe d'actifs « actions » pendant cette période. Nous annonçons en avril que les derniers développements boursiers suggéraient une augmentation des risques de correction des cours des actifs risqués en mai, puis nous relevions à la fin mai, que la correction attendue qui s'était alors manifestée réduisait le niveau de risque et suggérait donc un retour sur les points neutres des expositions en actions européennes et internationales. Un mois plus tard, le rebond rapide des cours, motivé essentiellement par la perspective d'une baisse de taux directeurs de la Fed en juillet, replace à nouveau les marchés actions en zone de risque et motive une allocation réduite.

Matières premières

Malgré l'absence d'un accord, l'économie chinoise est résiliente et la conjoncture américaine n'est pas en danger. La plupart des matières premières devraient donc encore pouvoir bénéficier de fondamentaux positifs, même en cas de ralentissement en raison d'une offre mondiale

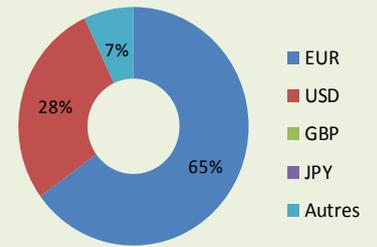
Allocation actifs - portefeuille euro



Allocation tactique

- Prises de profits sur les actifs « risqués »
- Réduction de la part actions au profit des liquidités

Allocation devises - portefeuille euro



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. Les cours des matières premières et notamment ceux du pétrole et des métaux industriels ou précieux devraient ainsi progresser au cours des prochains mois.

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 l'Asie.

Devises

Les changements de politiques monétaires ne devraient pas modifier radicalement les équilibres actuels entre devises dans la mesure où les taux devraient suivre un chemin similaire à celui pris aux Etats-Unis. Le dollar est effectivement entré dans une phase de stabilisation contre l'euro.

Performance des marchés - Q2 2019

	Q2 2019		YTD			Q2 2019		YTD			
	local	EUR	local	EUR		local	EUR	local	EUR		
Devises											
USD/EUR	-1.4%		0.8%		Taux d'intérêt à 3 mois (niveau)						
CHF/EUR	0.6%		1.5%		CHF	-0.73%					
GBP/EUR	-3.9%		0.4%		EUR	-0.39%					
JPY/EUR	1.4%		2.5%		USD	2.32%					
					JPY	-0.07%					
Marchés actions											
Monde	MSCI World USD	4.0%	2.6%	17.0%	17.9%	Marchés obligataires					
Europe	DJ Stoxx 600	3.0%	3.0%	16.5%	16.5%	Monde	Clf Gr. Global Govt USD	3.6%	4.1%	5.4%	7.0%
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	3.6%	3.6%	15.7%	15.7%	Europe	Euro Ser-E Gov > 1	3.4%	3.4%	6.0%	6.0%
Allemagne	Dax 30	7.6%	7.6%	17.4%	17.4%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	1.4%	-2.5%	5.0%	5.4%
France	Cac 40	3.5%	3.5%	17.1%	17.1%	Suisse	SBI Général AAA-BBB	1.4%	1.9%	3.2%	4.8%
Royaume Uni	FTSE 100	2.0%	-2.0%	10.4%	10.8%		SBI Govt	2.1%	2.7%	4.2%	5.7%
Suisse	SPI	6.5%	7.1%	21.8%	23.7%	USA	US Ser-E Gov > 1	3.0%	1.6%	5.2%	6.0%
	SMI	4.4%	5.0%	17.4%	19.2%	Japon	Japan Ser-E Gov > 1	0.9%	2.3%	2.4%	5.0%
	MSCI Swiss S.C.	6.2%	4.8%	16.6%	17.5%	Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	3.8%	2.4%	10.6%	11.5%
Amerique Nord	SP500	3.8%	2.4%	17.3%	18.3%	Divers					
	Nasdaq	3.6%	2.2%	20.7%	21.6%	Indice LPP 25	2.1%	3.6%	7.0%	8.6%	
	Tse 300	1.7%	2.3%	14.4%	20.1%	Indice LPP 40	2.4%	3.9%	9.1%	10.8%	
	SP600 Small C.	1.5%	0.1%	12.8%	13.7%	Indice LPP 60	2.7%	4.2%	11.9%	13.6%	
Japon	Nikkei 225	0.3%	1.7%	6.3%	9.0%	Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	4.6%	4.6%	14.6%	16.3%
Emerging	MSCI EMF USD	-0.3%	-1.7%	9.2%	10.1%	Alternatif	Hedge Fund Research USD	1.2%	-0.2%	2.2%	3.0%
						Matières prem.	GS Commodity USD	-1.4%	-2.8%	13.3%	14.3%

