
Perspectives

L'investissement en bref -pages 3-6

Fondamentaux et politique

Points clés de la stratégie d'investissement

Vers un nouveau régime

Actualité des marchés -pages 6-11

Politique commerciale de Trump

Hausse des rendements obligataires

Peur sur les stratégies à effet de levier

Gestion de portefeuille -pages 11-16

Gestion active obsolète?

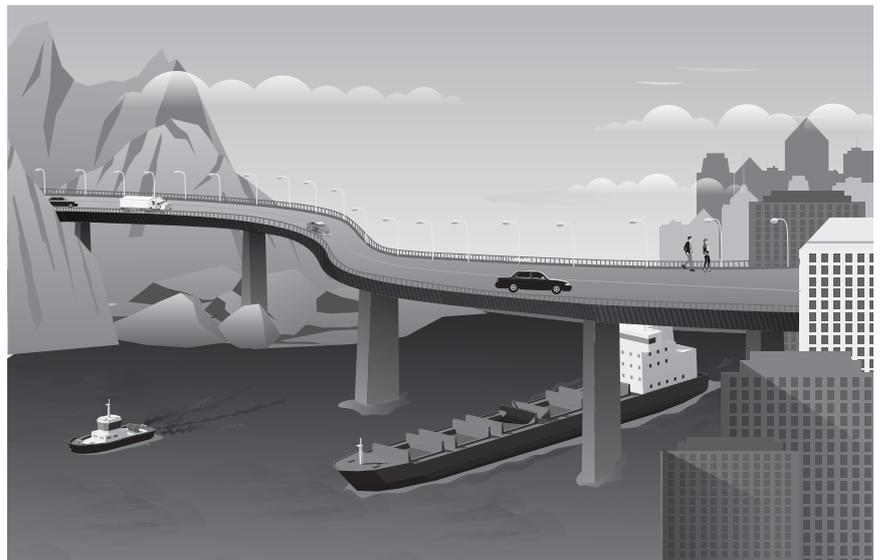
Fin du cygne noir

Perspective sectorielle -pages 16-22

Prix du pétrole, où va-t-on?

Secteurs cycliques et banques en tête de file

Nouvelle donne pour les médias



Une période de transition

Après les turbulences du début d'année, les marchés sont entrés dans une période de transition. Les fondamentaux restent favorables pour les actifs risqués – mais il faudra désormais plus que jamais surveiller l'évolution en matière de croissance, de bénéfices et de dynamique de l'inflation.

INDICATEURS ÉCONOMIQUES ET PRÉVISIONS (E) DE PICTET WEALTH MANAGEMENT (AU 15 MARS 2018)*

TAUX D'INTÉRÊT (EN %)	ACTUEL	DÉCEMBRE 2017	DÉCEMBRE 2018E	
Suisse - court	-0,75	-0,75	-0,50	
Suisse - 10 ans	0,10	-0,15	0,40	
Zone euro - taux de refin.	0,00	0,00	0,00	
Zone euro - taux de dépôt	-0,40	-0,40	-0,40	
Allemagne - 10 ans	0,59	0,43	0,90	
France - 10 ans	0,84	0,79	1,40	
Italie - 10 ans	2,01	2,02	2,50	
Espagne - 10 ans	1,40	1,57	1,80	
Etats-Unis - Fed funds (fourchette moyenne)	1,38	1,38	2,38	
Etats-Unis - 10 ans	2,82	2,41	3,00	
Royaume-Uni - taux de refin.	0,50	0,50	0,75	
Royaume-Uni - 10 ans	1,44	1,19	1,60	
Japon - au jour le jour	-0,10	-0,10	-0,10	
Japon - 10 ans	0,05	0,05	0,10	

SPREADS DE CRÉDIT (EN PB)**	ACTUEL	DÉCEMBRE 2017	DÉCEMBRE 2018E	
Investment grade EUR	85	87	110	
High yield EUR	286	279	270	
Investment grade USD	109	99	120	
High yield USD	362	363	430	
Dettes ém. d'entreprise (USD)	276	282	310	
Dettes ém. souveraine (USD)	292	286	320	

** Bank of America Merrill Lynch indices

DEVICES	ACTUEL	DÉCEMBRE 2017	DÉCEMBRE 2018E	
EUR/USD	1,24	1,20	1,25	
EUR/CHF	1,17	1,17	1,17	
USD/CHF	0,94	0,97	0,94	
GBP/USD	1,40	1,35	1,38	
USD/JPY	106	113	113	

MATIÈRES PREMIÈRES	ACTUEL	DÉCEMBRE 2017	DÉCEMBRE 2018E	
Or	1325	1302	1310	
Pétrole (WTI)	61	58	63	

TAUX DE CROISSANCE DU PIB	ACTUEL (GLISS. ANN.)	2017	2018E	2019E
Etats-unis	2,5%	2,3%	3,0%	2,4%
Zone euro	2,7%	2,5%	2,3%	1,8%
Royaume-Uni	1,4%	1,7%	1,3%	1,2%
Suisse	1,9%	1,0%	2,0%	1,8%
Japon	2,0%	1,7%	1,2%	1,0%
Chine	6,8%	6,9%	6,5%	6,3%
Monde	3,9%	3,7%	3,9%	3,8%

INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION	ACTUEL (GLISS. ANN.)	2017	2018E	2019E
Etats-Unis (IPC hors alimentation et énergie)	1,5%	1,5%	1,9%	2,3%
Zone euro (IPCH total)	1,3%	1,5%	1,5%	1,7%
Royaume-Uni (IPC total)	3,0%	2,7%	2,3%	2,1%
Suisse (IPC total)	0,6%	0,5%	1,0%	1,5%
Japon (IPC total)	0,9%	0,5%	1,0%	1,1%
Chine (IPC total)	2,9%	1,6%	2,5%	2,2%
Monde (IPCH)	4,0%	3,7%	3,8%	3,7%

* Les performances passées et les prévisions ne constituent pas en elles-mêmes des indicateurs fiables des performances futures.

Contenu arrêté au 15 mars 2018

Editeur: Isidore Ryan

Graphisme: Stéphane Bob, Forth Studio

Imprimé sur papier certifié FSC

POLITIQUE ET INFLATION: À SURVEILLER DE PRÈS



CESAR PEREZ RUIZ

Directeur des investissements
Pictet Wealth Management

«Nous surveillons de près l'évolution de la dynamique entre croissance économique, multiples bénéficiaires et inflation»

La chute des marchés actions et obligataires fin janvier et début février était largement imputable à des raisons techniques, la poussée de volatilité ayant été pour une bonne part déclenchée par des ventes automatiques. Mais les futures poussées pourraient bien avoir d'autres causes. C'est pourquoi nous surveillerons de près l'évolution de la dynamique entre croissance économique, multiples bénéficiaires et inflation dans la période qui vient.

L'évaluation optimiste de la conjoncture américaine faite par le nouveau président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, nous conforte dans nos prévisions de quatre hausses de taux d'un quart de point aux Etats-Unis cette année. Mais il conviendra de surveiller la réaction des marchés en cas d'inflexion de l'attitude de la Fed ou de toute autre banque centrale au cours des prochains mois. Bien que nos prévisions d'inflation sous-jacente aux Etats-Unis restent modérées à court terme et que les objectifs d'inflation de la Banque du Japon et de la Banque centrale européenne soient encore loin d'être atteints, certains risques d'accélération dans ce domaine pourraient relancer les craintes de durcissement supplémentaire de la part des banques centrales.

A ces inquiétudes relativement «normales» quant à l'inflation et à la croissance, il convient désormais d'ajouter des évolutions potentiellement négatives en matière de commerce international. Car comme on a pu le constater, les Etats-Unis sous l'ère du président Trump ont changé les règles du jeu.

Début mars, ce dernier a en effet annoncé de nouveaux tarifs douaniers applicables à l'acier et à l'aluminium. On peut certes espérer qu'il y ait encore loin de la coupe aux lèvres, mais nous devons nous préparer à la possibilité que la Maison-Blanche vire à plus de protectionnisme, avec les importations chinoises en ligne de mire. Toute une génération d'investisseurs n'a connu que la mondialisation et une évolution générale vers la libéralisation des échanges, une montée du protectionnisme leur étant totalement étrangère. Il est donc difficile de croire que les marchés réagiront calmement dans l'hypothèse de son retour.

Pourtant, les fondamentaux nous confortent dans notre optimisme. La croissance mondiale se montre étonnamment vigoureuse et synchronisée. Les échanges repartent, tirés par le commerce entre pays émergents. Et, grâce aux récentes réductions d'impôts, les perspectives immédiates d'expansion américaine semblent également favorables, soutenues par les dépenses d'investissement et une demande de crédit croissante. Les dépenses de consommation devraient quant à elles être dopées par l'évolution positive du marché de l'emploi et les hausses de salaire aux Etats-Unis.

VALORISATIONS PLUS ATTRACTIVES

Notre position à l'égard des actions reste positive. Les bénéfices des sociétés du S&P 500 ont progressé de 15% au quatrième trimestre, leur meilleure performance depuis la mi-2014, avec 70% des entreprises dépassant les attentes. En Europe, les marges opérationnelles commencent à rattraper leur retard mais, soutenues par les baisses d'impôts, les marges nettes des sociétés américaines restent bien supérieures. Si elles se montrent prêtes à augmenter sensiblement les salaires et les dépenses d'investissement, les entreprises nippones pourraient également bénéficier de taux d'imposition plus favorables. Nous avons donc une vision favorable concernant les actions japonaises.

La récente vague de ventes a fait chuter la valorisation des actions à des niveaux plus attractifs, à l'aune des ratios cours/bénéfices à 12 mois. Il s'agit d'une bonne nouvelle pour les gérants actifs.

Dans le même temps, les multiples bénéficiaires sont nettement plus concentrés qu'ils ne l'étaient en 2000. Et nous avons besoin de croissance et de marchés qui continuent à performer, car les marges d'erreur sont étroites sur le front des valorisations. Une hausse significative et rapide de l'inflation (ou une guerre commerciale) nous conduirait dès lors à modifier notre position positive face aux actions. Ce n'est toutefois pas notre scénario central: tant que l'inflation reste sous contrôle et que la croissance perdure, les multiples élevés peuvent demeurer intacts.

Dans le sillage des réductions d'impôts votées en décembre, les responsables du Sénat ont accepté d'augmenter les dépenses publiques américaines de 300 milliards de dollars au cours des deux prochaines années, ajoutant ainsi un nouveau stimulus budgétaire. Ce qui démontre le pouvoir de négociation de Trump. Mais au final, le déficit budgétaire américain s'alourdit, ce qui risque de peser sur le dollar, confortant notre décision de conserver une duration courte au niveau des *Treasuries* américains.

Points clés de la stratégie d'investissement

Aperçu des opinions de Pictet Wealth Management sur différentes classes d'actifs*

OPINIONS SUR LES DIFFÉRENTES CLASSES D'ACTIFS

- › Bien que les marchés se soient stabilisés au fil du mois de février, la volatilité ne devrait pas retomber aux bas niveaux de l'an dernier. Néanmoins, après la publication de résultats trimestriels robustes et dans un contexte de croissance vigoureuse et synchronisée, nous restons positifs à l'égard des actions des marchés développés.
- › La possibilité d'une augmentation de la volatilité crée des opportunités d'investissement – mais exige une vigilance redoublée, notamment si des signes de surchauffe de l'économie entraînent un nouvel accès de nervosité sur les marchés obligataires.
- › Le creusement procyclique du déficit budgétaire américain, dans le sillage de la réforme fiscale, et l'accord autorisant l'augmentation des dépenses fédérales devraient se traduire par une hausse de la prime de terme, justifiant notre position de durée courte dans les obligations d'Etat de référence. Nous continuons de privilégier les titres à haut rendement de qualité supérieure.
- › La normalisation progressive des politiques monétaires devrait impliquer à terme une plus grande sélectivité dans l'allocation des capitaux, mais aussi créer un environnement propice aux géants actifs.

