

---

# Perspectives

---

## Les actions américaines stimulées par la politique de Trump

Les projets de forte relance budgétaire de Donald Trump, ainsi que de réforme fiscale et réglementaire, font rêver les responsables des entreprises américaines

– pages 4–7

## La reflation au secours des banques européennes

Le secteur a connu une période noire en 2016 et reste confronté à des problèmes, mais 2017 pourrait s'avérer moins difficile

– pages 7–8

## Actions: cap sur les stratégies «value»

La solide dynamique des bénéfices et les anticipations inflationnistes profitent aux actions *value*

– pages 9–10

## Jusqu'où l'envolée des rendements obligataires en zone euro ira-t-elle?

Parallèlement à la hausse des taux américains, l'hypothèse d'un durcissement de la BCE affectera les investisseurs obligataires

– pages 10–11

## Tournant en vue pour les actifs alternatifs

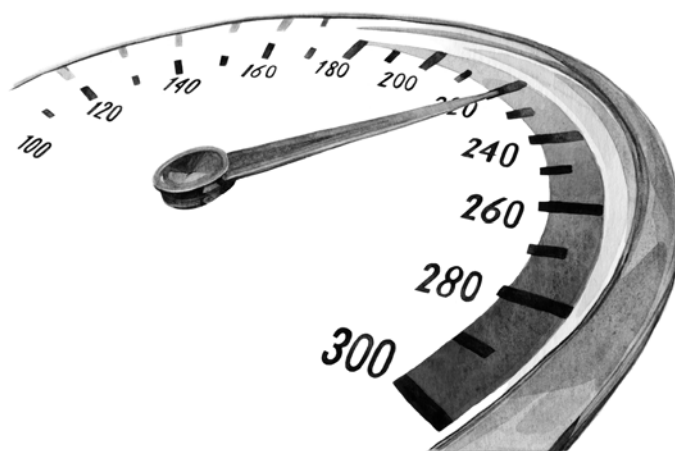
Ceux qui annoncent la mort du secteur des *hedge funds* vont trop vite en besogne: le *private equity* regorge d'opportunités

– pages 16–19

## Des scénarios moins roses

Imaginons les scénarios négatifs qui pourraient affecter l'Europe et la Chine

– pages 19–22



## 2017, l'année de la reflation

La hausse modérée des anticipations d'inflation et l'amélioration des perspectives de croissance des bénéficiaires des entreprises, ainsi que la transition d'une politique monétaire à une politique budgétaire, devraient constituer des thèmes d'investissement importants en 2017. En un mot, la reflation est en vue. Mais pour apprécier les perspectives de l'économie mondiale et des marchés financiers, on ne saurait faire l'impasse sur les conséquences à terme du vote en faveur du Brexit et des mesures prises par l'administration Trump.

## INVESTIR DANS UN CLIMAT DE REFLATION



**CÉSAR PÉREZ RUIZ**

Directeur des investissements  
Pictet Wealth Management

Solidité avérée de la croissance et regain de tensions haussières sur les prix à la production: notre scénario central pour 2017 est marqué par le retour attendu de l'inflation. Outre la reflation, nous discernons trois thèmes macroéconomiques phares. Tout d'abord, une transition de la relance monétaire à la relance budgétaire, notamment aux Etats-Unis. Puis, après quatre ans de déception, un redémarrage de la croissance des résultats des entreprises. Enfin, des incertitudes politiques à la fois fortes et durables, particulièrement au niveau des mesures que prendra l'administration Trump. Mais nous ne voyons aucun parti europhobe et anti-establishment diriger un gouvernement en Europe.

Quelques points clés pour les investisseurs:

**La reflation favorisera les actions.** Le raffermissement du PIB nominal devrait entraîner un rebond des résultats des entreprises, favorisant les actions au détriment des obligations.

**Le dollar devrait à nouveau l'emporter.** La Fed devrait relever ses taux à deux reprises en 2017 (25 pb à chaque fois). La détente reste de mise en Europe et au Japon, le yuan et les devises émergentes poursuivent leur déclin: le dollar devrait rester la plus performante des grandes devises.

**Le style value surperforme.** Après la vaste rotation amorcée en juillet, la relance de l'inflation devrait accentuer la surperformance des actions *value* et cycliques.

**La dette souveraine devrait être à la peine.** La remontée des taux longs devrait sonner le glas de 35 ans de hausse des obligations d'Etat. Nous attendons des rentabilités totales nominales négatives des obligations de référence en 2017. Cependant, le rebond des bénéfices soutiendra les marchés du crédit. Nous privilégions les obligations d'entreprise à durée courte et les obligations à haut rendement, vouées à tirer leur épingle du jeu dans un contexte de hausse des taux des obligations d'Etat et des résultats des entreprises.

**Prudence vis-à-vis des marchés émergents.** Les marchés émergents restant exposés au ralentissement chinois, à la remontée des taux américains et au risque de protectionnisme américain, nous préférons généralement nous y exposer par le biais de leurs homologues développés. Pourtant, les actions émergentes et la dette en devises locales, pourraient offrir des opportunités tactiques.

**L'avenir s'annonce favorable aux gérants actifs.** La fin de la longue trajectoire haussière de la dette d'Etat rendra impérative la quête de nouvelles sources de diversification. Après une année 2016 difficile, la remontée progressive des taux facilitera la vie des gérants actifs et alternatifs.

**Des accès de volatilité à prévoir.** Enfin, l'incertitude entourant l'avenir politique entraînera de nouveaux accès de volatilité. Dans ce contexte, nous continuerons de nous positionner de manière tactique pour soutenir les rendements.

N'oublions pas les scénarios alternatifs. Une version optimiste fait la part belle à la relance par l'offre attendue aux Etats-Unis. Dans ce scénario, les prévisions de résultats continueraient de s'améliorer outre-Atlantique, dopant les actions et faisant baisser les *spreads* des obligations d'entreprise, tandis que le rebond progressif de l'inflation serait compensé par des relèvements de taux modérés. Scénario plus sombre: la relance menée par Donald Trump s'avère trop forte pour une économie déjà proche du plein emploi, et l'inflation ne tarde pas à s'envoler. La Fed serait alors contrainte de durcir le ton plus rapidement, pénalisant le marché obligataire. Parallèlement, le dollar progresserait au point de susciter de fortes craintes autour des dettes de certaines entreprises à haut rendement et certains marchés émergents.



**CHRISTOPHE DONAY**

Chef stratège, responsable de l'allocation d'actifs et de la recherche macroéconomique  
*Pictet Wealth Management*

**POINT DE VUE MACRO**

# Le choc d'innovation pourrait ne favoriser que peu la croissance

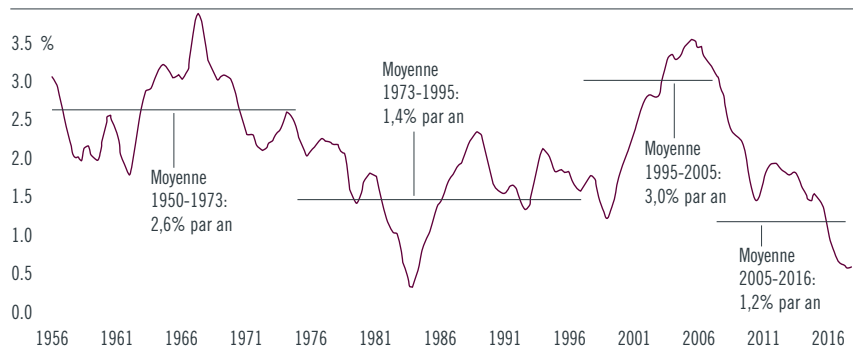
La perspective d'une année fructueuse pour les actifs risqués ne peut masquer les profonds changements à l'œuvre dans l'économie mondiale.

L'année 2017 pourrait être le théâtre de changements importants dans le domaine de l'investissement. Notre scénario central pour cette année établi par Cesar Perez a été résumé dans le «Thème du mois» du numéro de décembre de *Perspectives*.

Il ne faut cependant pas perdre de vue les tendances à long terme, marquées par des changements de régimes économiques et politiques, tout comme le choc d'innovation qui commence tout juste à se faire sentir. Il concerne tous les secteurs, qu'il s'agisse du transport, des sciences de la vie, de la technologie financière, de l'énergie, de la logistique ou de l'industrie manufacturière. Pourtant, les transformations qui en découlent n'apparaissent pas encore dans toute leur ampleur. Huit ans après la chute de Lehman Brothers, la faible croissance de la productivité se traduit toujours par une croissance économique atone, même si les bénéfices des entreprises ont augmenté en termes de pourcentage du PIB.

Cette situation est imputée à plusieurs facteurs tels que les effets persistants de la crise financière et la désinflation, qui se reflète dans une croissance des salaires faible ou inexistante. L'automatisation contribue incontestablement à tirer les salaires vers le bas, un phénomène qui contraint de nombreux travailleurs à émigrer et génère des inégalités croissantes. Mais nous ne souscrivons pas à la thèse selon laquelle les sociétés capitalistes seraient confrontées à une stagnation séculaire. Par le passé, la faiblesse de la productivité s'est souvent avérée temporaire et la situa-

## CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ US HORS SECTEUR AGRICOLE, 1955-2016



\*Taux de croissance annuel de la production par heure travaillée (moyenne mobile sur 5 ans)

Source: Bureau for Labor Statistics, Pictet WM - AA&MR

tion s'est rétablie de manière imprévisible. Ainsi, la croissance de la productivité a été relancée aux Etats-Unis à la fin des années 1990 grâce à l'arrivée d'Internet et des nouvelles technologies de communication. Par ailleurs, certains spécialistes estiment que les critères habituellement utilisés pour mesurer la productivité ne correspondent pas à la réalité.

Tout au long de l'histoire, la productivité a généralement augmenté avec le déploiement des effets liés aux grandes innovations - et les salaires réels ont suivi. A cet égard, il est important de noter que les salaires horaires aux Etats-Unis ont enregistré une progression annuelle de 2,9% en décembre, la plus forte depuis 2009. Tant que cette évolution s'accompagne d'une hausse de la productivité, une accélération

# 2,9%

Progression des salaires horaires aux Etats-Unis

de la croissance des salaires pourrait soutenir un boom de l'investissement dans l'innovation. A son tour, dans une sorte de cercle vertueux, ce boom pourrait servir de catalyseur pour la productivité. Bien sûr, les choses risquent de ne pas être aussi simples. La vague d'innovation pourrait bien changer le rôle des humains dans le processus de production - et creuser encore davantage les inégalités.

**«Huit ans après la chute de Lehman Brothers, la faible croissance de la productivité se traduit toujours par une croissance économique atone»**

Les effets évolutifs du choc d'innovation sont déjà pleinement intégrés dans nos attentes à 10 ans pour la croissance et l'inflation, ainsi que

pour d'autres facteurs tels que la politique monétaire et l'évolution du rôle des marchés émergents.