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

STRATÉGIES GLOBALES | ALLOCATION D'ACTIFS

Portefeuille diversifié: risque moyen - USD

- Privilégier les obligations en USD et les maturités courtes
- Le rendement de l'immobilier reste compétitif
- Sous pondérer l'allocation en 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

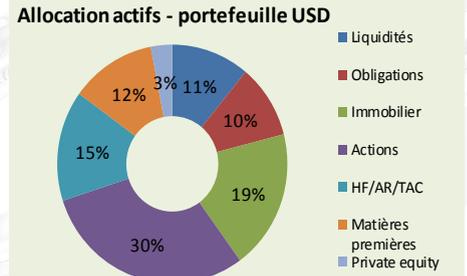
La baisse des rendements obligataires qui s'est poursuivie jusqu'en juin nous semble excessive en l'absence de réels risques de récessions et dans le contexte plus positif de reprise probable de la croissance au 2ème semestre. La courbe de taux d'intérêt aux Etats-Unis offre toujours de bonnes opportunités 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 attrayants 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

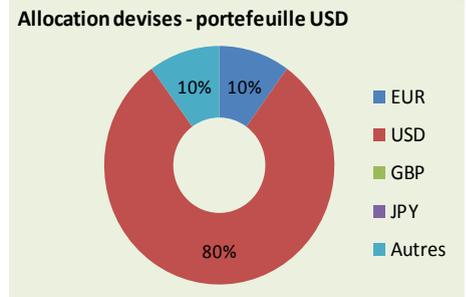
La volatilité des marchés constatée ces deux derniers mois a fortement influencé les niveaux de risque de la classe d'actifs « actions » pendant cette période. Nous annonçons en avril que les derniers développements boursiers suggéraient une augmentation des risques de correction des cours des actifs risqués en mai, puis nous relevions à la fin mai, que la correction attendue qui s'était alors manifestée réduisait le niveau de risque et suggérait donc un retour sur les points neutres des expositions en actions européennes et internationales. Un mois plus tard, le rebond rapide des cours, motivé essentiellement par la perspective d'une baisse de taux directeurs de la Fed en juillet, replace à nouveau les marchés actions en zone de risque et motive une allocation réduite.

Matières premières

Malgré l'absence d'un accord, l'économie chinoise est résiliente et la conjoncture américaine n'est pas en danger. La plupart des matières premières devraient donc encore pouvoir bénéficier de fondamentaux positifs, même en cas de ralentissement en raison d'une offre mondiale



Allocation tactique
 - Prises de profits sur les actifs « risqués »
 - Réduction de la part actions au profit des liquidités



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. Les cours des matières premières et notamment ceux du pétrole et des métaux industriels ou précieux devraient ainsi progresser au cours des prochains mois.

Immobilier

L'immobilier reste encore la principale alternative aux marchés de taux. Les rendements sont attrayants 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 l'Asie.