MATIÈRES PREMIÈRES

- › Le cours du pétrole semble très proche de son niveau d'équilibre fondamental. A terme, l'augmentation de la demande, alimentée par la vigueur de la croissance économique mondiale, devrait être contrebalancée par une augmentation de l'offre, notamment en provenance de producteurs non conventionnels américains.

MONNAIES

- › La résurgence des inquiétudes face au déficit budgétaire américain, ajoutée aux allègements fiscaux et à l'accord autorisant une augmentation des dépenses fédérales sur deux ans, a peut-être freiné le rebond du dollar.
- › L'appétit pour le risque ne devrait pas fléchir en 2018; en conséquence, la récente surperformance d'autres monnaies de financement, telles que le franc suisse et le yen japonais, pourrait ne pas durer.

ACTIONS

- › La croissance des bénéfices pour 2018 au sein de l'indice S&P 500 semble se stabiliser aux alentours de 19%, soit un niveau largement supérieur à celle du Stoxx Europe 600 et du Topix.
- › Nous restons positifs à l'égard des actions, mais la volatilité doit encore s'ajuster à l'évolution des paramètres de croissance et d'inflation.

OBLIGATIONS

- › Le rendement à 10 ans s'est inscrit en hausse depuis le début de l'année, sur fond de

NOTRE OPINION ACTUELLE À L'ÉGARD DES DIFFÉRENTES CLASSES D'ACTIFS**

	OPINION				
	Très négative	Négative	Neutre	Positive	Très positive
LIQUIDITÉS/MONNAIES					
USD (vs mon. émerg. et G10)					
EUR (vs USD)					
CHF (vs USD)					
ACTIONS DÉVELOPPÉES					
ÉTATS-UNIS					
ZONE EURO					
EUROPE					
SUISSE					
JAPON					
ACTIONS ÉMERGENTES					
ASIE					
AMÉRIQUE LATINE					
OBLIGATIONS D'ÉTAT					
ÉTATS-UNIS					
ZONE EURO – PÉRIPHÉRIE					
ZONE EURO – CORE					
DETTE ÉM. USD					
DETTE ÉM. MONNAIES LOCALES					
OBLIGATIONS D'ENTREPRISE (CORPORATE)					
HAUT RENDEMENT AMÉRICAIN					
INVESTMENT GRADE AMÉRICAIN					
HIGH YIELD EUR					
INVESTMENT GRADE EUR					
DETTE ÉMERGENTE EN MONNAIES FORTES					
OR					
HEDGE FUNDS					
PRIVATE EQUITY					
IMMOBILIER					

*Au 5 mars 2018

** A 12 mois

relèvement des taux de la Fed et d'accélération de la croissance économique. Le risque d'une réaction exagérée des rendements nous conforte dans le maintien d'une durée courte au niveau des obligations d'Etat de référence.

- › Même si la prudence reste de mise, l'environnement actuel, caractérisé par une croissance économique soutenue et une inflation modérée, devrait créer des opportunités dans les segments de qualité du crédit.

INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

- › Après les performances robustes enregistrées en janvier, de nombreuses stratégies alternatives se sont bien comportées durant le pic de volatilité de février, protégeant les portefeuilles équilibrés contre les baisses.
- › Nous entendons conserver notre exposition *long/short equity*, des opportunités se présentant dans les portefeuilles de positions courtes. Nous renforcerons progressivement notre sous-exposition aux stratégies CTA, au gré du momentum et des tendances. Nous

continuons par ailleurs de surveiller le risque de surabondance vers le secteur.

- › Ni les valorisations élevées qui prévalent actuellement ni les incertitudes persistantes quant à l'impact de la réforme fiscale aux Etats-Unis ne semblent décourager les investisseurs en *private equity*, les flux de capitaux vers la classe d'actifs atteignant des niveaux record.

Mentions légales: Le positionnement face aux classes d'actifs est fourni à titre indicatif uniquement. En général, les allocations d'actifs diffèrent selon la situation individuelle des investisseurs, leur tolérance aux risques, leurs objectifs en termes de rentabilité et leur horizon temporel. Par conséquent, l'allocation d'actifs mentionnée dans le présent document peut ne pas être adaptée à tous les investisseurs et ne doit pas être considérée comme une incitation à investir.

**CHRISTOPHE DONAY**

Responsable de l'allocation d'actifs et
de la recherche macroéconomique
Pictet Wealth Management

La difficile transition vers un nouveau régime

Il n'est jamais facile de s'adapter à une ère d'accélération de la croissance et de hausse des taux ainsi que de l'inflation, même si les fondamentaux des marchés sont solides.

La correction boursière de la première quinzaine de février a été le signe jusqu'à présent le plus visible d'un changement vers un nouveau «régime» de marché et de politique économique.

Le régime précédent, en place depuis la fin de la crise financière, était marqué par une croissance et une inflation faibles (voire de la désinflation), des banques centrales accommodantes et, par conséquent, des taux d'intérêt faibles (voire négatifs). Or, nous entrons désormais dans une nouvelle ère, caractérisée par une croissance plus forte ainsi que par une inflation et des taux d'intérêt en hausse.

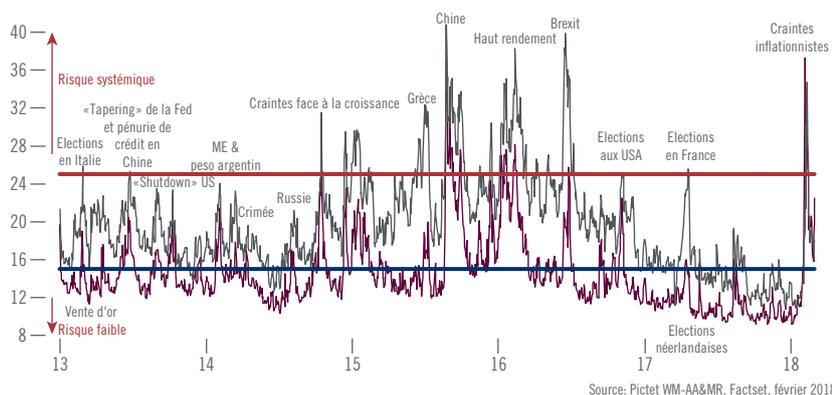
Tant les investisseurs que les banques centrales cherchent à s'adapter à ce nouveau régime. Pour les investisseurs, il s'agit d'anticiper la réaction des banques centrales à l'accélération de la croissance et de l'inflation. Parallèlement, les marchés financiers sont confrontés à la nécessité de décrypter les conséquences des profonds changements en matière d'économie politique, notamment aux Etats-Unis où l'administration Trump s'est lancée dans un

exercice de pure stimulation de l'offre au travers de réformes fiscales novatrices, tout en s'attaquant au libre-échange.

Les transitions d'un régime à un autre se déroulent rarement de manière fluide. Et tel est le cas cette fois encore, comme l'a montré la récente correction boursière. La transition pourrait durer quelque temps, et avant que les investisseurs et les banques centrales ne trouvent leurs marques, la moindre donnée sera disséquée par le menu afin de détecter de nouvelles tendances. Durant cette période, des accès de volatilité sont susceptibles d'être renforcés par des programmes de transactions automatiques et les stratégies *momentum* ou *risk-parity*, comme expliqué dans d'autres articles de cette édition. Au mieux pourrions-nous voir des marchés latéraux au cours de cette période de transition.

Mais il est important de faire la part entre l'impact des flux à court terme et la situation dans son ensemble. La récente vague de ventes était largement due à la réaction paniquée des positions courtes sur la volatilité face à la hausse rapide des rendements obligataires. L'envolée des rendements obligataires (conjuguée à des banques centrales moins accommodantes) ne constitue toutefois que le reflet d'une période de plus forte croissance synchronisée, raison pour laquelle nous restons fondamentalement haussiers face aux actifs risqués. Il est inévitable et sain qu'une telle croissance s'accompagne d'une remontée de l'inflation. Par ailleurs, la volatilité – bien que perturbante – devrait contribuer à dégonfler l'excès de confiance au sein des marchés. Elle a d'ailleurs d'ores et déjà tiré les valorisations, démesurées, vers le bas.

LA VOLATILITÉ A CHANGÉ DE RÉGIME DÉBUT 2018



Mais les investisseurs doivent tenir compte de certains risques. Ainsi faudra-t-il surveiller l'augmentation procyclique du déficit budgétaire aux Etats-Unis. La détermination de Jerome Powell, nouveau président de la Fed, pourrait rapidement être mise à l'épreuve après une longue période de politique monétaire accommodante.

Mais cela ne signifie pas que l'inflation soit hors de contrôle ou que la Fed soit déjà en «retard sur la courbe». Loin de là. Après une hausse d'un quart de point en mars, nous attendons encore quatre relèvements de taux par la Fed cette année et deux en 2019. Mais les récentes augmentations de salaires devraient mettre du temps à déboucher sur des hausses de prix. Notre scénario central s'articule donc

autour d'une expansion simplement modérée des dépenses de consommation des ménages (*personal consumption expenditure/PCE*, la mesure préférée de la Fed), à 1,9% cette année.

En bref, les marchés devraient être apaisés par l'amélioration de la qualité des fondamentaux des entreprises et la croissance. L'inflation devrait ainsi naturellement progresser, mais être maîtrisée par des banques centrales vigilantes. Nous restons cependant convaincus que ces dernières poursuivront leur politique relativement favorable au marché. Nous continuons donc de privilégier les actions par rapport aux obligations souveraines, tout en anticipant la possibilité de nouveaux épisodes de volatilité à court terme, compte tenu de la nécessité pour les marchés de s'adapter à un nouveau régime. ■



THOMAS COSTERG

Economiste senior Etats-Unis
Pictet Wealth Management

ACTUALITÉ DES MARCHÉS

Politique commerciale de Trump: acte 1

La rhétorique commerciale américaine pourrait se durcir à l'approche des élections de mi-mandat, renforçant les risques qui pèsent sur l'économie mondiale.

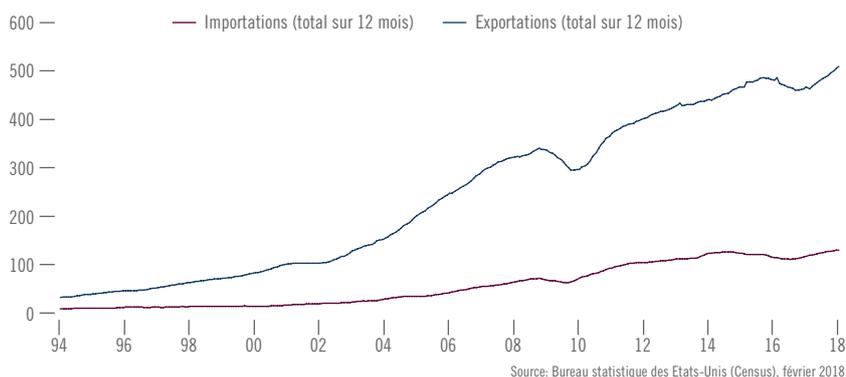
En mars, Trump a surpris les marchés, le Parti républicain et même

certains de ses conseillers à la Maison-Blanche en annonçant la mise en place de droits de douane sur les importations d'acier et d'aluminium.