### **BAISSE DES RENTABILITÉS EN PERSPECTIVE**

A mesure que les effets de la crise financière s'estomperont, nous assisterons à une «normalisation» progressive de l'inflation et de la croissance dans la plupart des pays. Cela devrait déboucher sur un nouvel équilibre. Les craintes persistantes de déflation ou même de désinflation sont donc susceptibles de se dissiper, même si l'inflation devrait rester faible en comparaison historique. En supposant que l'impact du choc d'innovation sur la croissance économique mondiale s'avère relativement modeste, notre scénario de base pour les 10 prochaines années table sur une croissance réelle du PIB d'environ 2,25% par an aux Etats-Unis, 1,25% dans la zone euro et 4,5% en Chine (bien en dessous du taux annuel de 8,6% enregistré sur la période 2008-2015).\*

Notre analyse de ces changements dans la dynamique macroéconomique a été intégrée à nos calculs de rentabilités attendues des classes d'actifs. Dans l'ensemble, les rentabilités à prévoir pour les actions des marchés développés sur les 10 ans à venir seront inférieures de plus d'un tiers à la moyenne des 46 dernières années. En ce qui concerne les emprunts d'Etat, nous estimons que le total des rentabilités annuelles sur les 10 prochaines années n'atteindra qu'un quart de leur niveau moyen depuis le début du marché haussier des obligations qui a commencé en 1981. Heureusement, il existe d'autres moyens de compenser le déclin des rentabilités attendues dans les classes d'actifs traditionnelles. Cela implique de rechercher des placements alternatifs, mais au prix d'une liquidité relativement faible. ■

\*Nos résultats détaillés sont contenus dans le dernier numéro d'*Horizon*, qui sera publié courant du premier trimestre 2017



**FRANK BIGLER**

*Responsable de la recherche actions  
Pictet Wealth Management*

## **ACTIONS**

# **Actions américaines: les «instincts primaires» reprennent le dessus**

Frank Bigler, responsable de la recherche actions chez Pictet Wealth Management, analyse les perspectives des actions américaines sous la nouvelle administration Trump.

### **AVEC DONALD TRUMP COMME PRÉSIDENT DES ÉTATS-UNIS, ET LES DEUX CHAMBRES DU CONGRÈS CONTRÔLÉES PAR LES RÉPUBLICAINS, QUELLES SONT LES FACTEURS SUSCEPTIBLES D'ORIENTER LES MARCHÉS ACTIONS AMÉRICAINS AU COURS DE L'ANNÉE QUI VIENT?**

Trois thèmes principaux dominent actuellement les marchés actions américains. Premièrement, la conviction que les dépenses d'infrastructures vont augmenter de manière significative; deuxièmement, les perspectives de ré-

ductions d'impôts; et troisièmement, l'impact des réformes fiscales sur l'activité des entreprises.

S'agissant du premier point, si des mesures gouvernementales d'augmentation des dépenses d'infrastructures semblent bien être dans les cartons, (l'équipe de transition de Trump s'est engagée à y consacrer 550 milliards de dollars), les entreprises américaines cotées qui bénéficieront de ces mesures nous semblent relativement peu nombreuses. Dans le domaine des

infrastructures, les principaux bénéficiaires devraient être ceux qui gèrent des flux de revenus purement domestiques, comme les producteurs de ciment ou de gravier, secteur où l'offre et la demande sont exclusivement dépendantes de facteurs nationaux. Par conséquent, même pour les entreprises métallurgiques ou d'ingénierie, qui sont exposées à la conjoncture mondiale, les avantages pourraient être nettement moins évidents. De plus, une augmentation des chiffres d'affaires aux Etats-Unis risque être compensée par des freins à l'international du fait de l'appréciation du dollar. Il convient également de prendre en compte l'intention de Trump d'accroître les dépenses en matière de défense.

**«Un des risques réside dans le fait que l'inflation augmente beaucoup plus vite que ne l'escomptaient les acteurs du marché»**

En ce qui concerne les réductions d'impôts et les réformes fiscales de Trump, tout est encore extrêmement vague. Entre ses plans ambitieux et la volonté du Congrès de limiter la dégradation des finances publiques, un compromis sera probablement trouvé. Au moins initialement, une réduction des impôts des ménages devrait avoir un impact plus fort sur les entreprises petites et moyennes, exclusivement axées sur le marché intérieur, plutôt que sur celles du S&P 500, plus exposées à l'international. Il se pourrait que les avantages les plus directs bénéficient au commerce de détail et qu'une hausse des revenus disponibles contribue à soutenir le secteur de la construction de logements, déjà en bonne santé. Mais il faudra peut-être attendre quelques trimestres avant qu'une réduction des impôts des ménages fasse sentir ses effets sur le bilan des entreprises.

Le troisième grand thème, s'agissant des entreprises américaines, concerne les changements en matière fiscale, notamment le projet de Trump de les inciter à rapatrier les importants bénéfices qu'elles conservent à l'étranger dans des pays comme

l'Irlande afin d'éviter le taux d'imposition standard de 35%. La volonté affichée de l'administration Trump est que les entreprises tirent parti d'une exonération fiscale sur les profits rapatriés pour les réinvestir, relançant ainsi la croissance. Mais le potentiel d'investissements supplémentaires nous paraît plutôt faible dans de nombreux secteurs. Pour les entreprises des secteurs matures, en particulier des conglomérats comme General Electric, les opportunités de croissance organique aux Etats-Unis restent en effet limitées. Par ailleurs, les multinationales continuent de chercher à raccourcir leurs chaînes d'approvisionnement en rapprochant la production des marchés finaux régionaux.

D'autres secteurs comme l'informatique et la biopharmacie disposent déjà d'importantes liquidités, si bien qu'une exonération fiscale ne les inciterait pas nécessairement à bouleverser leurs plans d'investissement aux Etats-Unis. S'agissant par exemple des cinq premières entreprises pharmaceutiques, dont on estime qu'elles détiennent à elles seules quelque 250 milliards de dollars de liquidités en dehors des Etats-Unis, le rapatriement des profits réalisés à l'étranger pourrait bien déclencher une poussée de fusions-acquisitions au sein du secteur. Certaines de ces entreprises pourraient aussi consacrer l'argent rapatrié à racheter leurs propres actions ou à distribuer des dividendes.

## USD 550 mia

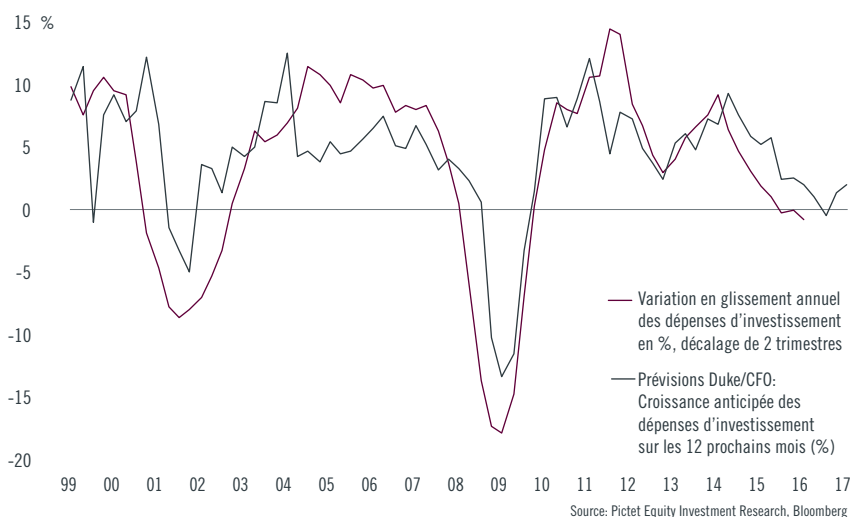
Montant des dépenses d'infrastructures promises par Trump

**S&P 500: RATIO COURS-BÉNÉFICES À 12 MOIS, 1995-2016**



Source: PWM Equity Research, Bloomberg

## LA CORRÉLATION ENTRE LA PERFORMANCE RELATIVE DES BANQUES EUROPÉENNES ET LES ANTICIPATIONS D'INFLATION



# 17x

ratio cours-bénéfices  
du S&P500

### OUTRE LES ATTENTES AUTOUR DE LA PRÉSIDENTE TRUMP, IL EXISTE CERTAINS RISQUES, NOTAMMENT EN MATIÈRE DE POLITIQUE COMMERCIALE...

Le discours de Trump sur le commerce et les tarifs douaniers est sans nul doute inquiétant et irrite fortement des pays comme la Chine et le Mexique. Il a d'ailleurs déjà jeté aux oubliettes l'accord de partenariat transpacifique et son équivalent européen. Quant au partenariat transatlantique de commerce et d'investissement (TTIP), il connaîtra probablement le même sort. Toutefois, rares sont les secteurs qui aux Etats-Unis bénéficieraient véritablement d'un protectionnisme accru. Ceux qui pourraient en profiter – acier, production de charbon – sont déjà moribonds et ne contribueraient que faiblement à la croissance. D'autres secteurs – comme celui de l'automobile, qui exploite souvent des usines d'assemblage dans des pays tels que le Mexique – pâtiraient d'une augmentation des barrières douanières. Ces secteurs sont aussi largement dépendants de la main-d'œuvre d'immigrés que Trump aimerait également réduire. Mais des restrictions plus sévères à l'immigration pourraient bien n'aboutir qu'à accélérer la tendance à l'automatisation au lieu de créer un nombre conséquent d'emplois aux Etats-Unis. La Silicon Valley pourrait également pâtir d'un vaste coup de balai visant à réduire l'immigration. Mais au-delà de la dichotomie entre la rhétorique et les résultats du protectionnisme, des

contradictions risquent d'apparaître à un autre niveau, en particulier entre les instincts de négociateur de Trump et une administration qu'il a peuplée non seulement de quelques protectionnistes notoires, mais aussi d'hommes d'affaires et de banquiers capitalistes de la plus pure eau.

### AU VU DE CE QUE VOUS DITES, PENSEZ-VOUS QUE LES MARCHÉS RISQUENT DE S'EMBALLER?

Les inquiétudes à propos de ce que Trump pourrait faire en matière d'échanges sont sans nul doute indûment «gonflées» actuellement par ce qu'on ne peut qualifier que de résurgence des «instincts primaires» chez les dirigeants d'entreprises. Notamment parce que les projets de baisses d'impôts et d'augmentation des dépenses publiques s'accompagnent du sentiment que l'inflation de dispositions réglementaires de ces huit dernières années commence enfin à se calmer. Ce sentiment est particulièrement perceptible dans les secteurs de la finance et de l'énergie. Les signaux envoyés en nommant le climat sceptique Myron Ebell à la tête de l'Agence de protection de l'environnement et le dirigeant de Goldman Sachs Steven Mnuchin comme secrétaire au Trésor contribuent très largement à renforcer les «instincts primaires» mentionnés plus haut. De même, la nomination de Rex Tillerson, PDG d'Exxon Mobil, au poste de secrétaire d'Etat laisse pressentir un changement d'orientation dans les relations internationales des Etats-Unis, marqué par un abandon de considérations strictement politiques au profit d'une meilleure prise en compte des intérêts des entreprises. Et si la perspective de ce changement ravit le secteur pétrolier, ses conséquences pour les entreprises américaines prises dans leur ensemble pourraient s'avérer largement positives et les encourager à investir dans la croissance.

