

---

# Perspectives

---

## Stratégie d'investissement

—pages 3-5

Vivre sur les marges

Points clés de la stratégie  
d'investissement

Les actifs risqués autorisent encore  
une certaine confiance

---

## Spécial *Horizon* —pages 6-15

Rentabilités attendues à 10 ans

Croissance, inflation et  
rentabilités attendues

La dette mondiale s'alourdit

La chine devient source d'inflation

---

## Actualité des marchés —pages 16-18

Actions soutenues par la  
dynamique des bénéfices et les  
fusions-acquisitions

---

## Tensions commerciales —pages 19-23

Les valeurs industrielles  
pourraient souffrir des droits  
de douane

Obligations d'entreprise: marché  
tendu



## Spécial *Horizon*

Dans la perspective d'importantes évolutions de l'économie et des marchés, les attentes de rendement de PWM pour les dix prochaines années véhiculent un sombre message: les rendements annuels de toutes les grandes classes d'actifs devraient être considérablement inférieurs à leur niveau des deux dernières décennies.

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

<b>INDICES ACTIONS</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>DÉCEMBRE 2017</b>	<b>DÉCEMBRE 2018E</b>	
S&P 500	2730	2674	3050	
Stoxx 600	392	389	420	
Euro Stoxx	395	386	422	
CAC 40	5541	5313	5840	
DAX 30	12978	12918	14500	
MSCI Italy	67	60	66	
IBEX 35	10258	10044	10900	
MSCI EM	1169	1158	1300	
TOPIX	1806	1818	1970	
SMI	9001	9382	10125	

<b>TAUX D'INTÉRÊT (EN %)</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>DÉCEMBRE 2017</b>	<b>DÉCEMBRE 2018E</b>	
Suisse - court	-0,75	-0,75	-0,50	
Suisse - 10 ans	0,10	-0,15	0,30	
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	0,61	0,43	0,90	
France - 10 ans	0,84	0,79	1,40	
Italie - 10 ans	1,93	2,02	2,50	
Espagne - 10 ans	1,33	1,57	1,80	
Etats-Unis - Fed funds (fourchette moyenne)	1,63	1,38	2,38	
Etats-Unis - 10 ans	3,00	2,41	3,00	
Royaume-Uni - taux de refin.	0,50	0,50	0,75	
Etats-Unis - 10 ans	1,47	1,19	1,50	
Japon - au jour le jour	-0,10	-0,10	-0,10	
Japon - 10 ans	0,05	0,05	0,10	

<b>SPREADS DE CRÉDIT (EN PB)*</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>DÉCEMBRE 2017</b>	<b>DÉCEMBRE 2018E</b>	
Investment grade EUR	93	87	110	
High yield EUR	300	279	320	
Investment grade USD	114	99	120	
High yield USD	337	363	390	
Dettes ém. d'entreprise (USD)	294	282	310	
Dettes ém. souveraine (USD)	320	286	320	

\* indices Bank of America Merrill Lynch

<b>DEVISES</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>DÉCEMBRE 2017</b>	<b>DÉCEMBRE 2018E</b>	
EUR/USD	1,19	1,20	1,25	
EUR/CHF	1,19	1,17	1,18	
USD/CHF	1,00	0,97	0,94	
GBP/USD	1,36	1,35	1,38	
USD/JPY	110	113	110	

<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>DÉCEMBRE 2017</b>	<b>DÉCEMBRE 2018E</b>	<b>DÉCEMBRE 2019E</b>
Or	1314	1302	1325	
Pétrole (WTI)	71	63	70	62

<b>TAUX DE CROISSANCE DU PIB</b>	<b>ACTUEL (GLISS. ANN.)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
Etats-Unis	2,5%	2,3%	3,0%	2,4%
Zone euro	2,5%	2,5%	2,3%	1,8%
Royaume-Uni	1,2%	1,8%	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%	6,8%	6,6%	6,3%
Monde	3,9%	3,7%	3,9%	3,8%

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

Au 14.05.18 Source: Bloomberg, Factset, Eikon, AA&MR

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

Contenu arrêté au 15 mai 2018  
 Editeur: Isidore Ryan  
 Imprimé sur papier certifié FSC

## VIVRE SUR LES MARGES



**CÉSAR PÉREZ RUIZ**

Responsable des investissements et CIO  
Pictet Wealth Management

«Le niveau atteint par les marges peut constituer une source de préoccupation pour les acteurs du marché»

Malgré une saison des résultats favorable, certains acteurs demeurent réservés face aux actifs risqués. Les bons résultats de ce premier trimestre, qui a vu les entreprises américaines largement dépasser leurs prévisions de chiffre d'affaires et de bénéfice net, n'ont pas suscité un grand enthousiasme. Les marchés n'ont pratiquement pas progressé depuis le début de l'année, sur fond de volatilité accrue due aux craintes inflationnistes en janvier et à la montée des tensions dans le commerce international.

D'autres raisons peuvent par ailleurs inciter à la prudence, au-delà des évolutions souvent curieuses des développements mondiaux. Les perspectives de marges des entreprises – dont la progression a fortement contribué à soutenir les bénéfices ces dernières années – en sont l'une des principales. Certaines sociétés, au nombre desquelles Caterpillar, dont le titre fait figure d'indicateur avancé, ont laissé entendre que le premier trimestre aurait marqué un sommet.

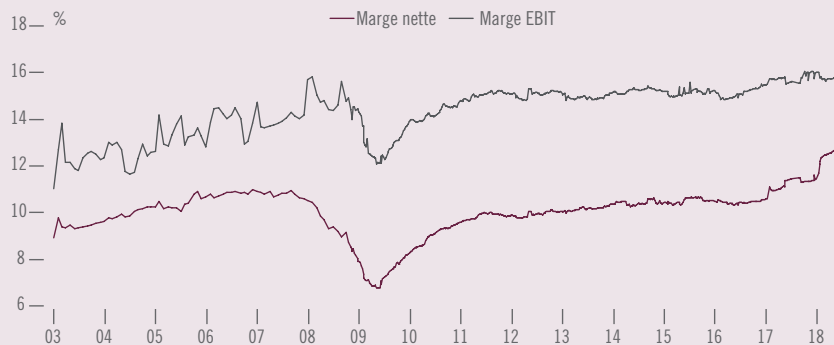
Mais comment est-ce possible? Après tout, la solidité des fondamentaux des sociétés et de l'économie continue de soutenir les marchés et, aux Etats-Unis, les entreprises ne sont pas encore soumises à de fortes pressions sur le front salarial. De fait, l'une des grandes énigmes de cette longue embellie conjoncturelle réside dans la faible dynamique de progression des salaires américains qui, en glissement annuel, est ressortie à 2,6% en avril. Ce chiffre est à comparer aux bénéfices par action qui, cette année, sont attendus à plus de 20% pour les entreprises du S&P 500 et à des marges bénéficiaires après impôts proches de 12%, bien supérieures à la moyenne de 8% pour la période 2000-2007 (voir graphique).

Le niveau atteint par les marges peut constituer en soi une raison de préoccupation pour les acteurs du marché - sauf à se rappeler que leur progression se concentre pour l'essentiel sur l'industrie technologique. Dans le même temps, les marges indécentes annoncées par les grands «disrupteurs» technologiques, de plus en plus oligopolistiques, attirent l'attention des autorités de surveillance. Quant à la hausse récente des prix du pétrole, elle laisse à penser que les entreprises pourraient également se voir confrontées à d'autres sources de pressions. On peut notamment se demander jusqu'à quand les sociétés pourront continuer à engranger des profits en hausse sans s'exposer à des pressions salariales accrues, alors même que les marchés du travail se tendent.