Pour l'heure, il s'agit avant tout, selon nous, d'un message politique dont les répercussions macroéconomiques directes devraient rester limitées. Mais cette décision, conjuguée au durcissement plus général de la rhétorique commerciale de l'administration Trump, renforce bel et bien les risques à moyen terme.

La relation entre Pékin et Washington sera l'objet de toutes les attentions, Trump ne concevant pas le commerce international comme ses prédécesseurs. Thème phare de sa campagne, le creusement du déficit commercial

ÉCHANGES COMMERCIAUX ÉTATS-UNIS - CHINE (EN MILLIARDS DE DOLLARS, SUR 12 MOIS GLISSANTS, ÉCHANGES DE BIENS UNIQUEMENT)



des Etats-Unis, qui résulte en grande partie des rapports avec la Chine, est aujourd'hui encore son cheval de bataille. En raison d'une envolée des importations de produits électroniques, le déficit des échanges de biens avec la Chine a ainsi atteint le niveau record de 375 milliards de dollars en 2017, soit 47% du déficit commercial total du pays. La semaine où il a dévoilé les droits de douane sur l'acier, Donald Trump a également demandé à Pékin de préparer un plan pour réduire ce déficit commercial de 100 milliards de dollars.

Selon l'ancien homme d'affaires, les entreprises américaines sont en effet désavantagées par les subventions publiques, directes et indirectes, dont bénéficient les sociétés chinoises. Autre élément à charge: Trump doute ouvertement de la capacité et de la volonté des institutions internationales, au premier rang desquelles l'Organisation mondiale du commerce (OMC), à régler le problème. Le représentant américain au Commerce a d'ailleurs ouvert une enquête sur les pratiques de la Chine en matière de propriété intellectuelle, ce qui pourrait mener à des droits de douane.

Il faut remonter à l'ère Reagan, dans les années 1980, pour comprendre

comment Trump conçoit le commerce international. A l'époque, la cible était le Japon: grâce à une économie florissante et à des exportations en plein boom, le pays gagnait rapidement des parts de marché dans l'électronique ou l'automobile notamment. La dégradation fulgurante de la balance commerciale avec le Japon est d'ailleurs mentionnée dans *The Art of the Deal*, best-seller autobiographique publié par Trump en 1987. Ronald Reagan (que Donald Trump n'a pas hésité à qualifier de mauvais négociateur à l'époque) avait alors adopté une «restriction volontaire des exportations» (en clair, des quotas) à l'égard des voitures nippones. Pour beaucoup, c'est cette barrière qui a empêché les constructeurs automobiles américains de mener des transformations ô combien nécessaires, avec à la clé l'effondrement du secteur en 2008-2009.

Le message sur l'imposition de droits de douane sur l'acier pourrait cacher une authentique volonté de conclure un «deal» avec Pékin, à l'image de ce qu'avait fait Ronald Reagan avec Tokyo à l'époque. Les négociations pourraient par exemple porter sur les échanges de services, où les Etats-Unis affichent un excédent.

Mais ces négociations s'accompagneront vraisemblablement de tensions qui, si elles venaient à s'intensifier, pourraient avoir des répercussions importantes sur l'économie mondiale. En outre, des questions géopolitiques viennent compliquer le débat. Enfin, en raison des élections de mi-mandat prévues en novembre, la rhétorique commerciale américaine pourrait encore se durcir.

Sur une note plus rassurante, Trump a lié une partie de son destin au marché actions, ce qui l'empêcherait de faire trop de dégâts. D'autre part, pour remporter les élections de mi-mandat, il lui faut une économie solide, ce qui nécessite la confiance des entreprises: mieux vaut donc éviter de les inquiéter avec des politiques commerciales radicales. Troisièmement, les lobbies et le Parti républicain, favorable aux échanges, devraient rester sur leurs gardes.

Mais quelle que soit la tournure que prendront les événements, une chose est sûre: les droits de douane sur l'acier et l'aluminium ne sont peut-être que le début d'un nouveau chapitre de la politique commerciale des Etats-Unis, et d'autres coups de théâtre ne sont pas à exclure. ■



LAURÉLINE CHATELAIN

Stratégiste obligataire
Pictet Wealth Management

ÉVOLUTION DES MARCHÉS

Hausse des rendements aux Etats-Unis, mais peu de changements ailleurs

D'après notre scénario révisé pour les Etats-Unis en 2018, les rendements des bons du Trésor américain devraient augmenter d'ici la fin de l'année, mais de manière limitée.

Dans notre premier scénario pour 2018, nous avons recensé trois facteurs macroéconomiques soutenant nos prévisions pour les taux souverains de référence, à savoir l'inflation, le cycle conjoncturel et la politique monétaire. Nous entrevoyons à présent un

quatrième facteur qui devrait influencer le rendement des bons du Trésor à 10 ans cette année: la réforme fiscale américaine annoncée en décembre 2017.

Scénario principal. Grâce à la réforme fiscale, la croissance devrait

RENDEMENTS DES OBLIGATIONS SOUVERAINES DE RÉFÉRENCE À 10 ANS - PRÉVISIONS PWM (AU 7 MARS 2018)

	07.03.2018	2017		2018 Précédent		2018 Nouveau
Bons du Trésor US	2.88%	2.50%	↑	2.60%	↑	3.00%
Bunds allemands	0.66%	0.70%	↑	0.90%	=	0.90%
Gilts britanniques	1.49%	1.40%	↑	1.70%	=	1.70%
JGB japonais	0.05%	0.00%	↑	0.25%	↓	0.10%

Source: Pictet WM - AA&MR, Bloomberg, février 2018

s'accélérer cette année de 3,0%, contre 2,3% en 2017. Cette accélération, conjuguée aux relèvements de taux par la Réserve fédérale américaine (Fed), devrait augmenter le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans de 2,9-3,1% (médiane de 3,0%) d'ici la fin de l'année. En revanche, nos prévisions pour le taux des Bunds n'ont pas changé (0,90%), la performance de l'économie de la zone euro étant globalement conforme à nos attentes. Nous conservons également notre objectif pour le taux des Gilts britanniques à 10 ans à 1,7%. Quant à la Banque du Japon, elle devrait maintenir son objectif de rendement autour de 0%, nous amenant à revoir à la baisse nos prévisions pour le taux japonais à 10 ans, de 0,25% à 0,10%.

L'inflation sous-jacente aux Etats-Unis devrait s'accélérer au cours des prochains mois, tout en restant légèrement en dessous de l'objectif de 2% fixé par la Fed pour 2018. Il faudra probablement du temps pour que l'amélioration de la croissance et le retour au plein emploi se traduisent par une hausse de l'inflation sous-jacente via les salaires. Les anticipations inflationnistes devraient continuer d'augmenter, le point mort d'inflation passant de 2,1% le 7 mars à 2,2% à la fin de l'année.

La Fed devrait adopter un ton plus offensif en relevant les taux à quatre reprises en 2018, à partir de mars, laissant le taux des *Fed Funds* à 2,38% fin 2018. Bien que l'écart se resserre, ce niveau est toujours supérieur aux récentes attentes du marché, telles que mesurées par les contrats à terme sur les *Fed Funds*, qui s'établissaient le 7 mars 2018 à 2,2% pour le contrat à terme de janvier 2019. Par ailleurs, la Fed devrait poursuivre la réduction de son bilan amorcée en octobre, en accélérant petit à petit la diminution

de ses achats mensuels de bons du Trésor à 50 milliards de dollars. Selon nos estimations, cela devrait faire augmenter la prime de terme, ajoutant environ 15 points de base au rendement des obligations à 10 ans d'ici la fin 2018. Nous tablons également sur une hausse du taux des bons du Trésor à 10 ans protégés contre l'inflation (TIPS) de 0,7% à 0,8% du 7 mars à la fin de l'année.

Au final, en raison d'un rebond de l'inflation sous-jacente, de l'accélération de la croissance et des quatre relèvements de taux prévus par la Fed cette année, le taux américain à 10 ans devrait légèrement progresser et passer de 2,9% à 3,0% entre le 7 mars et la fin 2018, évoluant parfois même au-dessus de ce niveau dans les mois à venir.

Autres scénarios. Si l'inflation sous-jacente mesurée par les dépenses de consommation des ménages (*core PCE*), indicateur privilégié de la Fed grimpe et reste durablement supérieure à 2%, la hausse des taux à long terme pourrait être plus marquée que celle prévue dans notre scénario principal. D'après nos calculs, il y a 20% de chances que le taux américain à 10 ans atteigne 2,5% d'ici la fin de l'année.

Il est aussi possible (probabilité d'environ 15%) que la politique (p. ex. rupture de l'Accord de libre-échange nord-américain, l'ALÉNA, et exacerbation générale des tensions commerciales) nuise à la dynamique économique positive actuelle, ou que les Etats-Unis ne parviennent pas à renouer avec la croissance. Un effondrement des marchés actions pourrait alors s'ensuivre. Dans ce scénario, les titres du Trésor américain étant considérés comme une valeur refuge, le taux américain à 10 ans pourrait tomber à 2,3% d'ici la fin 2018. ■

0,8%

Nos prévisions de fin d'année pour le rendement des TIPS



JACQUES HENRY

Stratégiste cross-asset senior
Pictet Wealth Management

Le «krach éclair» perturbe la phase haussière de fin de cycle

La brutale correction qui a secoué les marchés actions mondiaux début février a mis en exergue la panique que les stratégies d'investissement à fort effet de levier pouvaient susciter.

Les marchés ont connu l'une des années les plus calmes depuis des décennies, avec un indice VIX de la volatilité implicite du S&P 500 proche de 10, un niveau extrêmement faible, pendant presque tout 2017, puis ils ont été frappés de plein fouet fin janvier et début février 2018.

La correction du marché actions est venue rappeler que la quiétude caractérisée par une volatilité historiquement faible n'était pas éternelle. Et même si un pic de volatilité est habituellement l'occasion d'acheter des titres, il est important de rappeler que la volatilité ne retombe que graduellement, et souvent de façon erratique.

Analysons en quoi cette correction de marché est exceptionnelle.

Tout d'abord, il est inhabituel que les prix des actions et des obligations chutent de concert, ces dernières n'ayant donc, contre toute attente, pas pu protéger les portefeuilles des investisseurs. Jamais depuis la crise du «taper tantrum» de 2013, et l'annonce par le président

de la Réserve fédérale, Ben Bernanke, de son intention de ralentir les achats obligataires dans le cadre de son programme d'assouplissement quantitatif, la chute simultanée des prix des obligations et des actions n'avait été aussi marquée. La correction de début février a aussi été différente en ce que les rendements des bons du Trésor américain avaient déjà augmenté avant la correction des actions, par crainte que la Fed ne resserre sa politique plus fortement que prévu, et en ce que la correction initiale a été plus marquée aux Etats-Unis qu'en Europe, ce qui ne se produit qu'environ une fois sur trois.

Si l'amplitude de la correction (un peu plus de 10%) est conforme à la correction moyenne depuis la mi-2007, elle se distingue par son intensité: la chute américaine s'est étalée sur 13 jours (la majorité des dégâts ayant été subis en seulement deux jours, début février), contre une moyenne de 48 jours au cours des 10 dernières années. L'élément déclencheur a été constitué par des

chiffres de l'inflation supérieurs aux attentes, qui ont effrayé les investisseurs. Des forces de marché endogènes ont ensuite propulsé la volatilité à des hauteurs stratosphériques.