Cela étant, certains risques sont patents. L'un d'entre eux réside dans le fait que l'inflation augmente beaucoup plus vite que les acteurs du marché ne l'escomptaient, contraignant la Fed à relever ses taux à un rythme plus rapide que prévu. L'économie américaine a déjà atteint le plein emploi et des signes de pressions haussières sur les salaires commencent à se ma-

nifester. Ce que je trouve légèrement inquiétant, c'est qu'une génération d'acteurs entièrement nouvelle est entrée en scène depuis la crise financière et qu'elle n'a ni l'expérience de l'inflation ni celle de ses effets. La dernière fois que l'inflation (IPC) a brièvement atteint les 5% aux Etats-Unis, c'était en 2008. Le meilleur parallèle auquel je puisse me référer est la façon dont les avertissements des analystes, qui avaient connu le brusque cycle baissier du pétrole entre le milieu des années 1980 et le milieu des années 1990, ont été oubliés lorsque les cours sont repartis à la hausse à la fin des années 2000 et de nouveau entre 2009 et 2014. Bref, le risque existe que les gens oublient les leçons de l'histoire.

De nombreuses entreprises se sont par ailleurs endettées à de très faibles taux d'intérêt afin de procéder à des rachats d'actions. Elles pourraient être mises en difficulté sur le long terme, en particulier si l'ampleur et le rythme des augmentations de taux

s'avéraient supérieurs à leurs anticipations. Et l'on est en droit de se demander si les valorisations actuelles sont soutenables dans le temps. Le ratio cours-bénéfices à 12 mois pour le S&P 500 était d'environ 17x début 2017 – un niveau historiquement relativement élevé. Pour l'instant, ces valorisations se justifient par les perspectives de progression des bénéfices. Mais je n'imagine pas les ratios cours-bénéfices atteindre les niveaux vus durant la bulle Internet, ce qui serait véritablement signe de bulle d'actifs.

Bien qu'un prochain krach boursier semble peu probable, il ne faudrait pas grand-chose pour que nous assistions à des corrections de marché de l'ordre de 5 à 10% si les anticipations, par exemple, d'abandon de l'Obamacare ou de réforme fiscale se révélaient infondées. En tous les cas, le marché a besoin de reprendre son souffle, et c'est probablement ce qui se produira une fois qu'une évaluation plus réaliste de

ce que réserve l'administration Trump aura été faite.

### **IL CONVIENT ÉGALEMENT DE PRENDRE EN COMPTE UN ÉLÉMENT DE «PAIN TRADE» DERRIÈRE LES MOUVEMENTS HAUSSIERS DES MARCHÉS...**

Il est certain que la plupart des acteurs du marché ont été pris au dépourvu par la victoire de Trump et n'ont cessé depuis lors de courir après l'événement. Le marché doit donc se préparer à des accès de volatilité, suivis de corrections. Mais l'orientation générale reste haussière et tout repli serait perçu comme une opportunité à exploiter. C'est ce qui rend intéressantes les opérations sur options comme moyen de protéger les portefeuilles contre des poussées de volatilité, mais aussi d'exploiter rapidement la volatilité en vue de transactions tactiques. ■



**YANN GOFFINET**

Analyste financier senior  
Pictet Wealth Management

## **ACTIONS**

# **La reflation au secours des banques**

L'augmentation des taux d'intérêt serait favorable au secteur bancaire européen

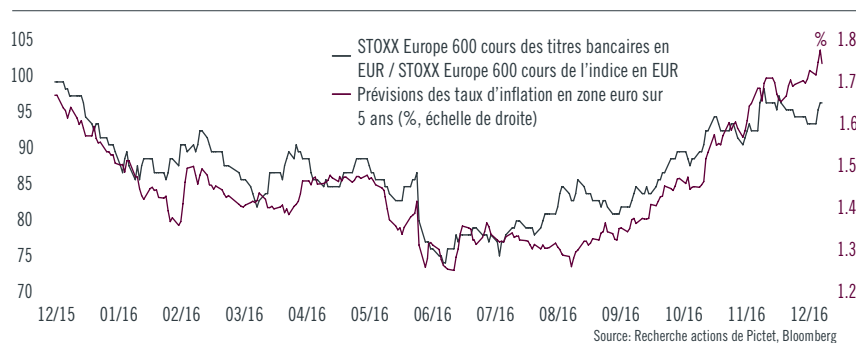
La performance des banques européennes en 2016 s'analyse en deux périodes distinctes. Au premier semestre, le secteur bancaire a été la lanterne rouge de l'indice Stoxx Europe 600. C'était le moment du lancement d'un nouveau programme d'assouplissement quantitatif (QE) par la BCE et de la décision des Britanniques de quitter l'Union européenne lors du référendum sur le Brexit. Ces deux facteurs ont contribué à la forte baisse des taux d'intérêt en Europe.

Au second semestre, en revanche, les banques ont effacé l'essentiel de leur sous-performance du semestre

précédent, les rendements obligataires, au plus bas en juillet, ayant progressé des deux côtés de l'Atlantique, parallèlement à l'amélioration des chiffres économiques. Aux Etats-Unis, la remontée des rendements obligataires a par ailleurs été renforcée par l'élection de Donald Trump.

On a constaté en 2016 une forte corrélation entre la performance relative des banques européennes et les anticipations d'inflation (cf. graphique). Une corrélation tout aussi étroite aurait pu être établie entre la performance relative des banques européennes et les rendements des obligations américaines.

## LA CORRÉLATION ENTRE LA PERFORMANCE RELATIVE DES BANQUES EUROPÉENNES ET LES ANTICIPATIONS D'INFLATION



### LES BANQUES PROSPÈRENT DANS UN ENVIRONNEMENT DE REFLATION...

Imaginez un monde simplifié avec des taux d'intérêt de 3,5% et des banques de détail rémunérant les dépôts de leurs clients à 2%. Dans ce monde, les banques empochent la différence de 1,5%, qui forme une part de leur marge nette d'intérêts. Or, dans un scénario différent, avec des taux d'intérêt inférieurs à 1,5%, les banques hésiteront à faire payer les clients qui déposent de l'argent chez elles. Leurs marges sur les dépôts commenceront donc à s'éroder. En cas de taux de base négatifs, les banques pourront être confrontées à des marges négatives sur les dépôts. C'est la situation dans laquelle les banques européennes se sont retrouvées en 2016, en particulier après la réduction par la BCE de son taux de facilité de dépôt à -0,40%, en mars.

«Avec des taux négatifs et une courbe des rendements plate, les banques ne peuvent pas couvrir leurs coûts et atteindre dans le même temps des rentabilités à deux chiffres»

Dans le domaine des prêts, les marges se sont mieux tenues. Toutefois, les banques de la zone euro n'ont généralement pas réussi à compenser les marges plus faibles sur les dépôts par une augmentation des marges sur les prêts (à la différence des banques

suédoises et suisses). L'aplatissement de la courbe des rendements, qui a accompagné le QE de la BCE, a dégradé davantage encore les marges des banques. La durée des actifs des banques étant plus longue que celle de leurs passifs (la maturité des prêts a tendance à être plus longue que celle des dépôts), l'aplatissement de la courbe des rendements entraîne une diminution des produits d'intérêts. S'ajoutant aux exigences plus strictes en matière de fonds propres depuis la crise financière, cette pression sur les produits nets d'intérêts, qui demeurent la principale source de revenu des banques de la zone euro (environ 60%), explique le faible niveau des rendements des fonds propres (RoE). Le RoE moyen dans le secteur bancaire européen s'est établi à environ 5% en 2015/16, à comparer avec un RoE moyen de 12,5% pour les sociétés du Stox Europe 600. Autrement dit, avec des taux négatifs et une courbe des rendements plate, les banques ne peuvent pas couvrir le coût de leurs infrastructures (informatique, agences, personnel) et atteindre dans le même temps des rentabilités à deux chiffres.

### ... MAIS LE COUP DU TRADING FACILE SUR LA REFLATION A DÉJÀ ÉTÉ JOUÉ

Par conséquent, le tournant en matière de taux d'intérêt et d'anticipations d'inflation, pris au cours du second semestre 2016, a constitué un soulagement pour les banques européennes, apaisant les pires craintes à propos des bénéfices futurs. Du point de vue des valorisations, le multiple

cours-bénéfices auquel s'échangent les titres des banques, par rapport à l'ensemble du marché actions, est passé de 0,6x à l'été 2016 à 0,8x, retrouvant en quelques mois sa moyenne de long terme.

La rapidité de la revalorisation des banques semble indiquer que les paris faciles sur la reflation ont déjà été pris. Même si la revalorisation se poursuivait et que les multiples cours-bénéfices relatifs des banques passaient au-dessus de leur moyenne à long terme, il faudrait désormais une vague de relèvements des prévisions bénéficiaires pour stimuler la performance du secteur bancaire européen (jusqu'à présent, les bénéfices se sont simplement stabilisés après une longue période de baisse).

Les mois à venir montreront si l'optimisme face à la croissance et aux taux d'intérêt, particulièrement évident depuis l'élection de Donald Trump, est justifié. Néanmoins, les taux d'intérêt mondiaux ont peut-être touché le fond en 2016, si bien que l'environnement des banques pourrait désormais devenir progressivement moins difficile et se normaliser. Une telle évolution justifierait d'augmenter sélectivement l'exposition des portefeuilles aux banques. Quant aux banques exposées au marché à l'origine de la hausse des taux d'intérêt, les Etats-Unis, elles pourraient rester attractives - au moins aussi longtemps que la BCE poursuivra son programme d'assouplissement quantitatif. ■

5%

RoE moyen des banques européennes





**JACQUES HENRY**

Responsable de l'équipe Cross-Asset  
Asset Allocation & Macro Research  
Pictet Wealth Management



**WILHELM SISSENER**

Responsable recherche économique  
et financière asset allocation  
& Macro Research  
Pictet Wealth Management

**ACTIONS**

# Les perspectives inflationnistes profitent aux actions «value»

Les stratégies «value» se sont bien comportées au deuxième semestre 2016, et cette tendance semble appelée à se poursuivre cette année.

L'année écoulée a été contrastée sur les marchés financiers. Des craintes de déflation ont dominé le premier semestre. Les actions relativement peu risquées, caractérisées par une faible volatilité des cours, ont ainsi surperformé les titres bon marché mais plus risqués («value»). Un changement de régime s'est produit début juillet, après la publication de chiffres américains de l'emploi bien meilleurs que prévu et une réévaluation des conséquences économiques du vote britannique sur le Brexit. Il s'est traduit par des anticipations de retour de l'inflation, qui ont dominé le sentiment du marché. D'après nos calculs, depuis ce changement de paradigme, les titres américains «value» ont nettement surperformé leurs homologues à faible volatilité et l'indice S&P 500, respectivement de 31% et de 21%, en dollars.