Ce n'est d'ailleurs pas forcément une mauvaise nouvelle. Une distribution plus équitable de la trésorerie des entreprises, que ce soit sous forme d'investissements productifs ou de pouvoir d'achat pour les consommateurs, pourrait contribuer à la progression des ventes et, partant, prolonger encore le cycle de croissance des bénéfices. En d'autres termes, si les revenus des consommateurs stagnent virtuellement, comment le chiffre d'affaires des entreprises pourra-il augmenter?

D'une façon ou d'une autre, il serait dans l'ordre des choses que les pressions sur les marges se renforcent. Mais, même si les marges des entreprises sont comprimées, elles peuvent continuer à progresser tant que la conjoncture reste saine. Et cette marge de progression existe, grâce en partie au rebond des investissements et des dépenses des ménages dans le monde. Le plus grand risque réside probablement dans une poussée inflationniste aux Etats-Unis et une progression annualisée plus forte des salaires, tendant vers les 3,5%. Toutefois, sauf dans l'hypothèse d'une guerre commerciale avec la Chine, la première économie du monde reste en bonne forme et rien n'indique que la Fed soit en retrait de la courbe en termes d'augmentation des taux. En bref, nous continuons de tabler sur des conditions économiques porteuses jusqu'en 2019, qui contribueront à préserver les entreprises des pressions sur les marges.

### MARGES NETTES ET BÉNÉFICES AVANT INTÉRÊTS ET IMPÔTS (EBIT) DES ENTREPRISES DU S&P 500, 2003-2018



Source: Pictet WM - AA&MR (Asset Allocation & Macro Research), Factset, mai 2018

# 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

- De nombreuses classes d'actifs affichent, au mieux, une hausse marginale depuis le début de l'année. Dans un tel contexte, les responsables de l'allocation d'actifs ont le choix entre deux options.
- Ils choisiront la première s'ils gardent confiance dans un moteur de croissance mondiale ronronnant, alimenté par un cycle d'expansion synchronisée et des allègements fiscaux aux Etats-Unis, mais opteront pour la seconde s'ils préfèrent écouter les bruits du moteur (hausse des taux d'intérêt, inflation, mouvements de la courbe des taux, par exemple). Nous nous rangeons parmi les premiers et conservons notre opinion de base misant sur une croissance résistante, qui continuera de soutenir les performances des actifs risqués.
- La seconde option prend en compte l'orientation de la politique économique, en particulier aux Etats-Unis. Faut-il voir dans les récentes initiatives de Trump (telles que la menace de nouveaux droits de douane sur les importations) la marque d'un virage décisif dans la politique économique américaine ou simplement un discours opportuniste à l'approche des élections de mi-mandat? Nous penchons plutôt pour la deuxième hypothèse. Notre scénario central, reposant sur l'idée que les marchés actions feront abstraction de leurs doutes actuels, demeure donc inchangé, même si nous restons conscients du fait que les valorisations toujours élevées ne laissent aucune place à de possibles déceptions.

## MATIÈRES PREMIÈRES

- Alors que le contexte géopolitique, l'évolution du sentiment et les limites de production pétrolière des pays de l'Opep pourraient maintenir les pressions à la hausse, les cours du pétrole pourraient encore se rapprocher de leur niveau d'équilibre à long terme au cours des mois à venir.

## MONNAIES

- Tiré par des signes de modération de la dynamique de croissance en dehors des Etats-Unis et par les anticipations de hausse des taux d'intérêt américains, le dollar s'est raffermi, tandis que les monnaies des marchés émergents s'inscrivaient en baisse en avril. Notre scénario central table sur un essoufflement de la vigueur du dollar à moyen terme.
- Après un nouveau repli limité face au billet vert à court terme, l'euro pourrait rebondir à 1.25 dollar d'ici la fin de l'année.

## ACTIONS

- Les actions se sont plutôt bien comportées en avril, après des publications de résultats satisfaisantes. Les secteurs cycliques, que nous privilégions compte tenu de la vigueur de la dynamique conjoncturelle, ont surperformé aux

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

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

\*Au 2 mai 2018

\*\* A 12 mois

Etats-Unis et en Europe, alors que les secteurs défensifs tels que l'immobilier et la consommation de base restaient à la traîne.

- Un possible apaisement des tensions commerciales et un nouvel élan insufflé par les activités très dynamiques de fusion-acquisition devraient soutenir les marchés actions.

## OBLIGATIONS

- Notre scénario central continue de table sur un pic du rendement à 10 ans à 3,1% cette année, même si nous guetons tout signe témoignant de pressions inflationnistes persistantes.
- Nous restons neutres à l'égard du crédit *investment grade*, un coupon relativement attrayant compensant le léger élargissement des écarts de taux que nous anticipons cette année.

## INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

- Dans les *hedge funds*, la plupart des stratégies ont gagné de la valeur au premier trimestre, révélant une belle résistance aux turbulences des marchés. Nous continuons de surpondérer

les stratégies *tactical trading* et *relative value*, appelées à profiter des opérations d'arbitrage.

- Alors que les levées de capitaux dans le *private equity* fléchissaient au premier trimestre, la concurrence demeure intense et les valorisations élevées, avec à la clé des pressions croissantes sur les gérants en termes de génération de valeur ajoutée.

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.



ALEXANDRE TAVAZZI

Stratégiste monde  
Pictet Wealth Management

## Faut-il «vendre en mai et s'en aller»?

Des doutes surgissent quant aux marges des entreprises, ce qui tempère l'humeur des investisseurs. Mais les fondamentaux de l'économie et des entreprises autorisent encore une certaine confiance dans les actifs risqués.

L'importante baisse des marchés de fin janvier et début février semble avoir été bien davantage imputable au positionnement exagérément optimiste des investisseurs spéculatifs qu'à une altération des fondamentaux du marché ou de l'économie, lesquels demeurent sains.

Il n'en reste pas moins que fin avril les principaux indices boursiers continuaient d'être à la peine, fluctuant autour de leur niveau de début 2018.

Au-delà des facteurs techniques, cette situation semble s'expliquer par l'évolution des taux. Après neuf ans de reprise économique et un environnement de croissance qui n'a jamais été aussi favorable depuis 2010, les taux d'intérêt ont commencé à se normaliser. De manière assez logique, les taux longs américains ont dépassé 3% pour la première fois au cours de ce cycle. Qui plus est, aux Etats-Unis, la partie courte de la courbe des rendements est sous pression, la Fed s'étant engagée sur un chemin de normalisation, au moment même où le Trésor augmentait ses émissions d'obligations à court terme afin de financer un déficit budgétaire en hausse. Les taux américains à deux ans ont de ce fait atteint presque 2,6%, niveau bien supérieur au rendement en dividendes du S&P 500. Les investisseurs ont donc la possibilité de bouder les actions et de percevoir un rendement des liquidités en investissant sans risque dans des obligations souveraines à court terme. Par ailleurs, la hausse des taux s'est récemment traduite par l'appréciation du dollar et un recul des prix de l'or.