Devises

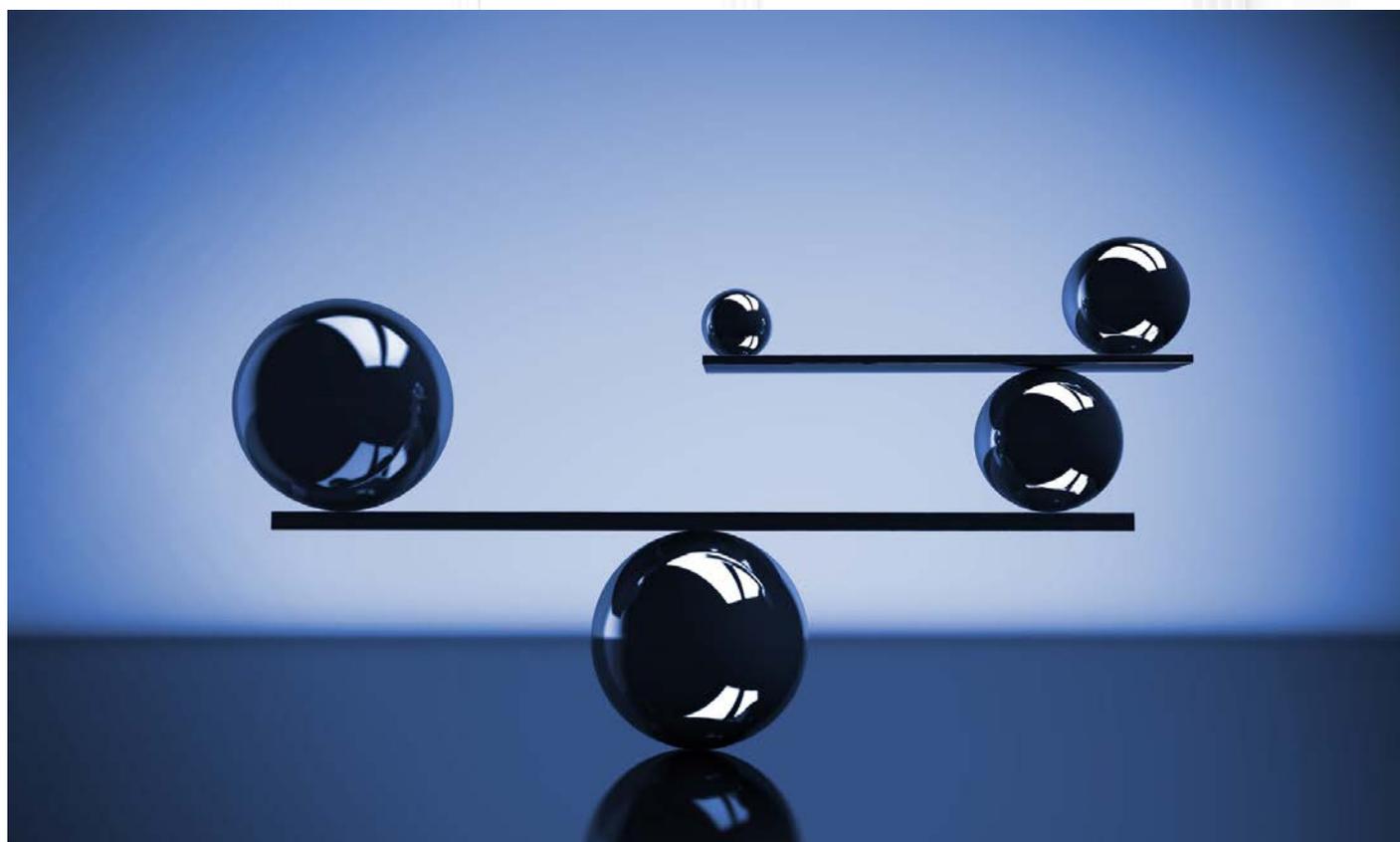
Les changements de politiques monétaires ne devraient pas modifier radicalement les équilibres actuels entre devises dans la mesure où les taux devraient suivre un chemin similaire à celui pris aux Etats-Unis. Le dollar est effectivement entré dans une phase de stabilisation contre l'euro.