Il existe autant d'indices «value» que de fournisseurs d'indices. Afin

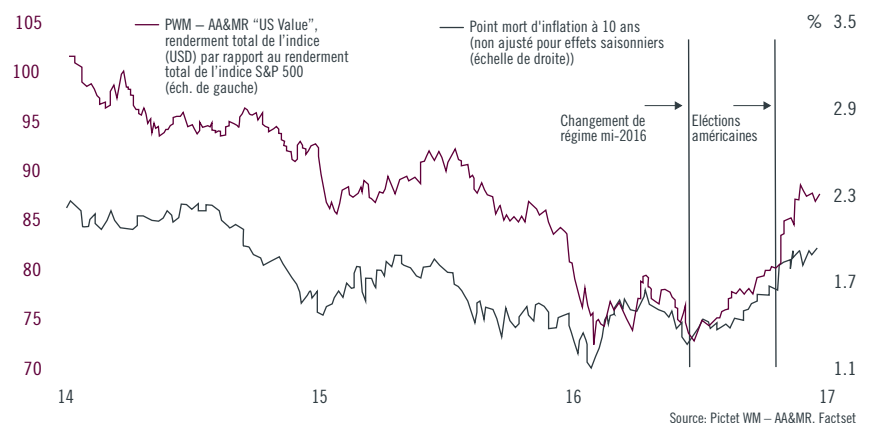
de se former une opinion précise des tendances du marché, Pictet Wealth Management a développé son propre indice «value» américain, prenant en compte la recherche académique la plus récente. Actuellement, cet indice surpondère fortement les titres financiers (essentiellement bancaires), pétroliers et gaziers par rapport à l'indice S&P 500, et sous-pondère avant tout la santé.

**«Les titres américains value ont nettement surperformé leurs homologues à faible volatilité et l'indice S&P 500»**

Le principal facteur de risque, moteur des titres «value», est constitué de la résurgence des anticipations de hausse d'inflation à long terme, qui contri-

\*Rentabilités totales relevées entre le 5 juillet 2016 et le 5 janvier 2017

## LE POINT MORT D'INFLATION AMÉRICAIN À 10 ANS: UN FACTEUR DE RISQUE SIGNIFICATIF QUI DYNAMISE LES ACTIONS «VALUE»



buent à la montée des taux d'intérêt à long terme. Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a augmenté, passant de 1,36% en juillet à près de 2,4% début janvier 2017. Ceux-ci devraient grimper vers 3% d'ici à la fin de l'année. Il en résultera une hausse des marges nettes d'intérêts des banques et, partant, une probable croissance substantielle des bénéfices du secteur.

Le rebond des prix du pétrole, passé de moins de 30 dollars le baril en février 2016 à plus de 50 dollars début janvier, devrait contribuer à restaurer les bénéfices des secteurs du pétrole et du gaz. Comme nous tablons sur des cours pétroliers moyens d'environ 55 dollars le baril en 2017, les profits des entreprises du secteur de l'énergie bénéficieront d'un fort effet de base cette année.

Par conséquent, en rupture avec les incessants avertissements sur résultats de ces dernières années et l'atonie de la croissance bénéficiaire en 2015 et 2016, la progression des profits devrait globalement reprendre en 2017. Elle pourrait facilement atteindre 7-8% sur les marchés développés et 10% sur les marchés émergents. Les titres financiers devraient quant à eux contribuer pour environ 15% à la croissance des bé-

néfices des sociétés du S&P 500 et 25% à celles du Stoxx Europe 600. Quant au secteur pétrolier et gazier, il devrait participer à hauteur d'environ 30% à la croissance des profits aux Etats-Unis et de presque 20% en Europe.

Le scénario d'une solide dynamique bénéficiaire, qui sous-tend l'actuelle tendance reflationniste et soutient notamment les actions «value», s'est renforcé, dans le sillage des élections américaines de novembre.

Prenant comme référence le point mort d'inflation américain à 10 ans aux Etats-Unis, les tendances en termes d'anticipations d'inflation profitent aux titres «value» (cf. graphique). Ces anticipations constituent un facteur de risque significatif qui dynamise les actions américaines de style «value» par rapport au S&P 500.

#### **LE POINT MORT D'INFLATION AMÉRICAIN À 10 ANS CONSTITUE UN FACTEUR DE RISQUE SIGNIFICATIF QUI DYNAMISE LES ACTIONS «VALUE»**

Nos attentes en matière de progression des bénéfices restent extrêmement prudentes, laissant de la marge pour de bonnes surprises en 2017. L'une de ces surprises pourrait provenir du programme économique de Donald

Trump s'il comprend une composante significative axée sur l'offre. Ses propositions de réforme fiscale et son plan de vastes dépenses en infrastructures pourraient contribuer à soutenir la croissance du PIB nominal et le sentiment prévalant sur le marché. Une simple simulation montre qu'une réduction du taux d'imposition des entreprises américaines du niveau actuel de 35% à 15% pourrait se traduire par une croissance des bénéfices à deux chiffres en 2017 et 2018. Bien que ne faisant pas partie de notre scénario de base, une telle évolution mérite donc d'être surveillée en 2017.

Les plans d'augmentation des dépenses publiques aux Etats-Unis justifient de tableer sur une progression continue des anticipations d'inflation à 10 ans. Selon nos calculs, si les anticipations se rapprochent de la moyenne historique de 2,2%, contre environ 2,0% actuellement, les cours des actions «value» pourraient même afficher une hausse à deux chiffres cette année. La stratégie de placement «value» reste donc d'actualité, car soutenue par des valorisations attractives dans des secteurs sensibles aux perspectives d'inflation haussières. ■



**LAURÉLINE CHATELAIN**

Stratégiste obligataire  
Pictet Wealth Management

## OBLIGATIONS

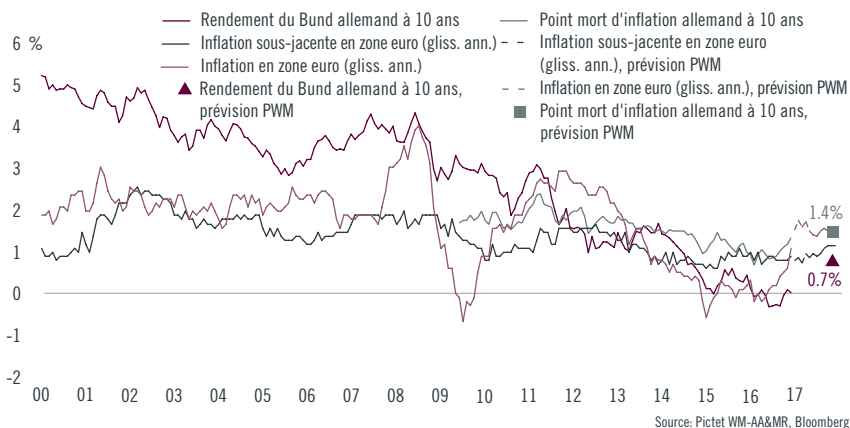
# La fin à venir des rachats d'actifs de la BCE va être dans tous les esprits

L'évolution des obligations de la zone euro sera non seulement influencée par la sortie de l'assouplissement quantitatif de la Banque centrale européenne, mais aussi par la normalisation des taux d'intérêt aux Etats-Unis et un calendrier politique très chargé.

**E**n décembre 2016, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé la prolongation de son programme d'assouplissement quantitatif (QE) jusqu'à décembre 2017 au moins, mais aussi une réduction du montant des rachats mensuels, de 80 milliards

d'euros actuellement à 60 milliards. La BCE a par ailleurs laissé entendre qu'elle commencerait à envisager une sortie de son programme de rachats de titres au deuxième semestre 2017. Alors que le *taper tantrum* suscité, en 2013, par l'annonce d'une réduction

## RENDEMENT DU BUND ALLEMAND À 10 ANS ET INFLATION EN ZONE EURO



des rachats de titres de la Fed est encore dans toutes les mémoires, anticiper la trajectoire du *tapering* de la BCE s'avérera crucial pour permettre aux investisseurs en obligations d'éviter les surprises. L'inflation sous-jacente constituera un facteur clé. Selon notre analyse, il faudrait qu'elle dépasse systématiquement la projection médiane des employés de la BCE (1,1% en glissement annuel) en 2017 pour que la banque centrale élabore un programme concret de sortie du QE. On peut penser que la BCE cherchera à rester prudente pour éviter l'onde de choc d'une nouvelle baisse des attentes d'inflation. Sur la base de nos prévisions, établissant l'inflation globale à 1,5% seulement en moyenne en 2017 et à 1,3% en 2018, la BCE devrait se garder de tout durcissement de politique monétaire et attendra la fin de l'année 2018, au plus tôt, pour mettre fin à ses rachats mensuels.

**«La BCE devrait rester prudente pour éviter une nouvelle baisse des attentes d'inflation.»**

La focalisation du marché sur les chiffres de l'inflation pourrait toutefois se traduire par une volatilité accrue sur le marché obligataire. Ces données peuvent sensiblement fluctuer et devraient être influencées par des effets de base positifs au premier trimestre 2017, appelés à s'atténuer au fil de l'année. Si elle se prolonge, la récente

hausse de l'inflation globale pourrait mettre la BCE sous pression, même si le Conseil des gouverneurs continue vraisemblablement de résister aux responsables politiques (allemands) plaidant en faveur d'un resserrement. En outre, le marché obligataire de la zone euro demeure fortement intégré à l'échelle mondiale; l'action des autres grandes banques centrales sera donc également déterminante pour prévoir les rendements obligataires de la zone euro. Le rendement du Bund à 10 ans, par exemple, est presque parfaitement corrélé à celui des obligations du Trésor américain de même échéance.

En ligne avec les prévisions du marché, nous anticipons deux relèvements de taux de 25 pb aux Etats-Unis en 2017. La Réserve fédérale (Fed) pourrait toutefois accélérer ses ressernements si l'indice des prix des dépenses personnelles à la consommation (DPC) devait dépasser en permanence le taux attendu de 2,1% en glissement annuel. Un plus fort durcissement de la politique monétaire de la Fed se traduirait probablement par des pressions à la hausse sur les rendements du Trésor, et notamment sur les échéances courtes, entraînant un aplatissement de la courbe des rendements. Une évolution qui ne serait pas sans impact sur les obligations souveraines de la zone euro. A ce stade, nos prévisions tablent sur une hausse du rendement du Trésor américain à 10 ans à 3% d'ici fin 2017 (contre 2,36% le 5 janvier dernier), avec de possibles pics au-dessus de ce niveau en cours d'année si le Congrès américain approuve une relance budgétaire de taille. En revanche, nous n'anticipons

aucune surprise du côté de la Banque d'Angleterre ou de la Banque du Japon. La capacité de la première à relancer une demande domestique en baisse sera entravée par la hausse de l'inflation importée, tandis qu'une inflation continuellement inférieure à l'objectif contraindra la seconde à poursuivre son assouplissement quantitatif.