Au niveau macroéconomique, les chiffres du PIB montrent un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis et en Europe au premier trimestre. Au pays de l'Oncle Sam, la consommation privée est apparue particulièrement faible, compte

tenu du revenu disponible des ménages américains, qui a bondi de 3,4% au trimestre dernier (du fait de la baisse des impôts). En Europe, des facteurs temporaires expliquent l'essentiel du désenchantement, en particulier au niveau des données subjectives comme le climat des affaires. Dans les deux cas, l'inflation reste relativement faible. Bien que les tensions sur les marchés du travail soient susceptibles de déboucher sur une accélération des hausses de salaire au cours des prochains trimestres, nous n'entrevoions aucun signe de dérapage de l'inflation.

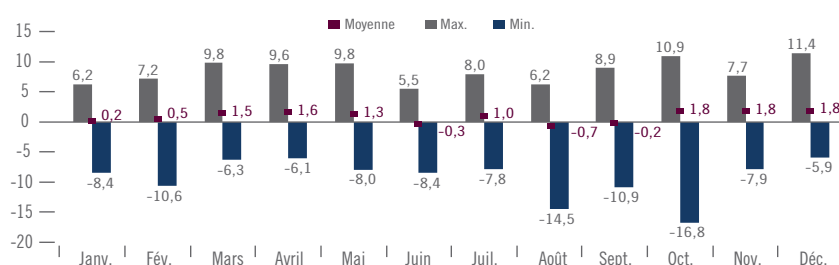
### Les marges ont peut-être atteint leur apogée

Les bénéfices des entreprises ont largement dépassé les attentes au premier trimestre, mais certains problèmes commencent à émerger. Citons en particulier l'effet de la hausse des coûts et des taux d'emprunt sur les marges des entreprises. Certaines sociétés comme Caterpillar ont annoncé que les bénéfices records du premier trimestre avaient probablement marqué l'apogée pour l'année et que les marges pourraient bien avoir atteint leur point haut de ce cycle. Les marchés vont donc suivre de plus près le risque d'escalade des tensions dans le commerce

international, susceptible d'entamer la rentabilité des fabricants américains à travers une hausse des prix des fournitures. Malgré ces enjeux, la croissance reste vigoureuse, avec des perspectives de progression des bénéfices de plus de 20% cette année pour le S&P 500 et d'environ 9% pour le Stoxx Europe 600. Une hausse de 20% des bénéfices devrait permettre aux actions d'être mieux rémunérées que les liquidités.

Malgré l'augmentation des taux d'intérêt et les interrogations sur la rentabilité des entreprises, nous restons raisonnablement optimistes quant aux actifs risqués. Nous tablons en effet sur un rebond de la croissance au deuxième trimestre, alors que les valorisations sont retombées à leurs niveaux de l'été 2016, dans le sillage de l'important recul des marchés du début de l'année. L'environnement est manifestement plus incertain qu'il y a quelques mois, ce qui entraîne une volatilité accrue, mais les valorisations actuelles ont amélioré le rapport risque/rendement sur les marchés actions. On peut penser que le vieil adage «vendre en mai et s'en aller» ne s'appliquera pas cette année. ■

### MAI N'EST PAS PARTICULIÈREMENT DÉFAVORABLE AUX ACTIONS – RENDEMENTS MENSUELS DEPUIS 1990



Source: Pictet WM - AA&amp;MR, Factset, mai 2018



# Des rentabilités en baisse comme nouvelle norme

Pictet Wealth Management a publié la nouvelle édition d'*Horizon\**, document qui reflète ses prévisions de rentabilité pour les principales classes d'actifs à un horizon de 10 ans. Cette étude pointe dans l'ensemble vers des rentabilités annuelles moyennes plus basses qu'auparavant pour la plupart des classes d'actifs, dans un contexte caractérisé par un changement de régimes économique et de marché et une vague d'innovations de rupture. Les liquidités et les obligations d'Etat pourraient offrir des rentabilités médiocres, et même les actions pourraient se révéler moins rentables que par le passé. Les actifs alternatifs tels que le *private equity* présentent un plus grand potentiel, au prix toutefois d'un certain degré d'illiquidité.

La dernière édition d'*Horizon*, dans laquelle Pictet Wealth Management expose ses prévisions de rentabilité à dix ans pour une large gamme de classes d'actifs, démontre la validité d'une règle toute simple: des rentabilités attendues supérieures requièrent une prise de risques accrue, les actifs les plus liquides (liquidités) et les moins risqués (obligations d'Etat) étant voués à générer des rentabilités sensiblement inférieures à celles des actifs risqués (actions), alors que les actifs alternatifs en général, et le *private equity* en particulier, offrent un excellent potentiel de rentabilité – sachant toutefois que le capital-investissement, classe d'actifs présentant la rentabilité attendue la plus élevée, comporte une prime d'illiquidité (voir article «Changement de régimes...»).

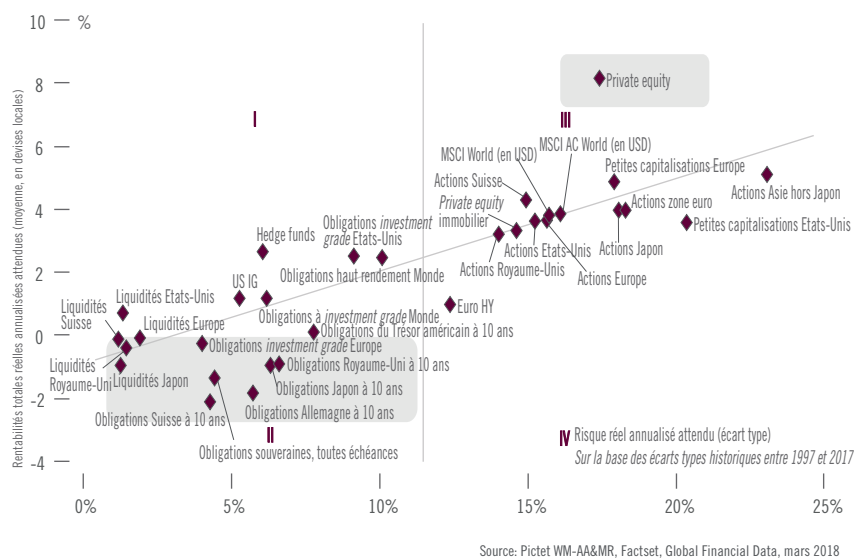
**Liquidités** La fin du règne des liquidités a sonné! Si par le passé, tant que les taux réels restaient négatifs et l'inflation basse, en détenir se justifiait pleinement, dans la transition de régime de marché actuellement en cours, il n'y a pas de rentabilité sans risque. Alors que nous revenons progressivement à un régime de taux d'intérêt réels positifs, les liquidités seront à nouveau considérées comme une classe d'actifs permettant de stocker momentanément le capital avant de le déployer vers des actifs plus rentables. Les prévisions de rentabilité nominale moyenne pour les liquidités vont de 0% par an au Japon à 1,4% en Europe et 2,8% aux Etats-Unis.

**Obligations d'Etat** Sauf pic d'inflation, les obligations souveraines gardent toute leur place dans les portefeuilles en tant que protection contre les récessions, les crises économiques et le risque systémique. Mais nul ne peut plus attendre à la fois protection et revenus élevés. Les investisseurs devront choisir entre les deux.