Performance des marchés - Q2 2019

	Q2 2019		YTD			Q2 2019		YTD			
	local	USD	local	USD		local	USD	local	USD		
Devises											
CHF/USD	2.0%	0.6%			Taux d'intérêt à 3 mois (niveau)						
EUR/USD	1.4%	-0.8%			CHF	-0.73%					
GBP/USD	-2.6%	-0.5%			EUR	-0.39%					
JPY/USD	2.7%	1.6%			USD	2.32%					
					JPY	-0.07%					
Marchés actions											
Monde	MSCI World USD	4.0%	4.0%	17.0%	17.0%	Marchés obligataires					
Europe	DJ Stoxx 600	3.0%	4.5%	16.5%	15.5%	Monde	Chf Gr Global Govt USD	3.6%	5.6%	5.4%	6.0%
Eurozone	DJ Eurostoxx 50	3.6%	5.1%	15.7%	14.8%	Europe	Euro Ser-E Gov > 1	3.4%	4.8%	6.0%	5.1%
Allemagne	Dax 30	7.6%	9.1%	17.4%	16.5%	Royaume Uni	UK Ser-E Gov > 1	1.4%	-1.2%	5.0%	4.5%
France	Cac 40	3.5%	5.0%	17.1%	16.1%	Suisse	SBI Général AAA-BBB	1.4%	3.3%	3.2%	3.8%
Royaume Uni	FTSE 100	2.0%	-0.6%	10.4%	9.9%		SBI Govt	2.1%	4.1%	4.2%	4.7%
Suisse	SPI	6.5%	8.6%	21.8%	22.5%	USA	US Ser-E Gov > 1	3.0%	3.0%	5.2%	5.2%
	SMI	4.4%	6.5%	17.4%	18.1%	Japon	Japan Ser-E Gov > 1	0.9%	3.7%	2.4%	4.1%
	MSCI Swiss S.C.	6.2%	6.2%	16.6%	16.6%	Emerging	J.P. Morgan EMBI Global	3.8%	3.8%	10.6%	10.6%
Amérique Nord											
	SP500	3.8%	3.8%	17.3%	17.3%	Divers					
	Nasdaq	3.6%	3.6%	20.7%	20.7%	Indice LPP 25	2.1%	2.6%	7.0%	7.6%	
	Tse 300	1.7%	3.7%	14.4%	19.1%	Indice LPP 40	2.4%	2.9%	9.1%	9.7%	
	SP600 Small C.	1.5%	1.5%	12.8%	12.8%	Indice LPP 60	2.7%	3.2%	11.9%	12.5%	
Japon	Nikkei 225	0.3%	3.1%	6.3%	8.0%	Immobilier CH	DB RB Swiss Real Est Fd	4.6%	4.6%	14.6%	15.3%
Emerging	MSCI EMF USD	-0.3%	-0.3%	9.2%	9.2%	Alternatif	Hedge Fund Research USD	1.2%	1.2%	2.2%	2.2%
						Matières prem.	GS Commodity USD	-1.4%	-1.4%	13.3%	13.3%

Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group

THÈME D'INVESTISSEMENT FOCUS



THÈME D'INVESTISSEMENT

Focus sur l'impact investing

- L'« impact investing » est toujours plus prisé par les institutionnels
- L'approche BBGI Actions suisses ESG Smart Beta surperforme le SPI
- Le modèle BBGI ESG Smart Beta actions internationales produit également des résultats positifs
- Les deux stratégies actions internationales « low carbon » surperforment l'indice MSCI World traditionnel
- Le concept BBGI Clean Energy pour surperformer le secteur des énergies fossiles en investissant dans les énergies renouvelables et les infrastructures durables

L'« impact investing » est toujours plus prisé par les institutionnels

Tant à l'étranger qu'en Suisse l'« impact investing » et les investissements ESG ont le vent en poupe. La demande est avant tout soutenue par les investisseurs institutionnels qui représentent près de 85% de la demande de solutions de ce type. En Suisse, les dernières études de marché montrent une diminution de la prédominance des approches exclusives et une progression de +90% des approches d'intégration de critères ESG.