Dans la zone euro elle-même, les anticipations d'un retrait progressif des mesures de relance de la BCE pourraient propulser le rendement des Bunds à la hausse, alors que les pressions baissières sur le rendement du Bund diminuent avec le ralentissement des achats de dette allemande. Le cas échéant, le marché obligataire pourrait réévaluer les emprunts d'Etat en prenant en compte les signes témoignant d'une croissance économique résiliente et d'une accélération de l'inflation en Allemagne, mais aussi, dans une certaine mesure, dans toute la zone euro. Le rendement du Bund à 10 ans pourrait remonter à 0,7% d'ici fin 2017 (à partir de 0,25% début janvier) et progresser encore si l'inflation s'accélérait à un rythme plus rapide qu'anticipé. Ce scénario impliquerait un élargissement des *spreads* des emprunts de la périphérie européenne par rapport aux Bunds, en particulier ceux d'économies comme l'Italie et le Portugal, où le marché pourrait à nouveau se focaliser sur la soutenabilité de la dette. A l'approche d'importantes échéances électorales en France, aux Pays-Bas, en Italie et en Allemagne, les incertitudes politiques pourraient également entraîner une plus grande volatilité. Tout changement de politique économique et budgétaire dans l'un ou l'autre pays ne tardera pas à se répercuter sur les rendements des obligations souveraines. ■

**3%**

Taux des Treasuries fin 2017



**MUSSIE KIDANE**

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

## OBLIGATIONS

# Vers un retour en grâce des fonds obligataires flexibles?

Délaissés depuis quelques années, les fonds flexibles (ou à performance absolue) devraient retrouver de leur attrait, alors que nous entrons dans une période de relance modérée de l'inflation.

Le bas niveau des taux d'intérêt et la perspective d'une normalisation imminente des politiques monétaires ont ravivé l'attrait des fonds obligataires sans contrainte aux yeux d'investisseurs en quête de rendements plus élevés et de protection de leur capital. Malgré des accès périodiques de volatilité, les indices obligataires mondiaux ont gagné près de 20% au cours des cinq dernières années. Avec une performance moyenne de 6% sur la même période, les fonds obligataires sans contrainte sont restés à la traîne, suscitant des déceptions bien compréhensibles. Mais au-delà des seuls chiffres, la frustration des investisseurs est-elle justifiée? Et sur quelle base évalue-t-on, ou devrait-on évaluer, ces stratégies non conventionnelles?

Les fonds obligataires sans contrainte constituent des stratégies non conventionnelles et souples, investissant dans des obligations d'Etat, des obligations d'entreprise, des actifs adossés à des créances hypothécaires ou à des actifs, ainsi que dans des devises. Adaptés à toutes les circonstances de marché, ces produits sont conçus de manière à offrir la plupart des avantages traditionnellement associés aux investissements en obligations (revenus stables, liquidité et diversification), mais aussi une plus grande protection contre les risques de baisse que les approches obligataires classiques.

Les fonds sans contrainte tendent à sous-performer les stratégies traditionnelles en période de marchés obligataires haussiers, mais à les surperformer quand les marchés sont baissiers via une meilleure préservation

du capital investi. Les performances enregistrées au cours des cinq dernières années, très positives pour les obligations d'Etat traditionnelles et plus ternes pour les fonds sans contrainte, sont donc conformes aux tendances historiques.

Le procès fait aux stratégies à performance absolue ne nous paraît pas justifié: ces produits ont démontré qu'ils étaient plus que de simples outils de marketing. Il ne s'agit pas pour autant de les considérer ou de les vendre comme le saint Graal de l'investissement en obligations. Les stratégies obligataires sans contrainte visent un double objectif (parfois antagoniste): une génération de revenus significative et la préservation du capital. Obligées à un jonglage permanent entre transactions risquées et non risquées pour atteindre ce double but, elles ne peuvent concurrencer les stratégies obligataires adossées à des indices de référence, en particulier en cas de marchés haussiers. De fait, un investisseur peut difficilement renforcer la sécurité de ses investissements sans renoncer du même coup à un potentiel de hausse conséquent.

«Les fonds sans contrainte tendent à générer des performances supérieures dans les périodes de hausse progressive des taux d'intérêt»

Empiriquement, les critiques généralisées à l'encontre des fonds obligataires sans contrainte sont donc sans fondement. Ces produits étant conçus

# 11%

écart de performance sur 1 an entre les fonds les plus performants et les moins performants

pour se distinguer des fonds adossés à un indice de référence, il y a de fortes chances pour qu'ils génèrent des flux de rendement différents. De plus, la diversification des actifs dans lesquels les stratégies sans contrainte investissent est telle qu'elle donne souvent lieu à une forte dispersion des performances. Comme le montre le tableau, l'écart de performance moyen entre les fonds obligataires sans contrainte appartenant aux 5% les plus performants et aux 5% les moins performants s'est établi à 11% l'an dernier, à 13% sur les trois dernières années et à 22% sur les cinq dernières années.

**«Les critiques généralisées à l'encontre des fonds obligataires sans contrainte sont sans fondement»**

Quand on analyse les résultats de fonds de performance absolue, il est important de prendre en compte l'objectif de performance et le niveau de risque associé, mais aussi l'horizon

**FONDS OBLIGATAIRES À PERFORMANCE ABSOLUE**

	% DU RENDEMENT TOTAL, AU 31.12.2017			
	2017	1 AN	3 ANS	5 ANS
5% les plus performants	4.8	2.9	6.8	14.2
25% les plus performants	2.8	0.2	1.7	10.7
Médiane de l'univers	0.0	-1.0	-0.2	5.7
25% les moins performants	-1.1	-2.6	-3.3	2.3
5% les moins performants	-3.3	-7.5	-5.8	-1.0

Source: MPI, base de données Lipper Fund

de placement requis pour atteindre l'objectif fixé. Comme le montre le tableau, plus de 30% des gérants dans la catégorie des fonds sans contrainte ont dégagé des performances positives sur un, trois et cinq ans. Nous pouvons donc en tirer la conclusion évidente qu'une approche de sélection des gérants rigoureuse et systématique permet de distinguer les gagnants des perdants.

Les fonds obligataires sans contrainte, ou à performance absolue,

sont susceptibles de générer de meilleures performances relatives dans un environnement de hausse progressive des taux d'intérêt, tel que celui qui prévaut aujourd'hui aux Etats-Unis. Si la récente remontée des rendements obligataires (aux Etats-Unis et en Europe) devait se poursuivre en 2017 et au-delà, ces produits seraient bien positionnés pour surperformer les stratégies obligataires classiques. ■

**MATIÈRES PREMIÈRES**

**Le lien entre le pétrole et le dollar US est-il en train de faiblir?**

La diminution de la corrélation historique entre les cours du pétrole et le dollar US observée fin 2016 pourrait persister en 2017.



**LUC LUYET**

Stratégiste changes  
Pictet Wealth Management



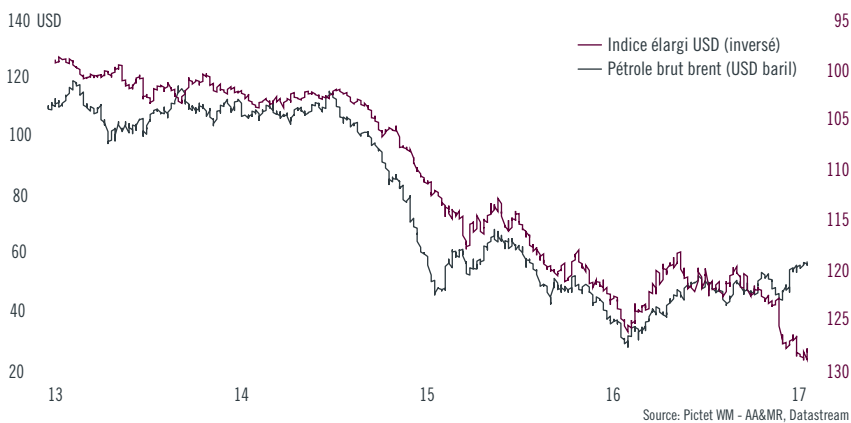
**MALIK ZETCHI**

Analyste financier  
Pictet Wealth Management

Au fil des ans, une relation très forte s'est établie entre le cours du pétrole et celui du dollar US, la vigueur du billet vert ayant tendance à peser sur l'or noir, et inversement. Un dollar fort réduit en effet les coûts de production du pétrole et augmente par conséquent l'offre. La vigueur du dollar entraîne également un renchérissement des importations de pétrole dans d'autres devises, avec pour effet de freiner la demande. La situation inverse se vérifie en cas de dépréciation du dollar.

Les trois dernières années ont plutôt confirmé le lien historique entre un dollar fort et la faiblesse des prix de l'or noir. Deux vecteurs clés expliquent la persistance de ce lien structurel. Premièrement, depuis que la Réserve fédérale américaine (Fed) a annoncé en 2013 son intention de réduire ses achats mensuels d'actifs, le découplage par rapport aux politiques monétaires accommodantes menées par d'autres banques centrales a alimenté la vigueur du dollar. Deuxième-

## COURS DU PÉTROLE BRUT, DE 2013 AU 6 JANVIER 2017



# USD 55

prévision du prix moyen  
du brut en 2017

ment, l'Opep, menée par l'Arabie saoudite, a décidé d'ouvrir les vannes pour pénaliser les producteurs non membres, sa stratégie consistant à privilégier les parts de marché de ses membres au détriment de la stabilisation du marché du pétrole ayant pénalisé les cours.

**«On ignore encore à quel point les prix pourront grimper avant de déclencher une réaction du côté de l'offre.»**

Au cours des dernières semaines de l'année 2016, deux événements majeurs ont toutefois bouleversé la corrélation pétrole/dollar.

Il s'agit en premier lieu de la victoire de Donald Trump, car la majorité républicaine au Congrès renforce la probabilité d'une relance budgétaire massive et améliore les perspectives de croissance aux Etats-Unis, raffermissant le dollar.

Le deuxième catalyseur a été l'accord sur la limitation de la production de pétrole auquel sont parvenus les pays de l'Opep en novembre dernier. Il a été décisif à bien des égards: il établit non seulement un plancher pour les cours du pétrole, mais il restaure aussi la confiance dans l'industrie, plongée dans une crise sans précédent ces trois dernières années. La demande croissante d'or noir à l'échelle mondiale

nécessite des investissements, et la hausse des cours était donc indispensable – d'où l'importance de cet accord.

En résumé, la victoire de Trump a poussé le dollar à la hausse, tandis que la décision de l'Opep faisait simultanément rebondir les cours du pétrole.

### PERSPECTIVES POSITIVES POUR LES COURS DU PÉTROLE ET LE DOLLAR

Les politiques favorables à la croissance projetées par Donald Trump pourraient commencer à porter leurs fruits au second semestre de 2017. Par ailleurs, la Fed, confortée par la solidité de la croissance et un meilleur taux de participation au marché du travail américain, devrait procéder à d'autres relèvements de taux. Dans l'ensemble, les politiques envisagées aux Etats-Unis devraient soutenir le billet vert en 2017.