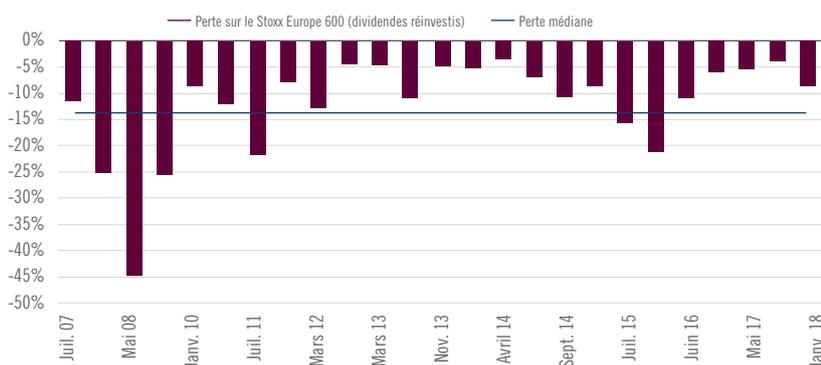
«L'amplitude de la correction est conforme à la moyenne depuis la mi-2007, mais elle se distingue par son intensité»

Un autre aspect distingue encore ce pic de volatilité. L'année 2017 a été la deuxième la plus calme depuis 1928 en termes de volatilité réalisée des marchés actions. A la mi-janvier, rien ne suggérait qu'un profond changement se profilait à l'horizon. L'indice VIX du CBOE, surnommé «l'indice de la peur», s'était maintenu entre 10 et 12 pendant la majeure partie de 2017. Mais le 6 février 2018, sans aucun risque systémique visible, il a atteint un sommet intrajournalier de 50,3.

Ce krach éclair s'explique parfaitement par les coups subis par les stratégies de vente systématique de volatilité, très prisées.

L'exposition acheteuse de volatilité s'étant avérée préjudiciable sur le long terme, des stratégies vendeuses de volatilité promettant des rendements réguliers ont fait leur apparition ces dernières années. Certaines ont même été commercialisées sous la forme de fonds cotés en bourse, et donc facilement accessibles, même aux particuliers. Avec un fort effet de levier, ces produits généraient des revenus tant que les contrats à terme indexés sur le VIX étaient en situation de «contango»

GRAPH. 1: JANV./FÉVR. CORRECTION DE MARCHÉ CONFORME À LA MÉDIANE HISTORIQUE

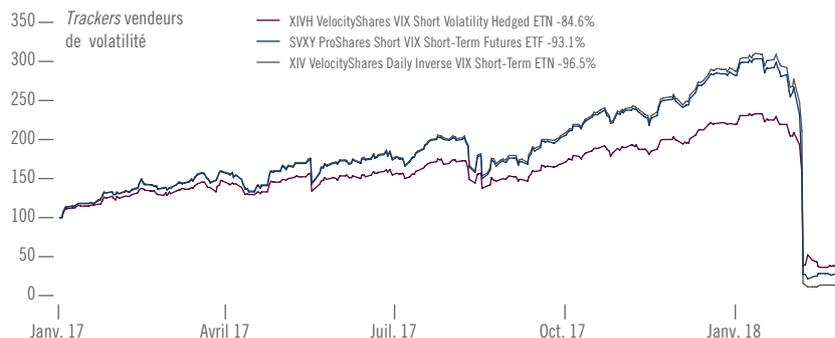


Source: Pictet WM-AA&MR, Factset, février 2018

(c'est-à-dire que les contrats à long terme étaient plus onéreux que ceux à court terme). Au début de la correction, cette situation s'est maintenue, puis elle s'est inversée quand les investisseurs ont commencé à paniquer. En raison de leur effet de levier, les futures indexés sur le VIX sont devenus illiquides, accentuant ainsi les pressions à la baisse sur le S&P 500. Le 5 février, l'asymétrie au niveau de la volatilité du S&P 500 (qui mesure globalement le déséquilibre de volatilité entre les investisseurs qui achètent une protection et ceux qui parient sur la hausse du marché) a atteint des niveaux inconnus depuis la crise financière de 2008. Les actifs sous gestion placés dans des produits négociés en bourse courts sur la volatilité n'étaient pas importants, mais ils ont créé un énorme déséquilibre en termes de liquidité. Les stratégies agressivement vendeuses de volatilité ont chuté en moyenne de 90%, soit environ 10 ans de gains normaux. Les fonds vendeurs de volatilité sont désormais moribonds (un fonds négocié en bourse a d'ailleurs été fermé) et ne sont plus en mesure de tirer la volatilité vers le bas comme ils l'avaient fait en 2017.

Les premières victimes du krach éclair ont été les stratégies de suivi de tendance (Commodity trading advisors/CTA). Ces stratégies avaient gagné les faveurs des investisseurs grâce à leur corrélation négative avec les actions. Comme une hausse à long terme des taux d'intérêt était anticipée, les CTA étaient considérés comme un bon outil de diversification des allocations en actions, et leurs actifs sous gestion avaient augmenté à un montant estimé à USD 350 milliards fin 2017. Grâce à la vigueur et à la persistance de la tendance haussière sur les marchés actions, les CTA avaient construit une allocation importante en actions et, comme pour les stratégies vendeuses de volatilité, dans la panique, ils n'ont pas eu le temps de déboucler leurs positions. La détérioration de la tendance haussière des actions est telle qu'il est peu probable que les CTA profitent pleinement du récent rebond de ces dernières.

GRAPH. 2: EFFONDREMENT DES STRATÉGIES AGRESSIVEMENT VENDEUSES DE VOLATILITÉ



Source: Pictet WM-AA&MR, Factset, février 2018

Fonds à parité de risque. Ces stratégies cherchent à équilibrer le risque au sein des portefeuilles en surpondérant les actifs les moins volatils. Suite à la longue hausse continue des marchés actions, ces fonds avaient augmenté leur pondération moyenne des actions à 41,5% en janvier, contre une moyenne de 35% depuis 1970. Ce type d'allocation n'étant pas conçu pour générer de fortes performances, ces stratégies ont eu recours à l'effet de levier pour décupler les rendements. Fin 2017, après effet de levier, les actifs sous gestion de ces fonds dépassaient USD 1000 milliards pour seulement USD 500 milliards d'actifs gérés. L'effet de levier maximal a probablement été atteint fin janvier. Ces fonds ont accusé des pertes moyennes de 2,5% à 4,5% en février. Il faut du temps pour réduire l'effet de levier et l'exposition aux actions, c'est pourquoi, contrairement au krach éclair de 2015, le S&P 500 n'a pas retrouvé son précédent pic à la fin février.

LA FIN DU CONTE DE FÉES

Les cours des actions ont commencé à se redresser le 9 février. Mais la correction a fait vaciller les valorisations.

Elle incitera sans doute les acteurs du marché à se focaliser de nouveau sur les solides fondamentaux des entreprises et de l'économie, notamment la croissance mondiale synchrone généralisée, les bénéfices record et les niveaux relativement faibles d'endettement des entreprises. La moindre prodigalité des banques centrales devrait ainsi

USD 500 milliards

Montant estimé des actifs des fonds à parité de risque fin 2017

être bien digérée par les marchés, dans la mesure où la croissance reste solide et l'inflation maîtrisée.

«Après une période idyllique, les marchés actions sont entrés dans une nouvelle phase»

Mais après une période idyllique au cours de laquelle ils ont profité d'une croissance honorable, d'une inflation faible et de politiques monétaires conciliantes, nous pouvons affirmer que les marchés actions sont entrés dans une nouvelle phase.

Les réformes fiscales du président Trump ont transformé les perspectives de croissance des bénéfices aux Etats-Unis. Alors qu'en 2017, les attentes de croissance des bénéfices du S&P 500 étaient inférieures à celles des titres japonais et européens, les sociétés du S&P 500 devraient augmenter leurs bénéfices de près de 20% cette année, plus du double du niveau prévu en Europe et jusqu'à quatre fois le niveau prévu pour le Topix.

Néanmoins, même si les acteurs du marché responsables des niveaux extrêmement déprimés de volatilité sont hors course, la probabilité de nouveaux excès de volatilité de courte durée ne saurait être exclue. Il semble désormais que nous soyons dans une phase haussière de fin de cycle et les acteurs du marché vont faire le nécessaire pour ajuster leur positionnement en conséquence. Nous prêterons une attention particulière aux évolutions de la courbe américaine des taux (le rythme de la hausse des rendements obligataires américains ayant été décisif durant la récente vague de vente massive) ainsi qu'aux *spreads* de crédit. Nous remarquons également que les valorisations sont bien plus regroupées que lors des précédentes périodes de fin de cycle haussier: des ratios cours/bénéfices (PER) prévisionnels d'environ 15x sont désormais courants parmi les titres du S&P 500. Même si une certaine accalmie conjoncturelle devait tirer les actions vers le haut en 2018, le profil risque-rendement des actions s'est détérioré avec le renforcement du risque. ■



MUSSIE KIDANE

Responsable de la sélection des fonds
et des gérants
Pictet Wealth Management

GESTION DE PORTEFEUILLE

La gestion active est-elle devenue obsolète?

Les données qui relatent les succès des gérants actifs cachent peut-être une réalité plus nuancée.

Plusieurs enquêtes montrent que les gérants actifs peinent à surperformer les indices à long terme, bien qu'ils prélèvent de généreuses commissions de gestion. Qu'en pensez-vous?

L'idée que le gérant actif moyen peine à surperformer son indice de référence après commissions est très répandue. Elle se justifie peut-être, mais on peut

opposer plusieurs arguments. Tout d'abord, si l'alternative réside pour l'investisseur dans le choix d'une gestion passive, là, ce n'est plus la moyenne, mais la totalité des fonds qui, par définition, sous-performe les indices après commissions. Par ailleurs, les chiffres relatant les performances des stratégies actives proviennent généralement de fournisseurs de données facilement

accessibles comme Morningstar ou Lipper, dominés par les fonds de placement offerts aux particuliers. Ces fournisseurs de données englobent dans leur définition des «gérants actifs» tous les types de fonds qui se décrivent comme tels et prélèvent des commissions en conséquence. Or, il apparaît qu'une grande partie (jusqu'à 1/5) des fonds présentés comme actifs sont en réalité des *closet indexers*, autrement dit des fonds indiciels déguisés en fonds de gestion active. Les jugements basés sur la performance relative du gérant actif moyen telle que déduite de ces données déformées sont donc sujets à caution. En outre, même si la chose peut paraître intéressante d'un point de vue conceptuel, parler de la performance d'un gérant actif «moyen» n'aurait de sens que si les investisseurs choisissaient les gérants au hasard. Or, ça n'est pas la cas. Et surtout pas chez les investisseurs institutionnels.

Existe-t-il d'autres données jetant un éclairage différent sur la gestion active?

Les données généralement utilisées négligent la masse cumulée des capitaux institutionnels gérés par le biais de fonds collectifs ou de mandats séparés. Selon des études récentes, entre 2000 et 2012, les comptes institutionnels activement gérés aux Etats-Unis ont surperformé les indices de référence de leur stratégie, en moyenne, de 86 points de base (pb) avant commissions et de 42 pb nets, et sur les marchés mondiaux hors Etats-Unis de 165 pb avant commissions et de 107 pb nets.

Alors que les mandats institutionnels ne sont généralement confiés à des gérants qu'après un examen rigoureux de leurs compétences, comme évoqué plus haut, tout gérant autoproclamé actif et prélevant les commissions adéquates figure dans les bases des fournisseurs de données. Conclure que les gérants actifs n'ajoutent pas de valeur, nette de commissions, sur la seule base de données qui privilégie un segment de l'univers et ne sont pas représentatives du secteur de la gestion active dans toute sa richesse, est par conséquent erroné.