Dans le cadre de la transition de régime en cours, les rentabilités nominales moyennes des obligations du Trésor américain de référence sur les 10 prochaines années pourraient se situer sous le seuil de 2,5% par an selon notre analyse – soit un (suite en page 8)

«Les actifs alternatifs en général, et le *private equity* en particulier, offrent un excellent potentiel de rentabilité»

## RENTABILITÉS TOTALES RÉELLES ANNUALISÉES DES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS ET RISQUE TOTAL RÉEL ANNUALISÉ (EN DEVICES LOCALES)



\* Pour recevoir un exemplaire de la publication Horizon, nous vous invitons à contacter votre gérant

## TENDANCES DE LONG TERME: RÉGIMES ÉCONOMIQUES ET ÉQUILIBRE DES RISQUES

Etats-Unis, Europe, Chine: scénario de base et risques principaux

### RÉGIME DE DÉPART

	PIB	Inflation
USA	2,5%	2,0%
Europe	2,0%	1,5%
Chine	6,5%	2,0%

**Potentiel de hausse:**  
Diffusion des innovations  
Réformes axées sur l'offre  
La courbe de Phillips tient

**Scénario central:**  
Innovations de rupture  
Tensions commerciales  
Courbe de Phillips tenue

**Risque de baisse:**  
Guerre commerciale  
Absence de réformes  
Rupture de la courbe de Phillips

### RÉGIME REVU À LA HAUSSE

	PIB	Inflation
USA	3,0%	2,5%
Europe	2,0%	2,0%
Chine	5,0%	3,5%

### RÉGIME D'ARRIVÉE

	PIB	Inflation
USA	2,25%	2,0%
Europe	1,5%	1,5%
Chine	4,5%	3,0%

### RÉGIME REVU À LA BAISSÉ

	PIB	Inflation
USA	1,5%	1,5%
Europe	0,75%	1,0%
Chine	4,0%	2,5%

Source: Pictet WM - AA&MR, Datastream

### CHANGEMENT DE RÉGIMES ÉCONOMIQUE ET DE MARCHÉ

Nos rentabilités attendues à 10 ans prennent en compte une analyse macroéconomique descendante (*top-down*) qui repose sur l'identification des régimes économiques et des transitions d'un régime à un autre. Ces transitions peuvent découler de divers facteurs, tels que l'évolution des politiques monétaires ou budgétaires, les crises financières, les conditions politiques ou les crises géopolitiques.

Parmi ces facteurs, les conséquences durables de la crise financière et l'émergence de nouvelles menaces sur le plan géopolitique influent sur l'évolution de l'économie mondiale et les perspectives d'investissement à long terme. Les rentabilités attendues exposées dans la publications *Horizon* se fondent également sur une transition de régime déclenchée par l'innovation. Le choc d'innovation actuel se situe toujours à un stade relativement précoce, mais s'accélère progressivement. Son impact sur la croissance économique à part entière devrait néanmoins être limité, sauf introduction de réformes favorables aux entreprises et de politiques axées sur l'offre au cours des prochaines années.

Indépendamment de l'actualité toutefois, notre scénario central repose toujours sur l'idée que nous nous situons dans une phase de normalisation très progressive de la croissance et de l'inflation – avec cependant quelques écarts de trajectoire entre les différents pays et régions. Le soutien continu des Etats et des banques centrales, conjugué depuis peu aux allègements fiscaux et à l'augmentation des dépenses publiques (en particulier aux Etats-Unis), confirme ce point de vue.

Prenant en compte les innovations de rupture, les frictions commerciales et la résurgence d'une courbe

de Phillips redéfinie, notre scénario central table sur une croissance annuelle à 10 ans de 2,3% aux Etats-Unis, 1,5% en zone euro et 4,5% en Chine, contre des taux d'expansion récents de 2,5%, 2,0% et 6,5%, respectivement. Le tableau joint présente des scénarios de croissance et d'inflation alternatifs, revus à la hausse et à la baisse.

La relation entre l'inflation et la baisse du chômage, telle qu'exprimée par la courbe de Phillips, a été très irrégulière au cours des dernières années. Néanmoins, elle paraît toujours valable (surtout si l'on prend en compte des définitions plus larges du chômage) – même si elle est non linéaire et s'exprime de façon moins absolue que par le passé. Nous continuons de penser qu'à terme les pays émergents, et notamment la Chine, exporteront des pressions inflationnistes vers leurs partenaires commerciaux. Cela étant, les banques centrales devraient agir de façon très prudente dans la normalisation de leur politique monétaire dans un avenir proche – compte tenu notamment du niveau toujours élevé de la dette publique et privée. De fait, l'endettement mondial a continué d'augmenter depuis la crise des *subprimes* et reste un risque pour notre scénario central.

Une escalade des tensions commerciales compromettrait également notre scénario: un véritable repli isolationniste des Etats-Unis sur le plan commercial se traduirait vraisemblablement par des trajectoires de croissance plus lentes que celles que nous anticipons. Nous continuons toutefois d'exclure l'hypothèse d'une guerre commerciale de grande ampleur. ■

niveau largement inférieur aux 9% offerts en moyenne au cours des quarante dernières années. Ce niveau demeure toutefois plus attrayant que celui d'autres obligations d'Etat de même échéance, y compris le Bund allemand et l'emprunt japonais, qui devraient dégager des rentabilités moyennes de -0,3% et -0,4%, respectivement.

**Obligations d'entreprise** Les obligations d'entreprise américaines devraient afficher des rentabilités en moyenne supérieures à celles de leurs homologues européennes. Notre analyse suggère une rentabilité nominale moyenne de 1,3% par an pour les emprunts *investment grade* en euros au cours des 10 prochaines années, contre 3,3% pour l'*investment grade* en dollars. Dans la dette à haut rendement, nous anticipons des rentabilités moyennes annuelles de l'ordre de 2,5% en euros et de 4,6% en dollars. Le haut rendement américain présente ainsi

un profil risque/rendement largement supérieur au *high yield* mondial ou européen.

**Actions** Au cours des dix prochaines années, les actions des marchés développés devraient présenter des rentabilités d'environ un tiers inférieures à celles affichées durant les quarante dernières années. Les rentabilités nominales moyennes au cours des dix ans à venir en devises locales pourraient aller de 5,0% par an pour les actions britanniques à 7,2% pour les actions asiatiques (hors Japon), avec une moyenne annuelle de 6,4% pour les petites capitalisations européennes.

**Actifs alternatifs** Selon nos projections, la rentabilité nominale moyenne du *private equity* au cours des 10 prochaines années pourrait atteindre 10,2% par an en devises locales, soit la rentabilité la plus élevée parmi les classes d'actifs que

nous analysons. Mais l'écart type de ses rentabilités (le risque nominal annuel attendu) compte parmi les plus élevés, à 17,4%.

Ces projections, qui tablent sur des rentabilités au cours des 10 prochaines années de près de moitié inférieures à celles du passé pour les actifs liquides traditionnels (tels que les actions et les obligations), appellent un changement de style dans notre approche d'allocation d'actifs stratégique. L'adoption d'une approche de long terme, assimilable à celle des fonds de retraite britanniques (*endowment policies*), pourrait contribuer à optimiser les rentabilités via une exposition accrue à des classes d'actifs plus illiquides, telles que le *private equity* et le *private equity* immobilier. Ces segments devraient continuer de présenter des profils risque/rendement attrayants compte tenu de la transition de régimes économique et de marché en cours (voir page 7). ■



**CHRISTOPHE DONAY**

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

#### HORIZON ÉDITION SPÉCIALE

## Croissance, inflation et rentabilités attendues: des perspectives moroses

Dans un entretien accordé à l'occasion de la publication d'*Horizon*, Christophe Donay propose aux investisseurs des pistes pour faire face à la baisse des rentabilités attendues de la plupart des classes d'actifs dans les dix prochaines années.