En termes de distribution par classe d'actifs, les investissements durables en actions représentent environ 30% de l'ensemble des placements durables. La question climatique prend aussi de plus en plus d'importance auprès des investisseurs. Les Accords de Paris sur le changement climatique et les Objectifs de développement durable (ODD) ont certainement commencé à influencer également l'offre de produits. Un nombre croissant d'investisseurs se sentent concernés par le changement climatique.

Environ 80% des investisseurs indiquent s'intéresser aux solutions d'investissement respectueuses du climat ainsi qu'à celles prenant en considération le bilan carbone. L'offre de produits des banques de gestion est considérée par les experts comme encore limitée et peu efficace, beaucoup semblent prendre conscience de cette tendance et tentent d'ajuster un peu précipitamment et de manière opportuniste leur offre. Il existe pourtant des approches performantes comme le montre notre engagement dans ce domaine depuis plus de 20 ans.

L'approche BBGI Actions suisses ESG Smart Beta surperforme le SPI

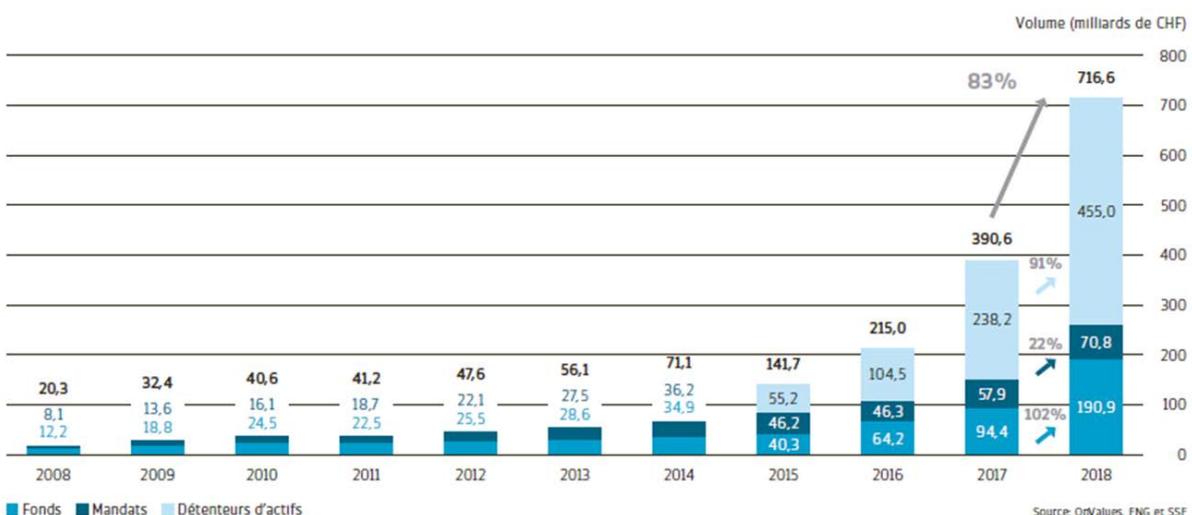
Dans le segment des actions suisses, nous avons créé les premiers concepts de gestion et indices ESG proposant des stratégies Smart Beta et des indices de référence spécialisés adaptés aux divers besoins des investisseurs (indices « core », « mid » et « broad »).

Depuis 1999, les résultats obtenus par ces stratégies (+5.81%/an, +7.63%/an, +7.54%/an) surpassent largement celles de l'indice SPI (+4.74%/an) confortant de facto les investisseurs optant pour des solutions d'investissement respectant les critères ESG.