S'agissant des perspectives du marché du pétrole, la baisse progressive des stocks mondiaux devrait contribuer à rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande et fixer le prix du baril aux alentours de USD 55 pour 2017, conformément à notre scénario. Bien qu'un plancher semble avoir été clairement atteint début 2016, les marchés ignorent encore à quel point les prix pourront grimper avant de déclencher une réaction du côté de l'offre. Les ressources de pétrole non conventionnel des Etats-Unis seront probablement les premières à être utilisées, avec une offre plus élevée, mais pas avant plusieurs trimestres. L'année 2017 sera décisive pour pouvoir évaluer le véritable potentiel des ressources américaines de pétrole non conventionnel et ainsi déterminer la trajectoire du prochain cycle.

Même si les conditions pour l'industrie pétrolière devaient s'améliorer, les entreprises ne dérogeraient pas à la logique d'optimisation des coûts et les avancées technologiques devraient être notables – plafonnant ainsi naturellement les prix du pétrole. Au-delà de l'effet du dollar, tous les facteurs susmentionnés resteront les principaux déterminants des prix du pétrole à moyen terme.

Par conséquent, l'affaiblissement de la corrélation traditionnelle entre les cours du pétrole et le dollar observé fin 2016 pourrait bien se poursuivre en 2017. ■



**EDGAR VAN TUYLL VAN SEROOSKERKEN**

Responsable des  
stratégies quantitatives  
*Pictet Wealth Management*

# L'avènement de l'investissement quantitatif

La croissance (et les limites) de l'investissement quantitatif

La formidable poussée de l'intérêt pour les «quants» comporte deux aspects principaux. Le premier est l'accélération exponentielle des technologies financières (les «fintech»). Le second est la tendance à se concentrer sur les moteurs de performance alternatifs potentiels à l'approche de la fin des cycles monétaires, lorsque l'efficacité de la politique menée par la banque centrale recule. L'intérêt pour les quants baisse en revanche au cours des périodes où la politique monétaire parvient à réduire les rendements attendus en «fermant le robinet» de leur principal carburant, les taux d'intérêt, tout en limitant la volatilité. Lorsque la politique monétaire se relâche, les quants offrent moins de possibilités pour ajouter de la valeur en exploitant la volatilité sur plusieurs mois, car cela ajoute un «bruit de fond» malvenu (en d'autres termes, des mouvements à court terme des cours qui ne s'appuient pas de façon rationnelle sur des informations réelles). Toutefois, avec le temps, le retour de l'inflation, qui s'accompagne

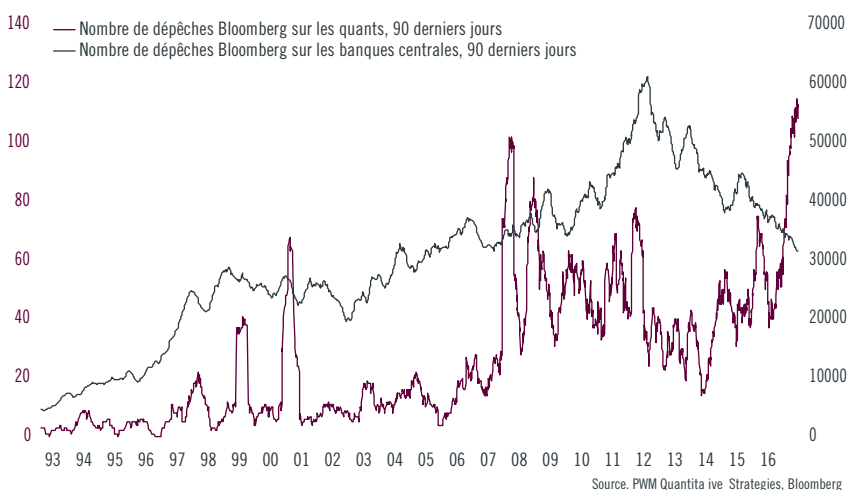
le plus souvent d'une poussée de volatilité et d'un resserrement monétaire, sonne le retour en grâce de l'investissement quantitatif par rapport aux mouvements du marché causés par les banques centrales.

Avec l'émergence des fintech, la fuite des capitaux des fonds de placement gérés activement et des *hedge funds* a coïncidé avec de nouveaux afflux massifs vers les fonds indiciels (par l'intermédiaire d'*Exchange traded funds/ETF*) et les fonds à rendement absolu qui s'appuient sur des stratégies quantitatives. Grâce aux quants, les fonds peuvent être indexés sur plusieurs indicateurs différents. Une indexation sur des facteurs autres que les capitalisations de marché contribue à construire des portefeuilles qui s'appuient sur un *smart beta* et une indexation de stratégies courtes/longues semblables à celles d'un *hedge fund* permet de créer des fonds conçus autour d'un bêta alternatif. Les stratégies de rendement absolu aident quant à elles à construire des *hedge funds CTA (Commodity trading advisor)* et macroéconomiques mondiaux systématiques.

Les stratégies de rendement absolu s'intègrent naturellement à la gestion de fortune privée. Les clients privés ont en effet été parmi les premiers à se tourner vers les *hedge funds* et le *private equity* (capital-investissement).

Chez Pictet Wealth Management, nous avons mis au point deux stratégies quants automatisées qui bénéficient à présent d'un historique cumulé de huit ans. Elles génèrent toutes deux des rendements absolus en associant les résultats de nos analyses du comportement humain à une approche systématique des tendances macroéconomiques mondiales. La combinaison de ces deux éléments peut contribuer à la détection de phénomènes comme des bulles et des crises sur les marchés. Ces phéno-

## ALORS QUE LE NOMBRE DE DÉPÊCHES BLOOMBERG MENTIONNANT LES BANQUES CENTRALES CHUTE, CELLES ÉVOQUANT LES QUANTS SONT EN HAUSSE



mènes ont leur équivalent dans la nature (tremblements de terre, coupures de courant, gel, etc.) et sont corrélés à différents stades du cycle économique. En d'autres termes, une bulle se forme à la fin d'un cycle économique et elle est souvent suivie d'un éclatement du marché, ce qui coïncide souvent avec des périodes de récession économique.

### L'AVENIR DES QUANTS

Dans un environnement encore plus complexe caractérisé par des sources d'information multidimensionnelles, les machines peuvent être plus performantes que les êtres humains, par exemple lorsqu'il est question de décider et d'appliquer des changements très rapides et fréquents entre des actifs. Néanmoins, les machines ne parviennent pas encore à copier les qualités on ne peut plus humaines que sont la créativité et les points de vue non

conventionnels, qui permettent de donner naissance à des principes révolutionnaires pouvant être appliqués à des stratégies quantitatives. Les capacités de communication des êtres humains sont nécessaires pour montrer que l'alpha est un jeu à somme nulle: c'est-à-dire que, pour qu'une stratégie d'investissement génère de l'alpha sur une période donnée, elle doit traverser des périodes difficiles en retour. La récompense permise par une telle stratégie est simplement la prime que touchent les investisseurs (y compris les investisseurs discrétionnaires non quantitatifs) pour conserver leurs investissements pendant les périodes de volatilité par rapport aux investisseurs moins stables.

En matière de quants, l'extrême pessimisme, tout comme l'extrême optimisme, n'est jamais récompensé. L'investissement quantitatif n'a rien de mystérieux (en la matière, le cer-

veau humain est inégalable) et il suit certaines règles bien définies. En ce qui concerne les superordinateurs intelligents, n'oublions pas que certaines machines contiennent actuellement autant de «neurones numériques» que le cerveau d'un rat. Même si les rats sont des créatures remarquables, vous n'en voudrez probablement pas pour gérer votre portefeuille.

A l'image des autres secteurs qui s'appuient sur la technologie, l'investissement quantitatif est en constante évolution. Le modèle quantitatif utilisé il y a cinq ans est comme une voiture de sport sortie il y a cinq ans: toujours plus rapide que la plupart des voitures, mais moins rapide (et moins chère) que le dernier modèle. Même un modèle sorti il y a 20 ans restera toutefois plus rapide que beaucoup de voitures de série modernes et sera sûrement plus durable. ■



**NICOLAS CAMPICHE**

Chief Executive Officer  
Pictet Alternative Advisors

## INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS I

# Le retour des stratégies *macro* et long/short

Après une année difficile pour de nombreuses stratégies, la volatilité des obligations, l'élection de Donald Trump et un agenda politique chargé en Europe offrent de nouvelles opportunités aux *hedge funds*.

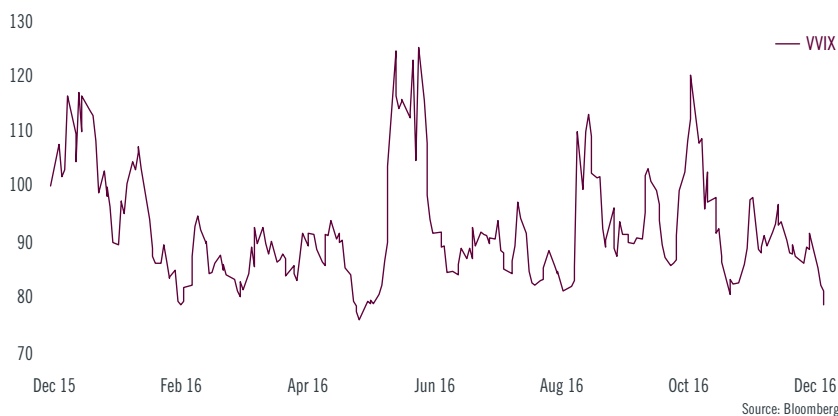
C'est avec un regain de confiance qui nous semble raisonnablement justifié que les gérants de *hedge funds* ont abordé l'année 2017. L'actualité récente aux Etats-Unis et en Europe le prouve: nous traversons un changement de régime macroéconomique. Après une année 2016 décevante, l'élection de Donald Trump pourrait avoir insufflé une dynamique nouvelle au secteur des fonds alternatifs. Grâce à la perspective de réformes fiscales, de dépenses en infrastructures, d'activité importante sur le front des fusions-acquisitions et de transition progressive de la politique monétaire à la politique budgétaire, l'enthousiasme est de mise vis-

à-vis des opportunités qui s'ouvrent, aux Etats-Unis notamment.

En 2016, l'instabilité politique a entravé la performance des gérants *macro*, qui avaient pour la plupart conservé un risque faible et peiné à gagner de l'argent jusqu'en novembre, lorsque la correction obligataire leur a permis de terminer l'année en territoire positif. Du côté des CTA, l'instabilité des marchés et les nombreuses inversions de tendance ont créé un contexte défavorable, même si la décorrélation de la stratégie a montré toute sa pertinence à de nombreuses reprises, notamment lors du décrochage des actions en début d'année.



## ACCÈS DE VOLATILITÉ DU MARCHÉ ACTIONS EN 2016 (INDICE CBOE VVIX)



La victoire de Donald Trump a redonné des couleurs aux stratégies *tactical trading*. Signe d'un degré élevé de conviction, les gérants *global macro* ont augmenté le risque depuis les élections. De l'avis général, nous nous trouvons en début de marché baissier pour les obligations, avec une inflation qui devrait rebondir dans les pays développés. La divergence de volatilité entre actions et obligations depuis les élections américaines - celle des taux s'envole car les marchés obligataires intègrent un rebond d'inflation, tandis que celle des actions recule parce que les bourses anticipent une croissance des résultats - pourrait créer des opportunités pour les stratégies *macro*. L'agitation sur les marchés de la dette risque d'accentuer la dispersion et les différences de prix, un contexte favorable aux paris sur l'arbitrage. Cela étant, nous restons conscients du risque de fluctuations erratiques liées aux décisions des Etats et des banques centrales, et privilégions toujours les gérants agiles et capables d'adapter leurs positions au contexte de marché.