### En quoi cette édition d'*Horizon* et les rentabilités attendues qu'elle dévoile sont-elles à part?

*Horizon* présente les estimations de Pictet Wealth Management (PWM) en matière de rentabilités annuelles moyennes par rapport au risque pour plusieurs classes d'actifs à dix ans, ce qui correspond à notre horizon d'allocation stratégique. Nos grands clients privés adoptent d'ailleurs eux aussi un horizon d'investissement de dix

ans (voire plus). Pour adapter les portefeuilles aux exigences de risque/rendement de ces clients, il est essentiel de bien comprendre les perspectives de rentabilité.

Pour résumer simplement, les rentabilités attendues que nous calculons sont utilisées pour l'allocation d'actifs stratégique axée sur les objectifs. En toute logique, les clients veulent voir leurs placements fructifier. Certains visent la performance, même au



prix d'une volatilité élevée, tandis que d'autres veulent avant tout protéger le capital et bénéficier d'un revenu régulier. En fonction de l'importance relative que les investisseurs accordent à la rentabilité et à la protection du portefeuille dans la durée, nous proposons des solutions qui tiennent compte des rentabilités attendues pour les différentes classes d'actifs.

Pour ce faire, nous utilisons un modèle dynamique, mis à jour en continu avec les dernières données publiées. Et le nombre de classes d'actifs que nous couvrons est en constante augmentation: lorsque nous avons débuté, en 2013, nous couvrons 12 classes d'actifs en devises locales. Dans cette dernière édition d'*Horizon*, nous avons calculé les rentabilités attendues de pas moins de 35 classes d'actifs (actifs émergents inclus) en dollars, en euros, en francs suisses, en livres et en devises locales. Nous avons également modifié notre manière d'aborder les devises. Jusqu'à présent, nous avions une position neutre et calculions les rentabilités attendues à partir des taux de change sur les marchés et des contrats à terme. Désormais, nous adoptons une attitude plus proactive de l'impact que les devises peuvent avoir sur les rentabilités, en fondant nos calculs sur la notion de taux de change d'équilibre.

La méthodologie que nous utilisons pour calculer les rentabilités attendues intègre des travaux universitaires de pointe sur la valorisation

des actifs et l'investissement, travaux que nous appliquons avec rigueur aux différentes classes d'actifs. L'une des originalités de notre approche tient au fait qu'elle associe ces recherches à nos opinions sur les fondamentaux économiques et l'actualité des marchés pour nous aider à repérer les changements de régime.

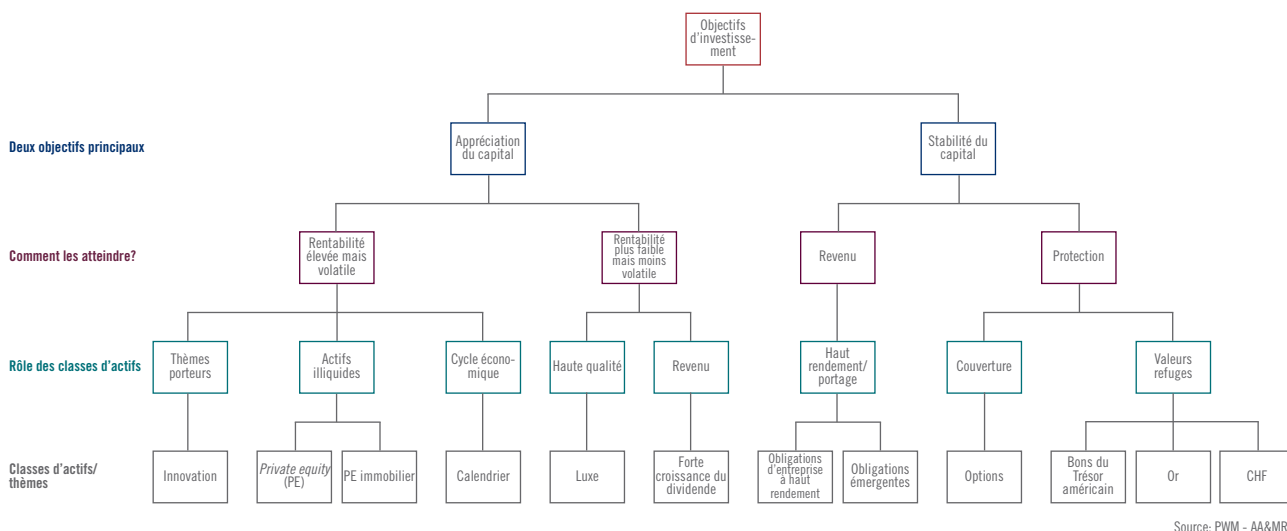
### Des changements de régime sont-ils intervenus, dans l'économie ou sur les marchés, depuis la précédente édition d'*Horizon*?

L'innovation technologique et la mondialisation continuent de transformer l'économie mondiale, mais le seul changement de régime économique notable depuis l'an passé concerne la Chine. Notre scénario de base table désormais sur une croissance économique annuelle de 4,7% dans dix ans, un chiffre nettement inférieur aux prévisions de croissance pour cette année (6,6%). L'inflation devrait, elle, atteindre 3%, soit un point de plus qu'à l'heure actuelle. A cette exception près, les bouleversements sont rares. Nous nous trouvons toujours dans un régime de croissance et d'inflation faibles, a minima dans les économies développées. La croissance devrait ressortir à 2,3% aux Etats-Unis dans dix ans, et à 1,5% dans la zone euro.

En termes de régimes de marché, nous continuons de penser que les rentabilités s'avéreront beaucoup plus basses qu'elles ne l'ont été dans les classes d'actifs traditionnelles,

les liquidités et les obligations souveraines des pays *core* subissant les plus fortes baisses. Au niveau des liquidités, les rentabilités les plus élevées proviendront du dollar américain et les plus basses du yen, tandis que la dette souveraine suisse, japonaise et allemande perdra de la valeur dans les dix prochaines années. Nous estimons également que, dans la décennie à venir, la rentabilité annuelle des actions sera inférieure d'environ un tiers à ce qu'elle était par le passé. Dans ce contexte, nous restons convaincus que les portefeuilles diversifiés doivent intégrer des actifs alternatifs. Nos analyses indiquent que le *private equity* et le *private equity* immobilier sont particulièrement intéressants, le premier étant considéré comme source potentielle de la plus forte rentabilité annuelle moyenne, toutes classes d'actifs confondues (10,2% en devises locales). En d'autres termes, s'ils veulent optimiser les rendements dans les prochaines années, les investisseurs devront s'ouvrir à des classes d'actifs moins liquides. Le fait que nous anticipions une forte baisse de la rentabilité d'un portefeuille traditionnel composé à 60% d'actions et à 40% d'obligations (une solution qui a, pourtant, historiquement fait ses preuves) dans la prochaine décennie signifie aussi que les gérants d'actifs devront adapter leur allocation stratégique (voir diagramme pour une proposition de modèle).