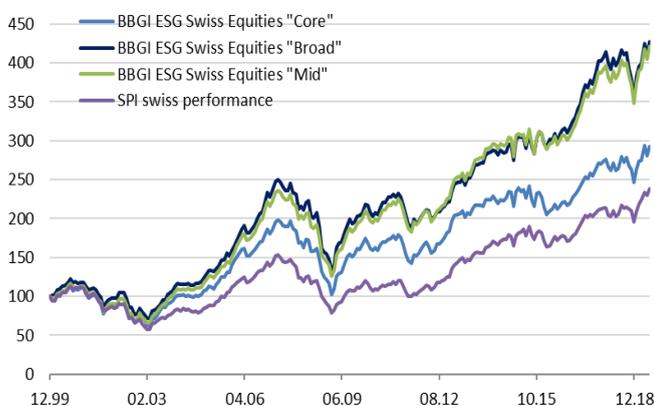
L'intégration de critères ESG à l'analyse financière traditionnelle a permis d'enregistrer une surperformance à long terme par rapport aux indices traditionnels du marché suisse, pour un niveau de volatilité similaire.

Cette formule exigeante et performante permet également d'investir dans l'économie suisse en valorisant les entreprises leaders d'un point de vue environnemental, social et de gouvernance. Une solution pour soutenir la compétitivité de notre place économique dans un monde marqué par des exigences croissantes en termes de gouvernance, de transparence et de durabilité.

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



Indices BBGI ESG Swiss Equities vs SPI



L'application du modèle BBGI ESG Smart Beta aux actions internationales produit également des résultats positifs

Depuis 2016, le modèle BBGI ESG Smart Beta développé pour les actions suisses a été transposé à un univers international et présente depuis lors des résultats également très positifs. La performance cumulée de cette approche (+37.3%) surpasse celle de l'indice MSCI World sur la même période (+32.7%).

L'« impact investing » appliqué à l'échelon international sur un univers de titres élargi repose sur une méthodologie inclusive qui offre l'avantage de ne pas réduire et limiter l'espérance de rendement du portefeuille titres construit. Les aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance sont intégrés dans le processus de construction de portefeuille par une analyse de critères appliqués à l'ensemble des valeurs de l'univers de sélection. Les sociétés peuvent se distinguer en améliorant leur score ESG global, mais aussi en enregistrant des notations relatives à celles des autres sociétés du même secteur d'activité. Afin de disposer de données comparables entre différentes industries, les notations ESG sont pondérées par des scores ESG globaux et des scores ESG Industrie.

Cette approche exigeante permet d'investir de manière performante dans l'économie mondiale en valorisant les entreprises leaders d'un point de vue environnemental, social et de gouvernance grâce à un concept d'investissement favorisant l'« impact investing » pragmatique tout en tenant compte de la problématique institutionnelle liée à la mesure de performance relative comparée à des indices actions internationaux intégrant sans distinction tous les secteurs de l'univers boursier mondial.

Il est aussi possible d'investir de manière ciblée en favorisant les actions internationales à faibles émissions de carbone

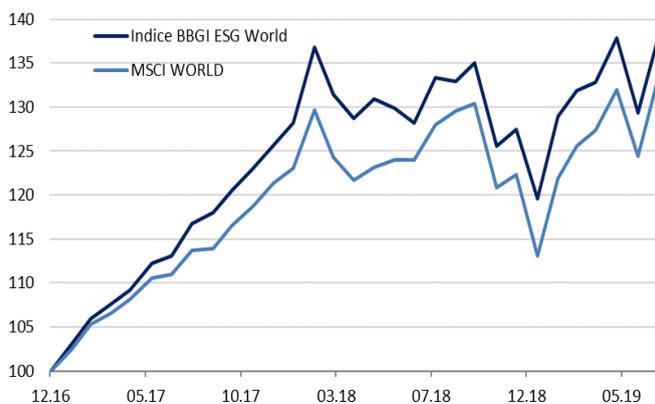
Nous avons développé, en partenariat avec un acteur européen (Oekom) spécialisé dans l'analyse de l'empreinte carbone des entreprises, une approche des investissements favorisant les meilleures pratiques existantes en matière de consommation énergétique.