S'agissant des stratégies sensibles aux actions, le retour tant attendu aux fondamentaux devrait se produire, profitant aux spécialistes de la sélection des titres de l'univers *long/short equity*.

L'année passée n'a pas été simple pour les gérants *long/short*: malgré la bonne tenue des résultats des entreprises au premier trimestre, les positions des *hedge funds* et des fonds de placement *long only* ont subi un mouvement de vente brutal, tandis que les

positions *short*, dopées par les activités de rachat de positions à découvert, s'envolaient. Les rotations sectorielles et la volatilité ont pénalisé les gérants au premier semestre. Mais les turbulences liées au Brexit se dissipant, ils ont reconstruit leurs expositions brutes et peu à peu effacé leurs pertes, un certain nombre de secteurs redémarrant après l'élection de Donald Trump.

### «Le retour aux fondamentaux profitera aux spécialistes de la sélection de titres de l'univers *long/short equity*»

Les événements de novembre semblent avoir redéfini les perspectives du marché, désormais plus favorables aux stratégies *long/short equity*. Tout d'abord, en raison de la remontée des taux, l'influence de l'assouplissement quantitatif devrait s'estomper, une situation porteuse pour les gérants actifs et spécialistes des positions *short*. Aux Etats-Unis, dans un contexte économique bien orienté, les indicateurs de corrélation et de dispersion sont annonciateurs d'un environnement propice à la sélection des titres, tandis que l'assouplissement réglementaire devrait doper des secteurs tels que la santé et la finance. En Europe, la volatilité devrait perdurer en raison des événements politiques et de l'instabilité du secteur bancaire. Ces régions offrent donc des opportuni-

tés attrayantes pour les deux facettes des portefeuilles des gérants de *hedge funds*, les positionnements *long* et *short* semblant à la fois moins demandés et déjà consensuels.

Nous surpondérons actuellement la stratégie *long/short equity* au sein de notre portefeuille. Elle devrait bénéficier du retour aux fondamentaux des marchés actions, de la dispersion entre les secteurs et les facteurs, ainsi que des perturbations technologiques dues aux tendances à long terme. Parmi les menaces, citons la mise en place de la politique de Donald Trump, l'importance des valorisations ainsi que le regain de volatilité qui découle de l'expansion/de la compression des multiples, le sentiment des investisseurs oscillant entre possibilité d'un rebond de la croissance et peur d'une remontée trop rapide des taux d'intérêt. Nous nous positionnerons donc avec prudence dans l'univers *long/short* et privilégierons les généralistes flexibles et les spécialistes sectoriels capables d'exploiter les accès de dispersion et de volatilité. ■



**NICOLAS CAMPICHE**  
Chief Executive Officer  
Pictet Alternative Advisors

## INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS II

# La dette privée fait de l'œil au financement immobilier

Alors que certains redoutent une illiquidité de certains pans du marché, les stratégies axées sur la dette *distressed* et les prêts immobiliers pourraient présenter des opportunités.

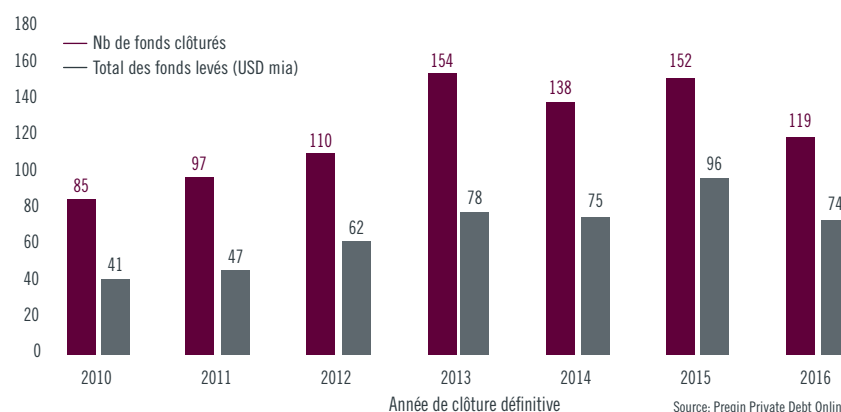
Après une levée de fonds record en 2015 (près de 100 milliards de dollars, toutes stratégies de *private equity* confondues), l'année 2016 s'est révélée moins porteuse (environ 74 milliards de dollars), selon des données Preqin. Les fonds mezzanines figurent en haut de classement, suivis par les prêts directs et les stratégies *distressed* (voir graphique). Cela étant, ce sont les fonds de prêt direct qui comptent le plus grand nombre de véhicules car, conséquence d'un flux de réglementations toujours plus strictes en matière d'endettement et de fonds propres des prêteurs traditionnels (banques et assureurs), le thème de la rareté des capitaux et de la désintermédiation reste d'actualité.

Nous avons observé la même situation à de nombreuses reprises dans la partie la plus liquide de l'univers *distressed*, où des positions datant de la crise financière internationale représentent la majeure partie des opportunités (banques islandaises, Lehman Brothers, dette souveraine grecque...).

La croissance économique reste faible et le cycle économique est vraisemblablement déjà bien avancé. En outre, les véhicules à liquidité quotidienne détiennent un montant record des marchés du crédit à effet de levier au moment où les stocks des courtiers-négociants touchent des points bas inédits et où la liquidité s'y avère extrêmement restreinte. Si les investisseurs en haut rendement et prêts à effet de levier décident de récupérer leur mise au même moment, entraînant de fortes divergences entre prix et fondamentaux des émetteurs sous-jacents, le mélange pourrait s'avérer explosif. En outre, comparé aux périodes précédant immédiatement les deux derniers retournements baissiers du cycle économique, l'endettement des entreprises américaines est particulièrement élevé.

Notons qu'il ne se concentre pas uniquement dans le secteur de l'énergie: plus de 40% des obligations, tous secteurs à haut rendement confondus, affichent un levier de plus de 6x. La

### LEVÉES DE FONDS ANNUELLES MONDIALES DU PRIVATE EQUITY, 2010-2016



dette à haut rendement émise par des entreprises aussi endettées que celles que nous venons d'évoquer a plus que doublé depuis 2011. Les gérants *distressed* ont historiquement tiré leur épingle du jeu en période de hausse des taux, souvent synonyme d'envolée des défauts. Nous continuons de privilégier les gérants capables d'évoluer au sein des classes d'actifs (de la dette aux actions post-réorganisation) et qui allient expérience, capacités de financement et envergure mondiale. A l'heure actuelle, les prêts immobi-

«Les positions trouvant leurs origines dans la crise financière représentent toujours la majeure partie des opportunités»

liers constituent selon nous un domaine particulièrement intéressant. Les originations de dette ne suivent

pas le rythme des échéances, la liquidité restant insuffisante en raison du manque de prêteurs. Malgré le dynamisme des transactions dans l'immobilier commercial, le volume total de dette nouvellement émise demeure inférieur au niveau d'avant-crise. Grâce à l'immensité du mur de dette (1400 milliards de dollars de dette immobilière commerciale arrivent à échéance en 2016-19), les ingrédients semblent réunis pour que les stratégies de dette immobilière aient encore le vent en poupe en 2017. Cette situation s'est également traduite par une amélioration générale du rapport fonds propres/dette. La structure capitalistique d'un investissement immobilier assure aux créanciers une meilleure protection collatérale et des rendements plus élevés (prêts globaux ou subordonnés) à partir d'un actif évalué à sa juste valeur.

Nous apprécions particulièrement les experts capables de gérer l'origination, l'arrangement et le placement de

prêts avec des collatéraux de qualité. L'intérêt de cette stratégie provient du potentiel de revenu régulier, de la rapidité d'amortissement et de l'appréciation du capital que procurent des collatéraux solides. Les opportunités les plus attrayantes devraient se situer au niveau des financements mezzanines (les tranches de dette les moins prioritaires, donc les plus risquées, affichent des coupons parmi les plus élevés du marché, autour de 11% à l'heure actuelle) et des tranches de dette senior (en règle générale sécurisées par un privilège de premier rang sur le bien sous-jacent, elles produisent des coupons d'environ 6%). Les investisseurs peuvent bénéficier de différentes sources de rentabilité: commissions immédiates, coupons courants, paiements en nature et droits de participation au capital (*equity kickers*). ■



**NADIA GHARBI**

Economiste Europe  
Pictet Wealth Management

ET SI...

## ... les choses tournaient mal en Europe?

Malgré quelques signes d'amélioration de la dynamique économique, 2017 sera le théâtre d'événements politiques majeurs – et potentiellement dommageables – en Europe.

L'Europe a connu une année 2016 tumultueuse, ponctuée par le vote britannique en faveur de la sortie de l'Union européenne (le Brexit), le rejet de la réforme constitutionnelle en Italie, l'ancrage de l'extrême droite dans certains pays et la consolidation de nouvelles forces politiques en marge des partis traditionnels. L'incertitude politique, mesurée par l'indicateur Economic Policy Uncertainty (EPU) (*voir graphique*), a atteint des plus hauts historiques.

En 2017, l'agenda politique demeurera le thème dominant en Eu-

rope, avec au moins trois grandes élections nationales dans la zone euro et l'ouverture formelle des négociations de séparation entre l'Union européenne (UE) et le Royaume-Uni d'ici la fin mars.

Les pays concernés par les élections sont les Pays-Bas, la France et l'Allemagne. Le peuple italien pourrait être appelé à voter le plus rapidement possible. Pour plusieurs commentateurs, l'élection de Donald Trump aux Etats-Unis et le vote sur le Brexit laissent augurer d'une éventuelle vague populiste aux prochaines

élections européennes, dans la mesure où les thèmes de la mondialisation, de l'immigration, de la sécurité et de l'exclusion sociale occupent le devant de la scène des deux côtés de l'Atlantique. Les gouvernements traditionnels devraient certes l'emporter dans la plupart des pays, mais les risques d'issue moins favorable au marché restent non négligeables.