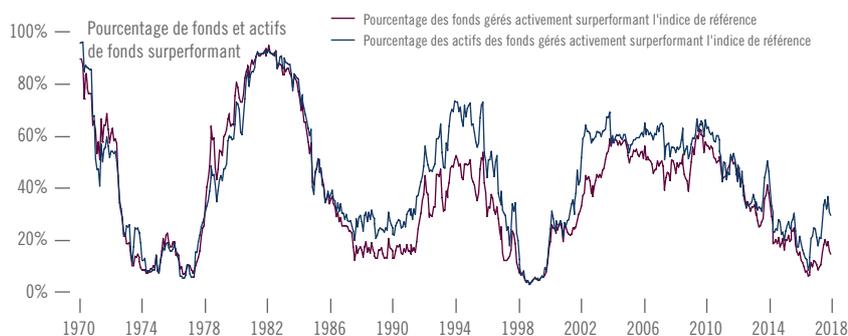
Est-il vrai que le gérant actif moyen ne surperforme pas, après commissions, tant au niveau de la clientèle privée qu'institutionnelle?

Les résultats des analyses varient. Mais on peut avoir un point de vue différent: Je pense tout simplement qu'il est faux d'évaluer les gérants actifs à l'aune des résultats du gérant moyen. C'est comme si on jugeait la qualité des meilleurs sprinters sur la base du temps moyen réalisé par l'ensemble des coureurs de 100 mètres... c'est conceptuellement intéressant, mais pas pertinent. Les investisseurs, et en particulier les investisseurs qualifiés ou institutionnels, ne choisissent par des gérants de fonds au hasard. Mes collègues et moi nous intéressons peu, voire pas du tout, à la majorité des gérants qui se disent actifs. Nous appliquons un processus de sélection rigoureux, axé sur l'identification de gérants véritablement actifs, avec un long historique de performances qui en témoigne. Si tous ces gérants ne surperforment pas systématiquement leurs indices de référence chaque année, la grande majorité surperforment sensiblement à moyen terme.

Quelle est la recette d'une bonne sélection des gérants?

La sélection des gérants relève à la fois de l'art et de la science. C'est un processus complexe qui ne se borne pas à comparer les performances passées. Il faut être à même de comprendre ce que les gérants font et comment ils le font. Il faut aussi savoir identifier les sources de rendement excédentaire et évaluer leur pérennité. Nous disséquons

CYCLICITÉ DES TAUX DE RÉUSSITE DES GÉRANTS ACTIFS: % DES FONDS GÉRÉS ACTIVEMENT ET DES ACTIFS SOUS-JACENTS QUI SURPERFORMENT LEUR INDICE DE RÉFÉRENCE SUR LES 5 DERNIÈRES ANNÉES



Source: CRSP, EPFR, Bloomberg, Robert Shiller, Instinet, février 2018

⁴Gerakos, J. J., Linnainmaa, J. T., & Morse, A. (2016), *Gérants: Performance institutionnelle et smart bêtas*, novembre 2016

systématiquement les portefeuilles des gérants, mesurons la taille et le potentiel de leurs positions actives et évaluons les résultats afin de nous assurer que les commissions prélevées sont justifiées. Tout gérant actif, aussi bon soit-il, connaîtra des périodes de sous-performance. Il est donc important de déterminer la phase de marché qui convient le mieux à son approche et à son style d'investissement.

«Tout gérant actif, aussi bon soit-il, connaîtra des périodes de sous-performance.»

Une évaluation qualitative et quantitative étendue, soutenue par des années d'expérience dans la sélection des gérants, nous semble le meilleur ingrédient pour parvenir à une sélection optimale. Et comme le dit l'adage: «C'est au fruit qu'on juge l'arbre». Fin 2017, sur les 30 gérants de notre liste de convictions, 73% avaient surperformé leurs indices de référence, après commissions, sur l'année écoulée, et 86% sur les trois dernières années. Un portefeuille équilibré en actions mondiales, composé des six gérants de fonds de cette liste, a largement surperformé l'indice MSCI World sur l'année écoulée, ainsi que sur les trois et cinq dernières années, après commissions. Le gérant «moyen» ou médian, en revanche, aura sensiblement sous-performé au cours des mêmes périodes.

Quels sont les éléments qui vous font penser que les gérants actifs sont appelés à surperformer leurs homologues passifs dans l'environnement de marché actuel?

La gestion active ne génère pas des performances supérieures

systématiquement ou dans toutes les conditions de marché. En réalité, gestion active et gestion passive pourraient, et devraient, co-exister au sein des portefeuilles clients. Dans certains segments de marché, une gestion passive peut effectivement s'avérer la meilleure option – comme les grandes capitalisations américaines au cours des cinq dernières années. De fait, en raison du régime de marché dans lequel nous avons évolué, la plupart des gérants actifs ont peiné à surperformer l'indice S&P 500 entre 2012 et 2017. Si un gérant de fonds avait investi 90% de ses actifs dans un fonds indicatif (ETF) bon marché répliquant l'indice S&P 500 et 10%, sur une base équilibrée, dans les GAFAN (Google/Alphabet, Amazon, Facebook, Apple et Netflix) avec rééquilibrage annuel, il aurait assez confortablement surperformé l'indice et ses pairs. Nous savons tous que ce type d'environnement n'est pas le plus favorable aux gérants actifs. Il faut en outre tenir compte de la cyclicité du taux de réussite des gérants actifs. Au lendemain de la grande crise financière, les principales banques centrales se sont lancées dans des programmes d'assouplissement quantitatif qui ont profité à tout le monde. En conséquence, les taux de réussite des gérants actifs ont fortement chuté. Mais la normalisation progressive des politiques monétaires, déjà en cours aux États-Unis, devrait conduire les investisseurs à se montrer plus sélectifs dans l'allocation de leurs capitaux, et donc créer un environnement plus propice aux gérants actifs.

Comment voyez-vous les commissions évoluer?

Les pressions auxquelles les gérants actifs sont confrontés sur le plan des commissions vont durer, à juste

titre. Les véritables gérants actifs, qui prennent des positions significatives contre un indice de référence afin de générer une surperformance substantielle après commissions, pour leurs clients, méritent d'être rémunérés en conséquence. Mais rien ne justifie que des investisseurs versent des commissions astronomiques à des gérants qui se bornent à répliquer les indices et génèrent des résultats médiocres. Et si je reconnais les avantages de la gestion active, je me dois aussi d'insister sur l'importance qu'il y a à se montrer extrêmement sélectif et attentif au niveau des commissions. ■

POINTS CLÉS

- Toute évaluation du succès de la gestion active doit tenir compte des éléments suivants:
 - les facteurs de performance du marché actions
 - l'indice de référence choisi pour représenter l'univers d'investissement
 - la probabilité de faire mieux que le marché
- Le succès de la gestion active est de nature cyclique, donc il varie dans le temps.
- Certains segments du marché et classes d'actifs peuvent receler un potentiel d'alpha élevé. Le succès dépendra des compétences du gérant, de l'écart de suivi par rapport à l'indice de référence et de l'horizon d'investissement.
- Les investisseurs devraient s'assurer que les motivations des gérants sont alignées en termes de commissions et de structure du capital, afin que ceux-ci soient moins tentés de se rapprocher de l'indice de référence.

**JAMES IND**

Responsable des stratégies
multi-actifs flexibles et mono-actifs
Pictet Wealth Management

La fin du cygne noir

Après dix ans de reprise, les investisseurs font-ils preuve d'un excès de confiance, vu les risques (connus et moins connus)?

En 2007, un an avant la crise financière mondiale, Nassim Nicholas Taleb publiait *Le cygne noir*, l'un de ces ouvrages prémonitoires comme le fut avant lui *l'Exubérance irrationnelle* de Robert Shiller qui, en 2000, annonçait une crise imminente. Si l'ouvrage de Taleb est moins spécifique sur les risques financiers émergents que celui de Shiller, il touche au cœur du problème: notre incapacité à juger l'improbable de manière rationnelle.

Sans détour, Taleb explique que, plus les événements sont rares ou semblent invraisemblables, moins nous sommes capables d'en apprécier correctement la probabilité. Ces événements sont donc les plus susceptibles de créer la panique, puisque nous n'y sommes pas préparés.

Selon lui, un cygne noir se caractérise par trois éléments:

- la société n'a rien vu venir, ça dépasse son entendement;
- les répercussions sont colossales;

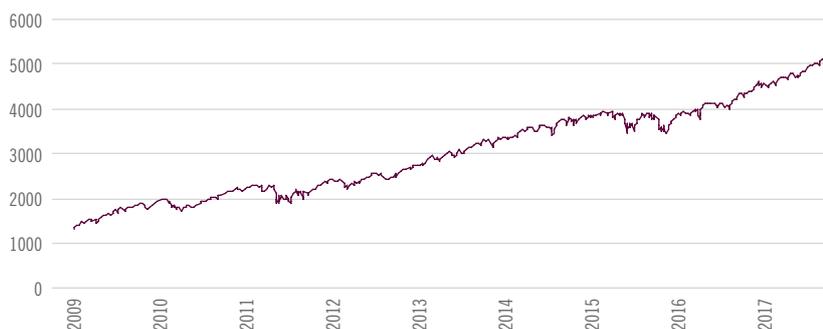
- les experts se précipitent pour trouver une explication rétrospective, ou *ex post* (le célèbre «Je vous l'avais bien dit!»).

L'effondrement de Lehman Brothers et de l'économie mondiale en est un parfait exemple: un choc si complexe, si inédit et si profond que personne ne l'avait anticipé. Marché du logement stable depuis un siècle, nouveaux types de dette immobilière, système bancaire traditionnel et *shadow banking* dépendants de cette dette, interdépendance plus générale d'un système économique tout entier: ces éléments se sont transformés en une tornade décuplée par la peur. Aussi évident aujourd'hui qu'inimaginable à l'époque.

Pourquoi? Parce que bon nombre d'experts (dont, soyons honnêtes, une écrasante majorité d'hommes) sont incapables de dire: «Je ne sais pas». Or, le monde peut être complexe, chaotique, voire dénué de logique. Et, parfois, mieux vaut accepter l'incertitude que ne pas réussir à se préparer à des événements que l'on ne peut pas prévoir.

Au lendemain de la crise, tout le monde a voulu devenir théoricien du cygne noir. Plus une seule proposition d'investissement n'était formulée sans comporter quelques lignes sur les risques baissiers, la stratégie de «protection contre les pertes extrêmes», voire, chez certains, une «couverture anticynge noir» (preuve d'une lecture trop superficielle de l'ouvrage de Taleb).

GRAPHIQUE 1 : LE CHARME DISCRET DE L'ENNUI. INDICE S&P 500 TOTAL RETURN DEPUIS LA CRISE FINANCIÈRE



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg, février 2018

RÉSISTER AUX TURBULENCES

Dans les années qui ont suivi 2009, un nombre inédit de portefeuilles ont été dotés d'un arsenal de protections plus ingénieuses les unes que les autres. Il s'agissait bien souvent de structures prévoyant des paiements en cas d'événements de crédit aussi baroques que ceux qui venaient de se produire. Mais jamais ces «polices d'assurance» n'ont été aussi inutiles, puisque la période qui a suivi a été l'une des moins volatiles et des plus rentables de tous les temps. Fin 2017, l'absence d'événement marquant, telle que mesurée par la fréquence des baisses significatives du S&P 500, atteignait des niveaux historiques. La volatilité à 30 jours de l'indice américain s'établissait ainsi à 3,4% fin octobre 2017, alors que sa moyenne historique dépasse les 20%, incitant un investisseur à qualifier la bourse américaine de «nouvel actif sans risque».