Cette approche de sélection d'actions internationales composant un portefeuille responsable offre aux investisseurs la possibilité d'avoir un rôle actif en privilégiant dans leurs investissements les entreprises conscientes des enjeux de la transformation énergétique nécessitée par les changements climatiques en cours en privilégiant en particulier les sociétés ayant une faible empreinte carbone. Ces entreprises seront aussi certainement mieux positionnées pour éviter les risques opérationnels ou réglementaires pouvant affecter la marche de leurs affaires et leurs résultats.

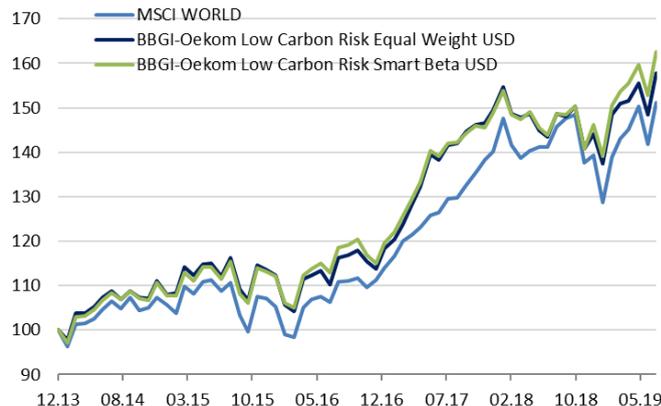
Les résultats de cette approche innovante sont publiés sous la forme de deux indices BBGI-Oekom « low carbon » qui sont les premiers à prendre en compte les considérations climatiques dans leur construction en sélectionnant les entreprises internationales en fonction de leurs émissions de dioxyde de carbone.

Les stratégies d'investissement proposée par BBGI permettent donc de participer à l'évolution boursière de sociétés cotées en privilégiant les entreprises à la pointe de leur secteur d'activité, luttant efficacement contre le changement climatique. Une diversification internationale et sectorielle est assurée par le processus de sélection des valeurs. Les investisseurs souhaitant investir en suivant cette méthodologie obtiennent une stratégie diversifiée, régionalement et sectoriellement, dans notre sélection des 100 plus grandes capitalisations boursières internationales ayant la plus faible empreinte carbone.

Indice BBGI ESG World vs MSCI World



Indices BBGI-oekom Low Carbon Risk vs MSCI World



Sources graphiques: Bloomberg/BBGI Group /SSF

Les deux stratégies actions internationales « low carbon » surperforment l'indice MSCI World traditionnel

Les stratégies d'investissement proposée par BBGI permettent donc de participer à l'évolution boursière de sociétés cotées en privilégiant les entreprises à la pointe de leur secteur d'activité, luttant efficacement contre le changement climatique. Une diversification internationale et sectorielle est assurée par le processus de sélection des valeurs. Les investisseurs souhaitant investir en suivant cette méthodologie obtiennent une stratégie diversifiée, régionalement et sectoriellement, dans notre sélection des 100 plus grandes capitalisations boursières internationales ayant la plus faible empreinte carbone.

Les performances obtenues par nos deux approches BBGI-Oekom Low Carbon (Smart Beta et Equal Weight Indices) se comparent également très favorablement à celle des indices actions internationales. Depuis 2013, la performance annualisée de l'indice equal weight (8.65%) et celle de l'indice smart beta (9.23%) surpassent celle de l'indice MSCI World (7.81%).