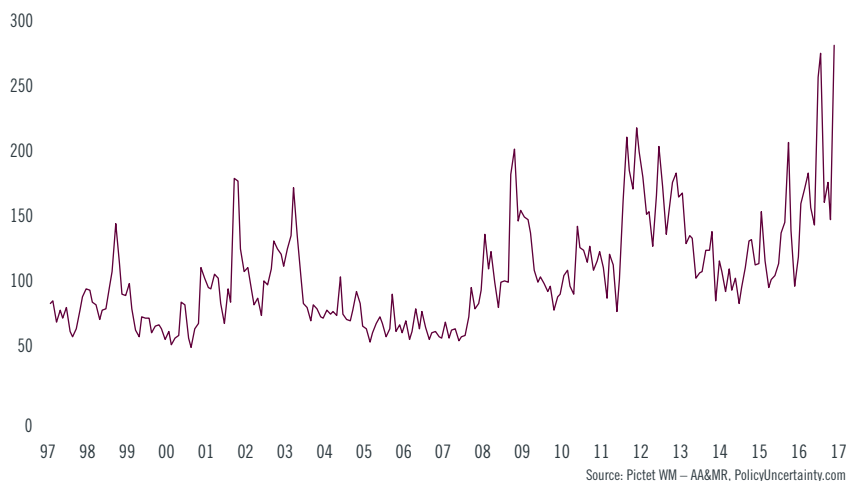
Notre scénario alternatif à risque élevé – mais de faible probabilité (il ne s'agit donc pas de notre scénario central) – est le suivant:

Dans le cadre des élections législatives aux Pays-Bas en mars, les citoyens néerlandais, galvanisés par la victoire de Donald Trump, élisent le Parti pour la liberté de Geert Wilders, exprimant un vote anti-immigration, anti-establishment et résolument eurosceptique. En France, la candidate du parti d'extrême droite, Marine Le Pen, remporte les élections présidentielles en mai et décide dans la foulée d'organiser un référendum pour sortir de l'UE d'ici fin 2017. Au cours de l'année, le Mouvement 5 étoiles arrive au pouvoir en Italie, sur fond d'atonie de la croissance, et lance un référendum (indicatif, sans valeur juridique) pour abandonner l'euro. Enfin, Angela Merkel n'arrive pas à décrocher un quatrième mandat de chancelière à l'issue des élections d'octobre en Allemagne.

**«Marine Le Pen remporte les élections présidentielles en France et organise un référendum pour sortir de l'UE.»**

Parallèlement, en Grèce, le refus de toute concession significative sur l'allègement de la dette de la part des créanciers européens continue d'éroder le soutien des citoyens au gouvernement d'Alexis Tsipras, renforçant le risque de nouvelles élections en 2017. Au Portugal, la faiblesse de la croissance et le dérapage budgétaire entraînent la dégradation de la seule note souveraine *investment grade* qui lui reste, excluant ainsi le pays du programme de rachats d'actifs de la Banque centrale européenne (BCE). En Espagne, le gouvernement minori-

## EUROPE – INDICE D'INCERTITUDE POLITIQUE



taire de Mariano Rajoy peine à mettre en œuvre de nouvelles réformes et revient sur certaines avancées. En outre, les tensions politiques entre le gouvernement national et certains gouvernements régionaux s'exacerbent, poussant la Catalogne à organiser un référendum sur son indépendance. La victoire des séparatistes ajoute au climat d'incertitude auquel est soumis le cadre institutionnel – déjà fragile – de l'UE.

Dans le Nord de l'Europe, les incertitudes liées au Brexit augmentent et déstabilisent le Vieux continent au cours de l'année. Afin de renforcer son mandat électoral et de s'assurer le véritable soutien du Parlement dans la mise en œuvre du Brexit, la Première ministre britannique Theresa May convoque des élections anticipées. Cette mesure reporte le déclenchement de l'article 50 au-delà du mois de mars et aboutit à un Parlement résolument eurosceptique, renforçant la probabilité d'un «hard Brexit».

### L'EUROPE SOUS LE SIGNE DU REPLI SUR SOI

La perspective d'une longue période de forte incertitude politique mine sévèrement l'activité économique. L'investissement et la consommation s'inscrivent fortement en baisse. Aucune réforme n'est engagée, réduisant davantage le potentiel de croissance à moyen terme en Europe. Les rendements des emprunts d'Etat augmentent et ravivent les craintes entourant la soutenabilité de la dette. Les pays garants de l'orthodoxie budgétaire préconisent une orientation

restrictive en la matière, continuant d'enrayer le potentiel de croissance. Après la victoire des partis anti-immigration, les contrôles aux frontières sont rétablis, menaçant le principal pilier sur lequel est fondée l'unité de l'Europe: la libre circulation des personnes. La montée du nationalisme et le rejet de l'ingérence européenne sont fermement établis. En parallèle, les pressions croissantes sur le secteur bancaire italien déclenchent une autre crise systémique. Le budget de 20 milliards d'euros destiné au sauvetage des banques se révèle insuffisant et le gouvernement italien provisoire peine à trouver une solution. Les tensions entre Bruxelles et Rome s'exacerbent et les principaux pays en année électorale ne font aucune concession à l'Italie.

Heureusement, il paraît peu probable qu'un tel scénario catastrophe ne se concrétise... ■

# 20

milliards d'euros

Budget destiné au sauvetage des banques italiennes



**DONG CHEN**

Economiste Asie senior  
Pictet Wealth Management

ET SI...

## ... la dette et Donald Trump menaçaient la Chine ?

Si une chute de la croissance chinoise sous la barre des 6% ne fait pas partie de notre scénario pour 2017, l'hypothèse n'est toutefois pas à exclure compte tenu des difficultés croissantes auxquelles la Chine est confrontée.

Les énormes dettes accumulées par la Chine depuis la crise financière mondiale demeurent son plus grand défi à court terme. Selon nos estimations, le ratio d'endettement de la Chine atteignait 261% au troisième trimestre 2016, contre 145% fin 2008 (voir graphique). Ces dettes concernent pour près de moitié – quelque 86 800 milliards de renminbis (12 600 milliards de dollars) – les entreprises non financières, mais l'endettement du secteur financier et des ménages progresse plus rapidement. Cet essor du crédit s'est accompagné de plusieurs déséquilibres: surcapacités des industries lourdes, bulle immobilière et croissance explosive du secteur bancaire parallèle notamment.

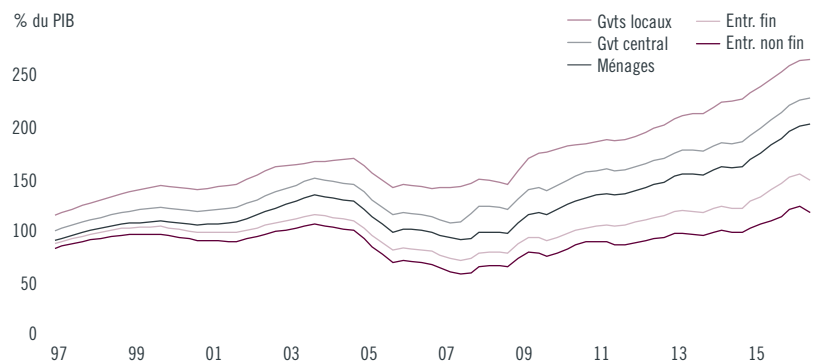
Les plus hautes autorités du pays ont récemment annoncé que la politique monétaire chinoise resterait prudente et neutre en 2017, visant avant tout à maîtriser les risques financiers et à freiner le développement de bulles d'actifs. Parallèlement, des mesures destinées à calmer le marché immobilier ont été adoptées, et la Banque populaire de Chine (PBoC)

a permis/encouragé une hausse du taux du marché monétaire afin de réduire le levier d'endettement sur le marché obligataire. Dans ce contexte, l'éventualité d'une détente monétaire en 2017 paraît mince.

«Une correction majeure dans le secteur du logement pourrait sensiblement freiner la croissance de l'empire du Milieu»

La hausse des taux d'intérêt et la décélération de la croissance du crédit sont presque inévitablement appelées à peser sur la croissance chinoise cette année. La bulle immobilière, amplifiée en 2016 par la hausse des prix immobiliers, sera de plus en plus difficile à soutenir, les acquéreurs potentiels restant sur la touche. Or, une correction majeure dans le secteur du logement, concevable dans certaines villes chinoises, pourrait sensiblement freiner la croissance de l'empire du Milieu en 2017, sur fond de ralentissement de

### ACCROISSEMENT DE LA DETTE CHINOISE, 1963-3E TRIM. 2016



Source: Pictet WM – AA&MR, PBoC, National Bureau Statistics of China

la construction résidentielle. Dans le pire des cas, un effondrement des prix immobiliers pourrait même déclencher une crise financière, compte tenu du rôle capital que joue le secteur dans la création de crédit en Chine.

## LE PROBLÈME TRUMP

Exposée aux velléités protectionnistes de l'administration Trump, la Chine devrait connaître quelques difficultés en 2017 sur le plan extérieur.

Durant la campagne électorale, le candidat républicain avait maintes fois critiqué les pratiques commerciales de la Chine, injustes à ses yeux et responsables des pertes d'emplois manufacturiers aux Etats-Unis, menaçant d'inscrire le pays sur la liste des manipulateurs de devises et d'appliquer des droits de douane punitifs sur les importations chinoises. Plusieurs des membres clés nommés par Donald Trump pour composer la nouvelle administration sont connus pour leur opinion défavorable sur les pratiques

commerciales de la Chine. Peter Navarro, auteur d'un livre intitulé *Death by China: How America Lost Its Manufacturing Base*, s'est ainsi vu confier la responsabilité du Conseil national du commerce. Robert Lighthizer, avocat expérimenté qui a longtemps représenté le secteur de l'acier dans des litiges commerciaux (dont de nombreux contre la Chine), a quant à lui été nommé au poste de représentant au commerce extérieur. Compte tenu de l'inclination protectionniste de Donald Trump, il faut s'attendre à ce que les Etats-Unis déposent de nouvelles plaintes pour dumping à l'encontre de la Chine et à ce que certaines exportations chinoises soient soumises à d'importants droits de douanes.

Donald Trump s'est par ailleurs dit prêt à tirer profit de questions sensibles, telles que celle de Taïwan, pour contraindre la Chine à davantage de concessions sur le plan commercial. Remettant en cause le principe d'une «Chine unique», ses récentes déclara-

tions au sujet de Taïwan s'écartent du cadre diplomatique établi sous la présidence de Richard Nixon, il a y a plus de 40 ans. Des changements sur le plan diplomatique pourraient nuire aux relations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, voire alimenter les tensions géopolitiques si la situation était mal gérée.

Moyennant un contrôle vigoureux du système financier, les autorités chinoises devraient parvenir à assainir les problèmes de dette du pays dans un avenir proche, et rien ne dit qu'à l'épreuve du pouvoir, l'administration Trump pourra mettre à exécution toutes les menaces protectionnistes brandies par le candidat républicain durant la campagne électorale. Mais nous ne pouvons pas prendre les risques de baisse à la légère pour autant. Nous continuerons donc de suivre l'évolution de la situation en Chine et en parallèle, nous nous tenons prêts à repositionner nos portefeuilles. ■

---

**Contributeurs:** Christophe Donay, Dong Chen, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Lauréline Chatelain, Cesar Perez Ruiz, Nicolas Campiche, Malek Zetchi, Edgar van Tuyll van Serooskerke, Mussie Kidane, Wilhelm Sissener, Yann Goffinet et Frank Bigler.

**Edition:** Isidore Ryan. Rédaction achevée le 20 janvier 2017

**Relecture:** Sabine Jacot-Descombes

**Mise en page:** Production Multimédia Pictet

**Papier:** Imprimé sur du papier certifié FSC

**Avertissement:** 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. Tous droits réservés. Copyright 2017.

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).

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