Pourtant, loin d'être une succession lénifiante de scénarios prévisibles, ces neuf dernières années ont été émaillées de surprises politiques et économiques. En effet, des événements improbables et marquants se sont régulièrement produits. Barack Obama et Donald Trump se sont succédé à la présidence des Etats-Unis, des révolutions ont éclaté au Moyen-Orient, la Russie a annexé la Crimée, des guerres civiles ont fait rage en Libye et en Syrie, l'insolvabilité d'un Etat européen a précédé une crise bancaire, les banques centrales ont été contraintes d'injecter 20 000 milliards de dollars pour relancer des

économies moribondes, les taux d'intérêt sont, pour la première fois de l'histoire, tombés en territoire négatif, le populisme et le protectionnisme ont prospéré à travers le monde, le Royaume-Uni a choisi de quitter l'Union européenne, la Corée du Nord a menacé de faire usage de ses armes nucléaires contre les Etats-Unis, et les cours du pétrole ont triplé avant de s'effondrer.

Mais à chaque fois, après un bref repli, les marchés sont repartis de plus belle. Dividendes inclus, le S&P 500 a enchaîné neuf années de rendements positifs. Les actions américaines ont connu trente trimestres de progression sur les trente-six que compte la période. Le risque politique ne semblait plus effrayer personne et les cygnes noirs ne valaient plus la peine qu'on s'inquiète pour eux. Rapidement, les investisseurs trop prudents ont été relégués au second rang tandis que les optimistes, profitant du moindre creux pour acheter, reprenaient l'ascendant.

Pendant cette période, l'état d'esprit des acteurs du marché s'est peu à peu transformé. Vendre des dispositifs de protection par le biais d'options s'est avéré beaucoup plus rentable qu'en acheter. L'indice VIX, qui mesure le coût de la couverture, est tombé à des points bas historiques.

«Le prochain cygne noir pourrait bien être un cygne blanc»

Vendre de la volatilité ou des options est devenu une activité tellement lucrative qu'une série de fonds indiciels (ETF) vendeurs de volatilité a été proposée aux particuliers. Ces fonds gagnaient de l'argent quand la volatilité était faible ou en baisse, et en perdaient dès qu'elle se redressait. Pendant un certain temps, ces poules aux œufs d'or ont régalez aux frais de ceux qui optaient pour la prudence. Jusqu'à ce que, début 2018, cet optimisme finisse lui-même par sembler excessif. Les vendeurs de volatilité ont estimé qu'ils n'avaient pas vendu assez cher leurs mécanismes d'assurance et beaucoup ont été terrassés par un mouvement somme toute modeste des marchés actions.

GRAPHIQUE 2: RENVERSEMENT DE SITUATION: ETF INVERSE SUR LE VIX (STRATÉGIE DE VENTE DE VOLATILITÉ)



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg, février 2018

Comment se positionner aujourd'hui, dans ce cycle où alternent excès d'optimisme et de prudence?

De fait, les sujets d'inquiétude ne manquent pas: dette mondiale (qui, à USD 233 000 milliards, est beaucoup plus élevée qu'en 2007), fin de l'assouplissement quantitatif, remise en cause du libéralisme, menaces planant sur la zone euro et retour tardif à la moyenne de la croissance chinoise. Mais il est également possible que le prochain cygne noir soit un cygne blanc, c'est-à-dire un cycle économique aussi classique que monotone, qui se termine par un repli des bénéfices des entreprises vers leur tendance de long terme et une compression des multiples. Dans le contexte actuel, cela n'aurait aucun mal à entraîner une chute de 50% du cours des actions (ce qui, après tout, ne ramènerait le marché américain qu'à ses niveaux de 2013).

PRENDRE DES RISQUES

Pourtant, au final, il reste pertinent de prendre des risques. Ils sont bien connus, loin d'être des cygnes noirs et font partie de l'analyse et des décisions de gestion que nous prenons au quotidien. Reste donc à savoir s'il faudrait se protéger contre les inconnues inconnues, c'est-à-dire contre l'imprévisible. La réponse est «oui», parfois, sous certaines conditions. Lorsque la volatilité implicite et le coût des options atteignent des niveaux qui suggèrent une absence de risque, il faut se souvenir que la probabilité d'un événement imprévu majeur n'est jamais nulle. Si le marché est prêt à vous vendre du risque sur l'imprévisible à un prix dérisoire, il est toujours bon d'étudier l'offre, quel que soit le degré de calme du monde. C'est ce qui s'est produit fin 2017.

Les options ne sont pas toujours un bon investissement, l'argent étant perdu pour de bon en cas de

problème. Mais il reste des couvertures traditionnelles qui conservent leur valeur, voire gagnent un peu de terrain en temps normal. Pour les investisseurs américains, les obligations d'entreprise de qualité affichant une échéance de moins de cinq ans offrent actuellement un solide rendement (plus de 3%). Ces titres devraient être en mesure de générer un rendement total positif en toutes circonstances, à part si l'on assiste à une hausse extrême des taux. Et n'oublions pas la protection que ces obligations d'entreprise ont généré lors du dernier ralentissement, avec un gain en capital allant jusqu'à 20%. Pour les investisseurs multi-actifs, il existe une dissymétrie qui ne doit pas se perdre dans les rumeurs de remontée des taux et le pessimisme généralisé à l'encontre des obligations.

Ces types de couverture seront-ils source de gains très importants ou de pertes sèches dans les cinq prochaines années? Nous l'ignorons. ■



JEAN-PIERRE DURANTE

Responsable de la recherche appliquée
Pictet Wealth Management

PERSPECTIVE SECTORIELLE

Le pétrole est tirailé entre forte demande et augmentation de l'offre

Les courants contraires qui affectent les cours du pétrole ont des conséquences sur les anticipations d'inflation mondiale.

Une croissance mondiale soutenue, une relance budgétaire importante aux Etats-Unis, la fin des craintes de déflation et une relative faiblesse du dollar devraient présenter un contexte favorable aux matières premières, et notamment au pétrole, en 2018. Mais notre analyse indique que le pétrole est désormais proche de son prix d'équilibre à long terme, offrant un potentiel de hausse limité.

Les cours du pétrole ont considérablement augmenté depuis leur creux de la mi-2016: le prix du brut américain

(WTI) a ainsi grimpé de 44% entre le plus bas atteint le 22 juin 2016 et fin février 2018. Les cours du pétrole affichaient même une hausse de 56% à la fin du mois de janvier avant de retomber en février. Est-ce là un repli temporaire avant que les cours ne repartent à la hausse, soutenus par la croissance de l'économie mondiale, ou le pétrole a-t-il atteint un palier?

Jusqu'en juin dernier, les cours du pétrole étaient manifestement sous-évalués, si bien que leur rebond au second semestre 2017 a semblé parfaitement justifié au regard des fondamentaux

économiques. Les cours du pétrole WTI ont atteint un plus bas à 42 dollars le baril le 22 juin 2016, niveau inférieur de 10 dollars au prix d'équilibre suggéré par notre modèle macrofondamental. Soutenu par la reprise continue de l'économie mondiale et par l'affaiblissement du billet vert, le prix d'équilibre du WTI est même remonté à 63 dollars à la fin février 2018 (66 dollars le baril pour le Brent).

Maintenant que les marchés intègrent pleinement l'impact des dernières mesures de relance budgétaire aux Etats-Unis (qui nous ont incités à relever nos prévisions de croissance mondiale de 3,7 à 3,9% en 2018), le potentiel de nouvelles révisions à la hausse nous semble limité. En outre, les indicateurs avancés publiés récemment laissent penser que l'activité dans plusieurs pays majeurs pourrait avoir atteint un pic. La baisse prononcée du dollar constatée en 2017 semble également avoir pris fin. De fait, la solide croissance de l'économie américaine, à laquelle s'ajoute un creusement du déficit budgétaire combiné à des resserrements de politique monétaire, est de nature à soutenir le billet vert.

Sur le front de l'offre également, les fondamentaux n'apportent qu'un soutien limité au cours du pétrole. Bien que les pays membres de l'Opep et la Russie fassent preuve d'une remarquable discipline dans le respect des quotas qu'ils se sont imposés, la production de pétrole aux Etats-Unis a rapidement augmenté depuis la fin 2016. Après un brusque ralentissement en décembre sous l'effet d'un hiver rigoureux, les forages américains reprennent de plus belle. Et alors qu'ils chutaient brutalement depuis mars 2017, les stocks ont récemment donné des signes de stabilisation à leurs niveaux de 2015.

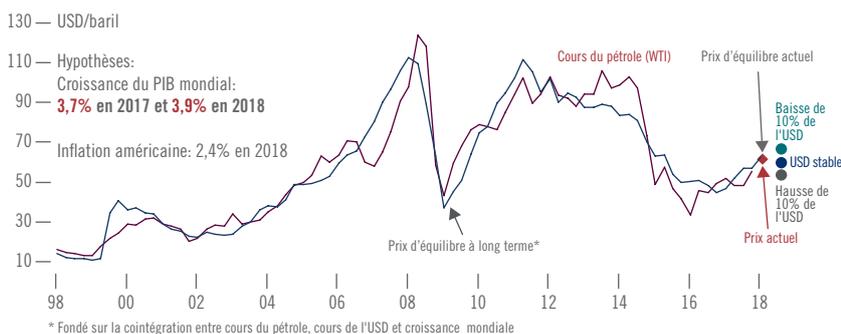
REPRISE DE LA PRODUCTION DE PÉTROLE DE SCHISTE AUX ÉTATS-UNIS

L'évolution la plus notable du côté de l'offre concerne le secteur du pétrole de schiste aux Etats-Unis, qui est en bonne voie pour augmenter sa production d'un million de barils par jour (mbj) cette année. Le secteur a augmenté sa production de 2 mbj depuis la fin 2016 (3 mbj si l'on tient compte de la révision des statistiques) et semble poursuivre sur cette lancée. Un million de barils par jour supplémentaire semble donc atteignable. Cela suffirait à faire passer l'équilibre offre/demande au niveau mondial en 2018 d'un déficit attendu aux alentours de -0,3 mbj à un excédent, ce qui pèserait inmanquablement sur les prix au cours de l'année.

L'évolution du prix du marché apparaît en grande partie déterminée par son écart avec son prix d'équilibre (voir graphique). Plus il s'écarte de son équilibre, plus les forces de rappel deviennent importantes. Une déviation des cours du fait de facteurs non pris en compte dans notre modèle d'équilibre macrofondamental, comme des tensions géopolitiques, n'est pas à exclure. Néanmoins, à plus long terme, le prix du marché tend à converger vers son niveau d'équilibre. Ainsi, l'écart entre le prix au comptant et le prix d'équilibre s'est progressivement résorbé l'an dernier (le prix au comptant du WTI atteignait 61 dollars le baril début mars, contre un prix d'équilibre de 63 dollars, soit un écart de seulement 2 dollars, tout comme pour le Brent). A ce stade, nous ne voyons donc pas de facteur fondamental pouvant impulser les cours du pétrole dans un sens ou dans l'autre.

D'après notre modèle, dans l'hypothèse d'une croissance de 3,9% de l'économie mondiale en 2018 comme nous l'anticipons et d'une stabilisation du dollar à un niveau proche de son cours actuel, le prix d'équilibre du WTI pourrait baisser légèrement à 59 dollars le baril d'ici la fin de l'année (et celui du Brent à 62 dollars le baril).

PRIX AU COMPTANT ET PRIX D'ÉQUILIBRE DU WTI - 1988 À FIN 2018 (PRÉVISION)



USD 59

Notre prix d'équilibre estimé pour le pétrole WTI à la fin de l'année est d'USD 59 (avec un dollar restant inchangé)

Seule une dépréciation marquée du dollar américain semble susceptible d'engendrer une hausse sensible du prix d'équilibre (une baisse de 10% du billet vert entraînerait une augmentation du prix d'équilibre du WTI aux alentours de 66 dollars le baril). A l'inverse, en cas d'appréciation de 10% du dollar américain, le prix d'équilibre du WTI diminuerait à 54 dollars le baril d'ici la fin de l'année.