## ALLOCATION D'ACTIFS STRATÉGIQUE AXÉE SUR LES OBJECTIFS



**De manière générale, s'agissant des perspectives de l'économie mondiale et des marchés financiers, voyez-vous le verre à moitié plein, ou à moitié vide?**

Deux débats étroitement liés font actuellement rage dans les milieux économiques. Le premier oppose ceux qui estiment que la déflation continue de menacer les économies avancées et ceux qui sont convaincus que l'inflation est sur le point de décoller. Nos analyses indiquent, pour leur part, qu'il ne faut s'attendre ni à une déflation ni à une envolée de l'inflation dans les dix prochaines années, même si des accélérations ponctuelles ne sont pas exclues. En fait, notre scénario de base estime même que l'inflation annuelle dans l'Union européenne et aux États-Unis sera la même aujourd'hui que dans dix ans. La Chine est le seul pays où nous prévoyons une forte progression de l'inflation (3,0%, contre 2,0% par an). De fait, nous pensons que la Chine (et les autres marchés émergents) seront davantage source d'inflation que de désinflation dans la décennie à venir.

Le second débat porte sur la possibilité d'une longue période de stagnation séculaire dans les économies développées. Sans faire preuve d'un optimisme débridé, nous ne sommes pas d'accord. Nous pensons en effet que le monde se trouve dans un cycle d'innovation radicale qui crée beaucoup de perturbations dans un premier temps, mais qui devrait ensuite entraîner une plus grande prospérité. C'est ce qui s'est produit par le passé. À côté de notre scénario central, *Horizon* propose un scénario alternatif, qui imagine ce qui se produirait si la diffusion de l'innovation (conjuguée à des réformes de l'offre et à un retour à la corrélation traditionnelle entre emploi et inflation, ce que les économistes appellent «courbe de Phillips») entraînait un raffermissement de la croissance et de l'inflation.

**Revenons à l'innovation, thème phare de vos perspectives économiques et de marché à long terme. Etes-vous «technoptimistes» ou «technopessimistes»?**

Aucun des deux. Nous sommes «technoréalistes». Mondiale dans son impact et exponentielle dans son évolution,

l'innovation est pour nous source de perturbations et de déflation (tout au moins au départ). L'innovation joue toujours un rôle important dans nos prévisions de croissance économique et de rentabilité des classes d'actifs. Nous continuons de penser que nous sommes à la veille d'une vague d'innovation technologique radicale. Cette innovation n'a guère dopé la productivité pour le moment, parce qu'elle n'a fait que bouleverser des secteurs traditionnels sans augmenter la demande mondiale. Mais nous sommes convaincus que nous approchons d'une diffusion plus généralisée de l'innovation, qui aura un impact fondamental sur les économies au sens large. À terme, l'accélération de la croissance des salaires pourrait constituer l'un des facteurs nécessaires à un boom de l'investissement lié à l'innovation, servant de catalyseur à la productivité mondiale. Mais d'aucuns diront que cette vague d'innovation modifiera le rôle des êtres humains dans le processus de production et que, ce faisant, elle renforcera les inégalités en écartant les travailleurs mal armés pour faire face au progrès technologique ou en les contraignant à réduire leurs prétentions salariales.

**Autre thème étudié en profondeur dans *Horizon*: l'essor de la dette privée**

La dette privée (c'est-à-dire celle des ménages et des entreprises non financières) pèse de plus en plus lourd en proportion du PIB. Même si elle reste gérable, c'est un point qu'il conviendra de surveiller. Nous sommes particulièrement attentifs à la Chine, où la dette privée représentait 194% du PIB fin 2017. La dette chinoise a quadruplé depuis 2008: c'est l'un des talons d'Achille de l'économie mondiale. ■

# La dette mondiale s'alourdit

L'accumulation de la dette chinoise demeure préoccupante, mais la situation dans certains pays européens et aux Etats-Unis doit aussi être surveillée de près.

«Sans réaction immédiate, la Chine pourrait vivre un *Moment Minsky*»

À la fin de la période qui a précédé la crise financière, plusieurs pays de la zone euro, encouragés par des conditions financières favorables et une forte croissance de la demande, avaient accumulé une importante dette intérieure. L'endettement du secteur privé pour l'ensemble de la zone euro était ainsi passé de 115% du PIB en 1999 à 164% du PIB à la mi-2019, et il se situait toujours à 160% du PIB au troisième trimestre 2017.

Des quatre plus grandes économies européennes, l'Allemagne est la seule à avoir vu son ratio d'endettement diminuer depuis 2000, tombant de 125% en 1999 à 108% au troisième trimestre 2017. La France a évolué en sens inverse, puisque la dette privée rapportée au PIB atteignait 192% au troisième trimestre 2017. En Espagne, après avoir atteint un pic à 218% du PIB mi-2010, l'endettement du secteur privé était retombé à 160% au troisième trimestre 2017.

Malgré les progrès réalisés par le secteur privé dans l'assainissement des bilans depuis la crise financière et la crise de la dette souveraine en zone euro, les niveaux de dette privée restent très élevés dans certains pays, à plus de 120% du PIB. Stimulé par une activité économique soutenue et

des conditions financières favorables, l'endettement des entreprises s'est à nouveau accru, augmentant la sensibilité à la hausse des taux d'intérêt. En effet, la dette du secteur privé en zone euro dépend pour près de deux tiers du secteur bancaire. Du fait de cette dépendance, la reprise en cours pourrait être l'occasion de parachever l'union des marchés des capitaux et d'aider les entreprises à diversifier leur financement entre dette et augmentation du capital. Il faut par ailleurs encourager les sociétés européennes à profiter de ces conditions économiques favorables pour reconstituer leur volant de fonds propres. Les décisions des gouvernements joueront également un rôle capital dans l'évolution de la situation de la dette en zone euro. Sachant que les taux d'intérêt devraient augmenter dans les années à venir, l'adoption de mesures macroprudentielles s'imposera pour éviter que l'histoire ne se répète.

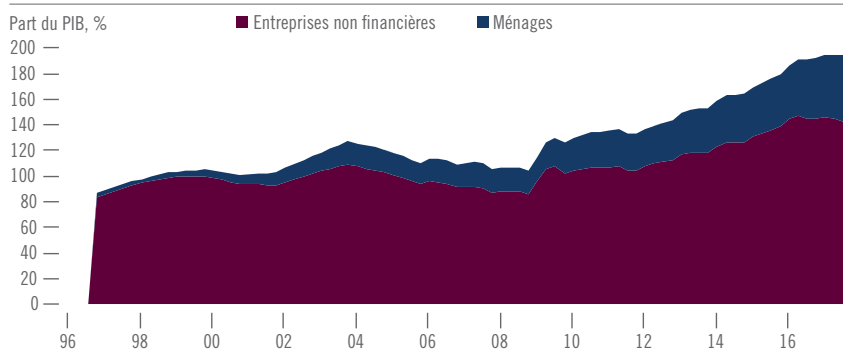
## LA DETTE CHINOISE: UN PROBLÈME POUR TOUT LE MONDE

Selon nos estimations, l'endettement du secteur privé chinois s'élevait à 156 000 milliards de renminbis au troisième trimestre 2017, soit 194% du PIB du pays (voir graphique 1). Depuis fin 2008, la dette privée totale de la Chine a augmenté de 371%, et le ratio dette/PIB de 91 points de pourcentage.