Le concept BBGI Clean Energy pour surperformer le secteur des énergies fossiles en investissant dans les énergies renouvelables et les infrastructures durables

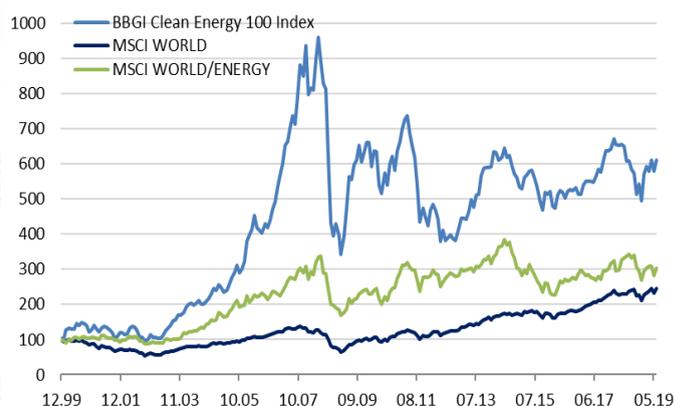
Le secteur énergétique représente près de 5.5% de la capitalisation boursière mondiale en 2019, il constitue donc un poids significatif dans les indices actions internationales suivis par les investisseurs institutionnels pour mesurer leur performance, ainsi que dans leur univers large de placement. Ces derniers peuvent évidemment exclure toute forme d'investissement dans ce secteur, mais ils peuvent aussi décider d'investir de manière responsable et plus ciblée dans ce segment particulier en adoptant une approche plus active et volontaire en privilégiant ou en n'investissant exclusivement que dans les énergies alternatives. L'avenir du secteur des énergies renouvelables est dans ce contexte certainement très prometteur, car il bénéficiera d'investissements considérables au cours des prochaines années. Les perspectives de développement offriront des opportunités uniques tant dans le secteur des valeurs solaires que dans le segment éolien, sans oublier les sociétés dédiées à l'efficacité énergétique. Nos convictions dans l'avenir et les perspectives des nouvelles énergies alternatives aux énergies fossiles traditionnelles nous ont aussi conduits il y a de nombreuses années déjà à créer le premier indice international investissable dans les énergies renouvelables largement diversifié. Le « track record » de cette approche est désormais très respectable puisque notre stratégie BBGI Clean Energy 100 enregistre depuis 1999 une performance annualisée de +7.5% largement supérieure à celle de l'indice MSCI World (+4.07%) et de l'indice MSCI World Energy (+4.6%). Près de 20 ans de performances relatives permettent de conforter les

investisseurs, soucieux de participer à la transition énergétique indispensable au développement économique mondial responsable, dans l'existence de solutions appropriées et d'alternatives performantes aux placements du secteur énergie traditionnellement composé des multinationales pétrolières. Depuis le début de l'année, notre stratégie Clean Energy enregistre une hausse de +17.5% et surpasse en 2019 très nettement la hausse des actions internationales (+9.75%) et celle du secteur énergie (+5.33%)

Les performances de l'« Impact investing » sont durables

Il existe donc des solutions performantes et adaptées aux divers besoins des investisseurs institutionnels comme le démontre en particulier la gamme de concepts développée par BBGI. Ces concepts ne sont pas réservés aux investisseurs institutionnels mais sont déjà disponibles pour les investisseurs privés voulant aligner leur stratégie de placement à leurs convictions personnelles et à leur philosophie de placement. Si aujourd'hui les solutions disponibles sont jugées par les experts comme encore peu performantes et insuffisantes, nous ne doutons pas de l'élargissement prochain de l'offre de produits et de l'amélioration des concepts proposés par de nouveaux acteurs de la finance peut-être plus enclins à innover et à apporter des solutions clairement attendues par le marché.

BBGI Clean Energy 100 vs MSCI World & MSCI World Energy







TIMELESS PLEASURE AT PARK GSTAAD





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.



Personal Service... **PERFECTED**

Orchestrating complex itineraries is our job

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

One Jet Aviation. Many Advantages.

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



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

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

JETA VIATION
A GENERAL DYNAMICS COMPANY



MONTRES PRESTIGE

GENEVA



A UNIQUE PLACE
FOR UNIQUE WATCHES

LAURENT FERRIER
GENEVE

AUDEMARS PIGUET
Le Brassus


RESSENCE
BEYOND HANDS

A. Favre & fils

RICHARD MILLE


JACOB & CO


AKRIVIA
GENÈVE



SHAMBALLA JEWELS

HYT