Notre scénario central anticipant une légère baisse du prix d'équilibre par rapport aux niveaux actuels laisse entendre que les cours du pétrole pourraient générer des pressions inflationnistes (en raison d'effets de base) jusqu'en juin, mais que ces pressions auront totalement disparu en fin d'année. Ce scénario conditionne en grande partie nos anticipations concernant l'inflation mondiale. ■

Les producteurs de pétrole en quête de durabilité

MALIK ZETCHI

Analyste financier
Pictet Wealth Management

Les marchés pétroliers mondiaux continuent de bénéficier de solides fondamentaux. La demande reste dynamique, soutenue par des conditions macroéconomiques favorables, et l'accord Opep/Russie d'encadrement de la production pétrolière produit les effets escomptés en réduisant les stocks excédentaires de pétrole. Plus important encore, les sociétés américaines d'exploration et de production (E&P) deviennent plus rigoureuses dans leurs stratégies de déploiement de capitaux et ne déversent plus frénétiquement toute leur trésorerie disponible dans des activités de forage. Cette évolution transparaît nettement dans les résultats des sociétés.

A cet égard, les sociétés américaines d'E&P montrent la voie, en se concentrant clairement sur la génération de trésorerie, afin de doper les rendements des actionnaires et d'atteindre leurs objectifs de désendettement. L'ensemble du secteur de l'E&P devrait progressivement suivre cette tendance, qui reste concrètement le seul moyen d'assurer la durabilité du secteur à long terme.

UN EFFET PERTURBATEUR MOINS IMPORTANT

L'offre mondiale de pétrole devrait continuer d'enregistrer une croissance substantielle (voir l'article principal), mais les sociétés devraient adopter une approche des dépenses beaucoup plus parcimonieuse qu'auparavant. Par ailleurs, malgré la dynamique actuelle de la production de pétrole de schiste, la croissance de la production aux Etats-Unis risque d'être inférieure aux attentes au cours des prochains trimestres, en raison de l'augmentation des coûts des services, de problèmes opérationnels et de retards potentiels dans l'amélioration des infrastructures de pipelines.

Tout laisse à penser que l'effet perturbateur induit par le pétrole de schiste est en train de s'atténuer, ce qui devrait convaincre les investisseurs qu'une certaine durabilité s'installe sur les marchés pétroliers et gaziers. Du point de vue des investissements, les chiffres des majors pétrolières paraissent relativement positifs, avec une augmentation des flux de trésorerie et des dividendes attractifs.

Les sociétés américaines du secteur de l'E&P doivent encore prouver qu'elles peuvent efficacement concilier croissance et rendements

Mais les sociétés américaines du secteur de l'E&P doivent encore prouver qu'elles peuvent concilier croissance et rendements de manière efficace. La qualité des actifs, l'accès aux infrastructures et les économies d'échelle devraient induire un tri substantiel au sein du secteur, même si des gagnants et des perdants commencent déjà à émerger. Certaines sociétés de services pétroliers, par exemple, doivent encore prendre la mesure des habitudes de dépenses plus contrôlées au sein du secteur pétrolier américain. Malgré une reprise sur les marchés internationaux, force est de constater que les prix des services pétroliers restent sous pression.

Les valorisations dans le secteur de l'énergie sont globalement revenues à des niveaux raisonnables durant la correction des marchés survenue début février. Mais bien que la conjoncture commence à devenir favorable, le niveau de confiance des investisseurs reste fragile, après plus de trois ans de sous-performance significative du secteur de l'énergie. ■



GREGORY KUNZ

Responsable de la recherche actions
Pictet Wealth Management

ZOOM SECTORIEL

Actions: état des lieux sectoriel après le pic de volatilité

La période de publication des résultats pour le quatrième trimestre 2017 a révélé des chiffres largement positifs, les secteurs cycliques et les banques s'inscrivant en tête de file tant en Europe qu'aux Etats-Unis.

La correction des marchés actions fin janvier et début février a sonné un réveil brutal après deux ans de calme. Inquiétante constatation, 2017 a été la deuxième année la moins volatile pour les actions depuis 1928... l'année qui a précédé le krach de Wall Street.

Mais l'ampleur de la correction s'inscrit dans la fourchette historique pour ce genre de période. Découlant initialement d'un emballement du marché, elle a été amplifiée par l'impact négatif d'agressives stratégies courtes sur la volatilité et d'autres stratégies systématiques (voir l'article sur ce sujet). La correction a toutefois eu le mérite de ramener les valorisations à des niveaux que l'on n'avait plus vus depuis deux ans, même si les sociétés continuent de publier des bénéfices robustes, soutenus par une croissance mondiale globalement satisfaisante et, aux Etats-Unis, par l'adoption de la réforme fiscale de Donald Trump. De fait, à mi-février, les estimations de croissance bénéficiaire pour 2018 pour les sociétés américaines avaient rebondi, atteignant jusqu'à près de 20%, tandis que les cours des actions avaient *a minima* effacé une partie de leurs pertes.

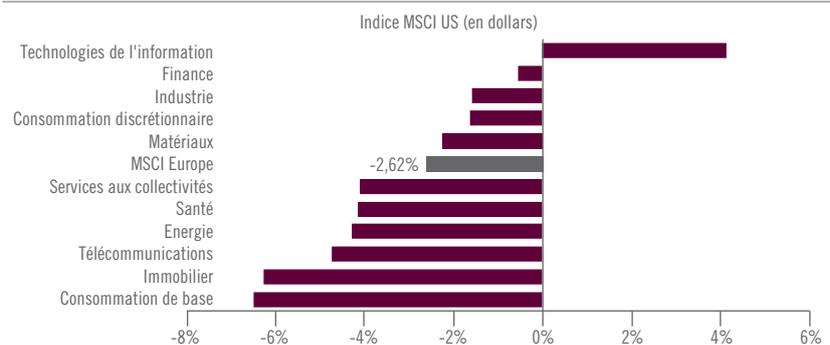
et de revenus nets aux Etats-Unis (les revenus nets ont été plus décevants en Europe). Les bénéfices par action (BPA) se sont révélés particulièrement robustes outre-Atlantique, la majorité des sociétés ayant dépassé les attentes au quatrième trimestre. Les révisions à la hausse des BPA ont été significatives aux Etats-Unis, et très impressionnantes dans les secteurs de l'énergie, de l'industrie et de la finance de part et d'autre de l'Atlantique.

Les BPA attendus peuvent constituer une bonne indication de la dynamique des secteurs. En données annualisées, la croissance moyenne des BPA 2018 pour les titres de l'indice MSCI US est estimée à environ 19,4%, et à 10,0% pour les sociétés de l'indice MSCI Europe. Sans surprise, avec l'accélération de l'inflation, les cycliques américaines (matériaux de base, consommation discrétionnaire et énergie) semblent se distinguer en termes de croissance des BPA. De leur côté, les banques bénéficient de la hausse des taux d'intérêt à long terme, ce qui contribue à la progression de leurs

LES BANQUES BÉNÉFICIENT DE LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT À LONG TERME

Le fait qu'à peine plus de 20% des sociétés du S&P 500 et 8% des sociétés du Stoxx Europe 600 devraient représenter 80% de la croissance bénéficiaire cette année donne à réfléchir. Il n'en demeure pas moins que les publications de résultats pour le quatrième trimestre 2017 ont globalement reflété de bonnes nouvelles en termes de ventes aux Etats-Unis et en Europe,

PERFORMANCE PAR SECTEUR, 2018 (À MI-MARS)



Source: Pictet Wealth Management, Bloomberg, février 2018

marges. Certains secteurs défensifs, assimilables aux obligations, souffrent en revanche de la hausse des rendements obligataires depuis décembre; c'est notamment le cas des biens de consommation courante, de l'immobilier et des télécommunications, tant aux Etats-Unis qu'en Europe.

Les industrielles et les financières nous paraissent particulièrement intéressantes dans l'environnement actuel. Du côté des industrielles, les indices des directeurs d'achat (PMI) – qui constituent un bon indicateur avancé de l'activité – se situent à des plus hauts sur plusieurs années, et laissent peu de place à une nouvelle expansion. Sachant que les valorisations du secteur sont fortement corrélées aux PMI, le moment semble propice à la recherche de titres industriels moins sensibles aux variations de cet indice et souvent négligés. Par ailleurs, nous restons positifs à l'égard des banques européennes. Beaucoup ont publié des résultats corrects au quatrième trimestre 2017, faisant état de revenus et de revenus nets

des intérêts supérieurs aux attentes. A noter qu'après une longue période de marasme, les banques italiennes comptent parmi les établissements à avoir publié les meilleurs résultats.

En dépit de dépenses élevées des ménages dans de nombreuses économies, les valeurs de la consommation offrent des perspectives très contrastées: alors que les sociétés de la consommation courante souffrent des doutes liés à leur pouvoir de fixation des prix et à leur modèle de distribution, en particulier en Amérique du Nord, les titres de la consommation discrétionnaire affichent toujours une très bonne tenue, avec un segment du luxe dopé par la hausse continue des revenus en Chine, par exemple. Au sein de la consommation discrétionnaire, certains sous-secteurs négligés des investisseurs semblent présenter des perspectives intéressantes: citons notamment les composants automobiles et les probables bénéficiaires de la réforme fiscale de Donald Trump, tels que les chaînes d'hôtellerie et de restauration. ■



YORDANA MAVRODIEVA

Analyste financier senior
Pictet Wealth Management

ZOOM SECTORIEL

Le jeu (médiatique) a changé

La rupture créée par internet s'accélère et des millions d'abonnés coupent le fil, ce qui remet en question la pertinence des réseaux traditionnels de télévision par câble ou par satellite américains, et les investisseurs doivent se montrer prudents.

Ils sont loin les jours où la seule façon de regarder son contenu favori était d'allumer son poste. Le secteur de la télévision traditionnelle – et notamment les chaînes, les câblo-opérateurs et les diffuseurs – a prospéré pendant de longues années en exploitant son avantage de distribution, c'est-à-dire une programmation linéaire multi-destinataires (en direct), ainsi que sa capacité à regrouper du contenu au sein d'un bouquet de chaînes et son importante part du marché publicitaire. Mais

l'évolution des habitudes des utilisateurs – en particulier la consommation décalée des médias, la préférence pour des moyens plus accessibles, la consommation compulsive et l'aver-sion aux pauses publicitaires – s'est traduite par une prolifération de services en ligne dits de *streaming* beaucoup plus en phase avec le consommateur d'aujourd'hui. C'est ainsi que le secteur traditionnel de la télévision est entré dans une période de déclin structurel, provoqué par la migration des spectateurs

des plates-formes linéaires, financées par la publicité, vers un univers numérique à publicité limitée, voire absente.

EN QUÊTE DE PANACÉE

Depuis le pic d'abonnés de 2012, la télévision traditionnelle a perdu environ huit millions de spectateurs aux Etats-Unis, dont plus de 3,5 millions ont «coupé le fil» rien qu'en 2017. Le paysage concurrentiel a évolué avec l'entrée en scène d'acteurs comme Netflix, Amazon et Apple, contraignant les opérateurs traditionnels à s'adapter dans l'urgence à la mutation du paysage médiatique. Mais plus facile à dire qu'à faire, dans la mesure où les groupes de médias sont condamnés à un arbitrage difficile entre l'exploitation des bénéfices d'un écosystème télévisuel qui s'érode et la cannibalisation des activités existantes.