La plus grande partie des émissions vient des entreprises non financières, avec 74% du total de la dette privée chinoise, soit 143% du PIB. Suivent les ménages et les administrations publiques (gouvernement central et autorités locales), dont la dette représente 51% et 45% du PIB, respectivement.

Plusieurs raisons expliquent l'attention suscitée par la dette chinoise.

GRAPHIQUE 1: RATIOS DETTE PRIVÉE/PIB CHINOIS



Source: Pictet WM - AA&MR, PBoC, NBS, SAFE, ministère des Finances, CASS, Wind

Premièrement, l'éclatement d'une bulle du crédit en Chine serait très lourd de conséquences. Car si, à 51%, l'endettement des ménages chinois rapporté au PIB compte parmi les plus faibles des grandes économies, la dette privée totale est l'une des plus élevées. Et une tourmente financière en Chine pourrait entraîner d'énormes turbulences sur les marchés. Deuxièmement, cette dette s'accroît à une vitesse fulgurante. Troisièmement, l'endettement des entreprises non financières est particulièrement inquiétant. A 143% du PIB, ce segment présente un endettement deux fois plus important que son homologue américain. Enfin, l'essor rapide du secteur flou et peu réglementé du système bancaire parallèle (*shadow banking*) dans la création de crédit en Chine suscite l'inquiétude.

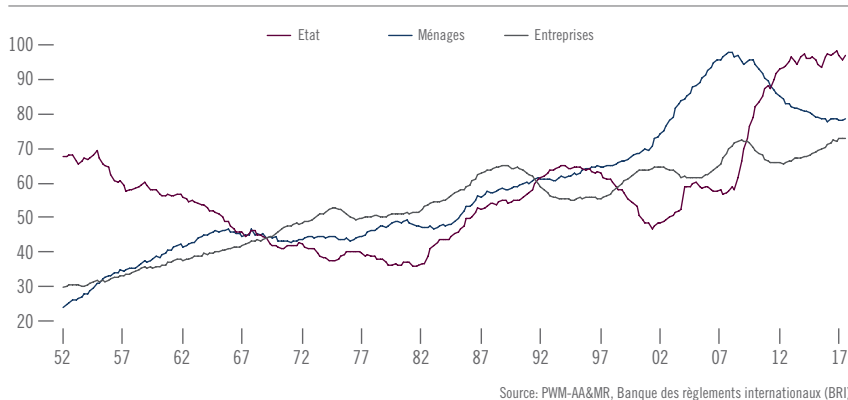
Pour autant, la dette chinoise présente des caractéristiques spécifiques qui limitent la vulnérabilité du système à un krach et qui la rendent durable sur une période bien plus longue qu'on pourrait le croire.

D'abord, la dette chinoise est en très grande partie domestique. Fin 2016, la dette extérieure représentait moins de 5% de la dette chinoise totale, ou 12,7% du PIB, soit le niveau le plus bas parmi les grandes économies, en demeurant sensiblement inférieure aux niveaux observés au Mexique avant la crise du peso en 1982 ou dans d'autres pays asiatiques avant la crise financière de 1997.

Ensuite, environ deux tiers de la dette d'entreprise non financière a été contractée par des entreprises publiques, dont les principaux créanciers sont des banques détenues par l'Etat. Dès lors que les deux parties aux transactions sont généralement contrôlées par le gouvernement chinois, les défauts de paiement sont rares, surtout quand les enjeux sont élevés.

Reste que l'endettement ne peut continuer à augmenter sans conséquences. Il présente a minima un risque de mauvaise allocation du capital, assurant la survie de sociétés zombies aux dépens d'éléments plus viables de l'économie. Si le problème devait s'aggraver, la situation deviendrait impossible à gérer, même pour

**GRAPHIQUE 2: DETTE EN % DU PIB AMÉRICAIN**



Source: PWM-AA&MR, Banque des règlements internationaux (BRI)

un gouvernement aussi dirigiste. Et sauf action immédiate visant à limiter l'augmentation de la dette chinoise, un «Moment Minsky» (autrement dit un effondrement soudain et massif des cours des actifs après une longue période de spéculation financée par l'emprunt) paraît inévitable à terme.

Heureusement, les autorités prennent le problème au sérieux, et depuis le deuxième semestre de 2016, toute une série de mesures visant à brider l'endettement ont été introduites.

Du côté des ménages, les efforts se concentrent sur le contrôle des prêts hypothécaires – composante majeure de la dette des ménages –, via la limitation des achats immobiliers spéculatifs. Dans le cadre de sa réforme axée sur l'offre, le gouvernement a également sensiblement réduit les surcapacités dans certains secteurs. Ainsi, les capacités de production du secteur de l'acier et de l'industrie charbonnière sont sur la voie d'une réduction de près de 10% depuis le pic atteint en 2015. Ces mesures ont sensiblement amélioré la rentabilité des autres sociétés et leur capacité à servir leur dette.

Ces politiques, conjuguées à une augmentation du PIB nominal, se sont traduites par une décélération significative de l'accroissement de la dette privée chinoise depuis le deuxième semestre 2016. En outre, le gouvernement central s'attèle désormais au problème de l'endettement du secteur financier et du secteur public, via l'adoption de mesures visant à améliorer la transparence du système bancaire et un examen plus rigoureux des projets d'infrastructures des gouvernements locaux.

Si affirmer que le problème de la dette chinoise est résolu nous semble prématuré, force est de constater que les choses évoluent dans la bonne direction. Pour l'heure, la vigilance reste toutefois de mise.

### ÉTATS-UNIS – FORTE AUGMENTATION DE LA DETTE PUBLIQUE ET DE LA DETTE D'ENTREPRISE

L'endettement des ménages s'est sensiblement réduit aux Etats-Unis depuis la crise des *subprimes*, passant de 98% du PIB au premier trimestre 2008 à 79% au troisième trimestre 2017, selon les données de la Banque des règlements internationaux (voir graphique 2).

Cette baisse repose toutefois sur une forte réduction de la dette hypothécaire, d'autres segments de l'endettement des ménages ayant en revanche continué d'augmenter, à commencer par les crédits automobiles et les prêts étudiants. La dette non hypothécaire est ainsi passée de 20% du PIB au deuxième trimestre 2013 à 21,6% au troisième trimestre 2017.

La détérioration de la qualité du crédit et l'accroissement des défauts de paiement observés ces derniers mois ont suscité une certaine perplexité, en dépit d'améliorations sensibles sur le marché de l'emploi et dans l'économie en général. Ils confortent toutefois la perception d'un redressement inégal au sein des ménages américains. Certains n'ont connu qu'une augmentation marginale de leurs revenus et peinent déjà à rembourser les sommes dépensées par leurs cartes de crédit. Et la situation pourrait encore se détériorer puisque le taux de base (le taux d'intérêt minimum

applicable aux emprunts de liquidités) augmente dans le sillage des relèvements de taux de la Réserve fédérale américaine (Fed). Avec un peu de chance, la hausse des taux d'intérêt sera compensée par une accélération et un élargissement de la croissance des salaires.