Inutile de dire que les entreprises de médias, qu'il s'agisse d'opérateurs de réseaux ou de distributeurs, ont tenté de remédier à l'érosion structurelle de leur modèle économique, ou au moins de la freiner. Mais leurs efforts n'ont pas été à la hauteur de leurs attentes, si bien que les marchés ont dégradé la note des entreprises en fonction de leur exposition au modèle télévisuel «ancien» (voir graphique 1). Dans leur quête de solutions, les distributeurs de médias ont introduit le «skinny bundle», un bouquet réduit qui vise les consommateurs attentifs au coût en concoctant des offres de contenu bon marché. La programmation vidéo virtuelle multicanal (*Virtual Multichannel Video Programming – vMVPD*) a été accueillie par les câblo-opérateurs et les entreprises de télécommunication comme la réponse au phénomène de «coupure du fil», en

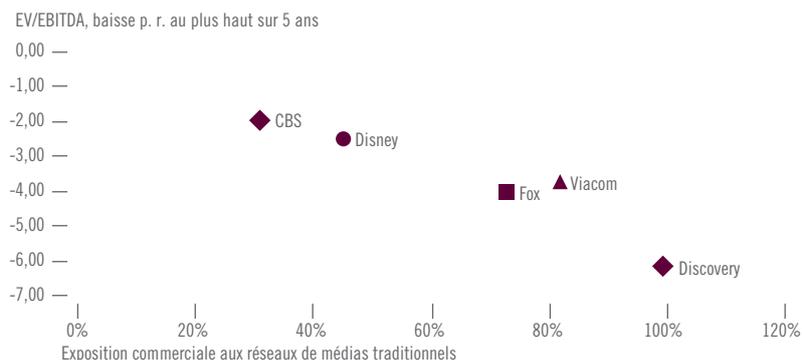
proposant un service tout à la fois en direct et par contournement (*over-the-top – OTT*) via internet. Par ailleurs, les chaînes de télévision payante ont fini par se résoudre à l'idée de lancer leurs propres plates-formes d'accès direct au consommateur (*direct-to-consumer – DTC*) en s'adaptant aux nouvelles préférences en matière de consommation de contenu. La mutation de Walt Disney vers l'univers DTC, annoncée fin 2017, a marqué un changement stratégique significatif pour l'un des acteurs clés du secteur.

Mais même si le DTC constitue selon nous la bonne stratégie pour Disney – ainsi d'ailleurs que pour les autres acteurs évoluant au sein d'un écosystème télévisuel où la tendance vers l'OTT s'accélère – le lancement d'un tel service a son prix. Il exige beaucoup de temps et d'argent, ainsi que de la patience et un énorme vote de confiance de la part des investisseurs. Prises en étau entre le coût élevé des investissements qui grèvent les marges à court terme et l'accélération du rythme de ce phénomène de rupture, les entreprises de médias sont à la peine. Or, développer en interne une nouvelle offre TV prend du temps, un temps précieux. Acquérir cette offre semble donc être la meilleure option.

GRANDIR OU SE RETIRER

La proposition de rachat de 21st Century Fox par Walt Disney, annoncée en décembre dernier, a de lourdes conséquences pour l'ensemble du secteur, susceptibles d'accélérer le processus de consolidation médiatique déjà en cours. L'empressement de la famille Murdoch (jusqu'ici toujours acheteuse, jamais

GRAPHIQUE 1: LA DÉGRADATION DES RÉSEAUX DE MÉDIAS



Source: Bloomberg, rapports d'entreprises, février 2018

vendeuse) d'explorer et finalement d'accepter la cession de certains de ses actifs de base – dont la majorité de 21st Century Fox – illustre la force et la rapidité du phénomène auquel les acteurs des médias traditionnels sont confrontés.

Grandir est devenu vital pour un secteur dont les fondamentaux se détériorent et qui est soumis à la concurrence croissante des services OTT. Cette mutation est également perçue comme un levier de négociation avec les distributeurs et une manière de se diversifier en sortant du seul marché américain, ainsi qu'un moyen pour les entreprises de faciliter le lancement de leurs propres services de DTC en achetant d'importantes bibliothèques de contenu. Les fusions-acquisitions devraient donc rester un thème fort au sein du secteur des médias.

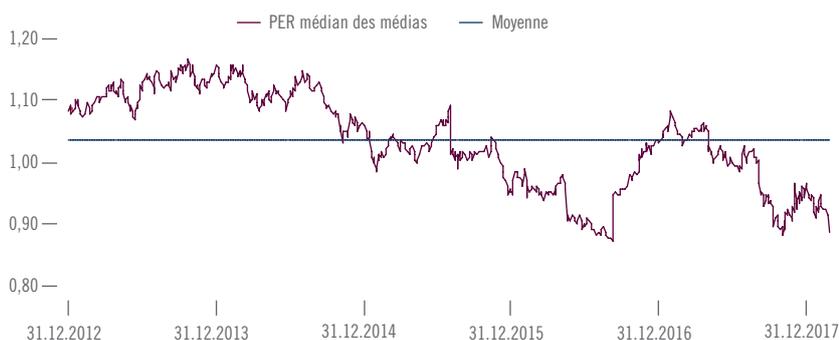
Bien que les spéculations ne manquent pas en la matière, les perspectives de progression des transactions devraient dépendre du résultat des auditions d'AT&T et Time Warner qui débiteront le 19 mars au département américain de la Justice. Si celui-ci imposait des conditions drastiques à un rapprochement entre les deux groupes, comme la cession d'actifs clés, cette décision devrait peser sur les discussions relatives à d'autres transactions possibles ainsi que sur la valorisation des entreprises bénéficiant d'une prime de rachat. En revanche, un dénouement positif de l'audition lèverait l'hypothèque réglementaire, du moins dans l'esprit des investisseurs.

Quelle que soit la manière dont les distributeurs de médias et les fournisseurs de contenu décideront de s'associer, l'accent devrait être mis sur la

poursuite d'objectifs stratégiques plutôt que sur la taille en tant que telle. Nous estimons également que, face aux spéculations de fusion-acquisition, les investisseurs devraient rester prudents et s'en tenir à des signatures disposant d'un historique et de perspectives *bottom-up* robustes, indépendamment de toute fusion éventuelle. Nous privilégions donc les entreprises bien positionnées aux deux extrémités de la chaîne de valeur médiatique – contenu (studios dotés de marques fortes) et distribution (comme le DTC et le haut débit). En général, nous préférons les titres disposant de modèles économiques diversifiés et d'un solide historique en matière d'exécution.

Valorisations: bon marché à juste titre. Les récentes spéculations sur des transactions possibles semblent avoir donné une assise aux valorisations relatives des entreprises de médias, du moins jusqu'à nouvel ordre. Le secteur paraît bon marché en termes de ratios cours-bénéfice, tant relatifs qu'absolus, avec des titres qui s'échangent actuellement avec une décote d'environ 10% par rapport à leur moyenne sur cinq ans (*voir graphique 2*). Les valorisations absolues ont chuté, dans le sillage des révisions à la hausse des bénéfices par action (BPA), qui devraient profiter de la réforme fiscale aux Etats-Unis, tandis que les défis structurels expliquent pourquoi les multiples relatifs stagnent à des niveaux faibles. Les fusions-acquisitions pourraient contribuer à un retour à la moyenne des valorisations, mais seul un message plus convaincant en termes de fondamentaux pourrait justifier une expansion des multiples. ■

GRAPHIQUE 2: VALORISATION DES MÉDIAS P. R. AU MARCHÉ (PER À 12 MOIS DU S&P 500 MEDIA P. R. AU S&P 500)



Source: Bloomberg, février 2018

8 millions

Nombre d'abonnés américains à la télévision ayant «coupé le fil» depuis 2012

Mentions légales: ce document marketing n'est pas destiné à des personnes physiques ou à des entités qui seraient citoyennes d'un Etat ou qui auraient leur domicile dans un Etat ou une juridiction où sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation seraient contraires aux lois et règlements en vigueur.

Les informations, données et analyses qu'il contient sont fournies à titre indicatif uniquement. Elles ne sauraient être considérées comme des recommandations, que ce soit des recommandations de nature générale ou adaptées à la situation individuelle d'une personne quelle qu'elle soit. Sauf indication contraire, tous les cours et prix figurant dans le présent document sont fournis à titre purement indicatif. Aucune entité du groupe Pictet ne peut être tenue pour responsable de ces données, qui ne constituent en aucune façon une offre commerciale ou une incitation à acheter, à vendre ou à souscrire des titres ou tout autre instrument financier. Les informations fournies dans le présent document ne sont le résultat ni d'une analyse financière au sens des «Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière» de l'Association suisse des banquiers ni d'une recherche en investissements au sens des dispositions applicables de la directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers (dite directive MiFID). Bien que les informations et les opinions figurant dans ce document proviennent de sources jugées fiables et soient obtenues de bonne foi, le groupe Pictet ne fait aucune déclaration et ne donne aucune garantie, implicite ou explicite, quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité.

Nonobstant les obligations éventuelles d'une entité du groupe Pictet à son égard, le destinataire du présent document devrait examiner l'adéquation de la transaction envisagée avec ses objectifs individuels et évaluer de manière indépendante, avec l'aide d'un conseiller professionnel, les risques financiers encourus ainsi que les possibles conséquences sur les plans juridique, réglementaire, fiscal et comptable, et en termes de solvabilité.

Les informations, opinions et estimations contenues dans ce document reflètent une appréciation émise à la date de publication initiale, et sont susceptibles d'être modifiées sans notification préalable. Le groupe Pictet n'a en aucun cas l'obligation d'actualiser ou de tenir à jour les informations figurant dans le présent document. Lorsque celui-ci mentionne la valeur et le rendement d'un ou de plusieurs titres ou instruments financiers, ces données reposent sur des cours provenant de sources d'informations financières usuelles, et sont

susceptibles de fluctuer. La valeur de marché des instruments financiers peut varier en fonction de changements d'ordre économique, financier ou politique, des fluctuations des taux de change, de la durée résiduelle, des conditions de marché, de la volatilité ainsi que de la solvabilité de l'émetteur ou de celle de l'émetteur de référence. L'illiquidité d'un marché peut rendre certains investissements difficilement réalisables. De même, les fluctuations des taux de change peuvent avoir un effet positif ou négatif sur la valeur, le prix ou le rendement des investissements mentionnés dans le présent document. Pour tout investissement sur un marché émergent, il convient de noter que les pays émergents présentent une situation politique et économique nettement moins stable que celle des pays développés, et sont ainsi exposés à un risque plus élevé de connaître des bouleversements politiques ou des revers économiques.

Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future. De plus, le destinataire du présent document est entièrement responsable des investissements qu'il effectue. Aucune garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la performance future. Par ailleurs, des prévisions ne constituent pas une indication fiable de la performance future.

Le contenu du présent document ne doit être lu ou utilisé que par son destinataire. Le groupe Pictet n'assume aucune responsabilité quant à son utilisation, à sa transmission ou à son exploitation. Par conséquent, toute forme de reproduction, copie, divulgation, modification ou publication dudit contenu ressort de la seule responsabilité du destinataire de ce document, à l'entière décharge du groupe Pictet. Le destinataire s'engage à respecter les lois et règlements en vigueur dans les Etats où il pourrait être amené à utiliser les données reproduites dans ce document.

Publié par Banque Pictet & Cie SA, le présent document ainsi que son contenu peuvent être cités, à condition que la source soit indiquée.

Banque Pictet & Cie SA est un établissement bancaire de droit suisse disposant d'une licence bancaire et soumis à la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

Tous droits réservés. Copyright 2018.

Distributeurs: Banque Pictet & Cie SA, Pictet & Cie (Europe) SA