Le resserrement des taux de la Fed met aussi en lumière la forte augmentation de la dette publique, qui est passée de 57,7% du PIB au quatrième trimestre 2007 à 97,0% au troisième trimestre 2017. La situation n'est pas

encore alarmante compte tenu des taux d'intérêt très bas de cette dette. Selon le Bureau du budget du Congrès américain (CBO), le service de la dette ne devrait représenter qu'1,6% du PIB américain en 2018. Mais sans une stratégie rigoureuse de réduction, le déficit devrait dépasser les 5% du PIB en 2022, toujours selon le CBO.

L'accélération de la croissance du PIB et de la productivité, le cas échéant, constituera la clé de voûte de la soutenabilité de la dette américaine, tant privée que publique. Il

faut donc espérer que l'augmentation récente des investissements se traduira par un potentiel de croissance accru. Faute de quoi la Réserve fédérale pourrait se voir contrainte d'«amortir» cette dette d'une manière ou d'une autre – avec les conséquences très incertaines que cela implique. ■



**DONG CHEN,**

Economiste senior Asie  
Pictet Wealth Management

HORIZON ÉDITION SPÉCIALE

## L'Asie devient source d'inflation

Depuis vingt ans, la Chine et certains pays asiatiques exercent des forces déflationnistes sur l'économie mondiale. Mais cela pourrait bientôt changer.

L'intégration grandissante du commerce, de la finance et de la production a rendu l'inflation de plus en plus sensible aux facteurs mondiaux. Importants bassins de main d'œuvre bon marché, les marchés émergents asiatiques, Chine en tête, exercent des pressions déflationnistes sur l'économie mondiale. Mais la raréfaction du personnel pourrait transformer l'Asie en exportatrice d'inflation.

En Chine, la population en âge de travailler a atteint un pic et, depuis 2011, l'offre de main d'œuvre urbaine ne répond plus à la demande. Pour le ministère de l'Emploi et de la Sécurité sociale, les villes chinoises souffrent, depuis 2001, d'une pénurie d'effectifs qui s'est encore aggravée avec l'essor des services. Et l'étroitesse du marché du travail dope les salaires. En 2012, la hausse du revenu disponible des populations urbaines a commencé

à dépasser la croissance du PIB nominal, inversant une situation qui prévalait depuis 2003 au moins. Cette même année, la part des salaires dans le PIB a par conséquent entamé un rebond, après deux décennies de recul.

La contraction de la main d'œuvre disponible et la hausse des coûts salariaux devraient maintenir des pressions inflationnistes sur l'économie chinoise. Sur le plan de la demande, l'augmentation du revenu des ménages stimule fortement la consommation, ce qui pourrait faire grimper les prix. Du point de vue de l'offre, les salaires progressent plus rapidement que la productivité. Les entreprises finiront donc tôt ou tard par relever leurs prix pour compenser la hausse du coût de la main d'œuvre, notamment dans le secteur des services, généralement à plus forte intensité de main d'œuvre que l'activité manufacturière, et dont



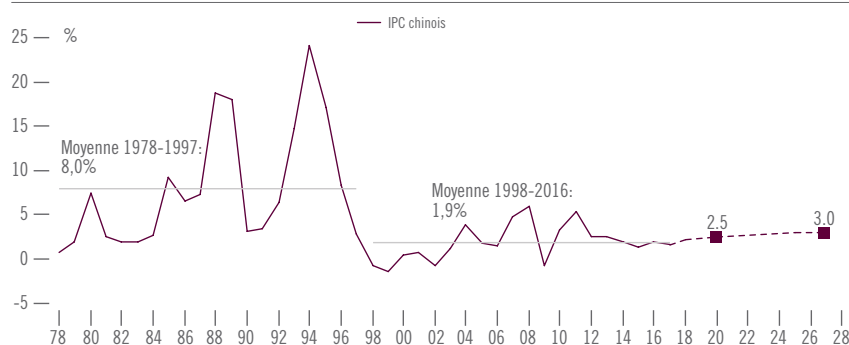
la productivité progresse plus difficilement. Depuis 2002, date de la première publication de l'indice des prix à la consommation (IPC) pour les services chinois, l'inflation dans les services est généralement supérieure à celle des autres produits non alimentaires. Un schéma qui pourrait perdurer, la consommation de la classe moyenne chinoise s'axant de plus en plus sur les services, au détriment des biens.

Selon une récente étude de la Banque des règlements internationaux, qui établit un lien positif entre l'inflation et le taux de dépendance d'un pays, l'augmentation des prix

entamé en Asie. Dans les dix prochaines années, la croissance de la population active des trois pays émergents les plus peuplés (Chine, Inde et Indonésie) va considérablement ralentir. A eux trois, ils afficheront une hausse nette de la population en âge de travailler d'environ 121 millions sur la période, soit pour moitié inférieure à celle de la période de 2004 à 2014 (248 millions), et bien moindre qu'entre 1994 et 2004 (303 millions).

De l'autre, parce que si les entreprises peuvent réduire leurs coûts salariaux en quittant la Chine, elles se heurtent généralement à une produc-

### GRAPHIQUE 1: L'INFLATION CHINOISE PROGRESSE MAIS DEMEURE STABLE



Source: Pictet WM – AA&MR, Bureau national des statistiques chinois

à la consommation en Chine pourrait atteindre environ 3% d'ici 2025 et rester à ce niveau jusqu'à la fin de la décennie. Soit une hausse d'environ un point de pourcentage par rapport à la moyenne de 1998 à 2016 (graphique 1).

La Chine étant le principal centre manufacturier au monde, si l'inflation, induite par la hausse du coût du travail, y progresse, les effets pourraient se faire sentir à l'échelle planétaire. Bien sûr, les entreprises peuvent en partie compenser les pressions sur les prix en s'approvisionnant dans des pays moins chers. De fait, beaucoup de fabricants à forte intensité de main d'œuvre ont déjà délocalisé leurs ateliers de production dans des pays où le coût du travail est près de moitié inférieur, à l'instar du Vietnam et de l'Indonésie - une tendance amorcée après la crise financière, qui se poursuit aujourd'hui encore.

Mais cette migration industrielle ne saurait compenser entièrement les pressions inflationnistes chinoises. D'une part, parce que le dividende démographique est déjà largement

activité moindre et à des coûts, notamment logistiques, plus élevés dans les pays d'accueil. Les coûts totaux pourraient même parfois s'avérer supérieurs. Dans nombre de secteurs manufacturiers, aucun pays émergent ne possède une chaîne logistique aussi complète que la Chine et le volume de production chinois est en général difficile à répliquer ailleurs, du moins à court terme. Il est donc très peu probable que les pressions inflationnistes induites par les fabricants chinois soient totalement résorbées par la délocalisation industrielle.

Outre la hausse des coûts salariaux, certaines des politiques de rééquilibrage de l'économie voulues par le gouvernement chinois amplifieront l'inflation mondiale, ne serait-ce que dans les toutes prochaines années.

Dans le cadre de sa nouvelle politique de l'offre, le gouvernement chinois pousse ainsi de manière agressive à réduire les surcapacités dans certaines industries lourdes. A titre d'exemple, dans la sidérurgie, le gouvernement a fixé un objectif de

réduction des capacités de production totales de près de 9% d'ici 2020 (environ 103 millions de tonnes) par rapport au pic atteint en 2015. Un objectif similaire a été fixé pour l'exploitation charbonnière. Au troisième trimestre 2017, la baisse totale des capacités de production d'acier avait atteint 100 millions de tonnes (*graphique 2*) et plus de 400 millions de tonnes pour l'extraction de charbon.

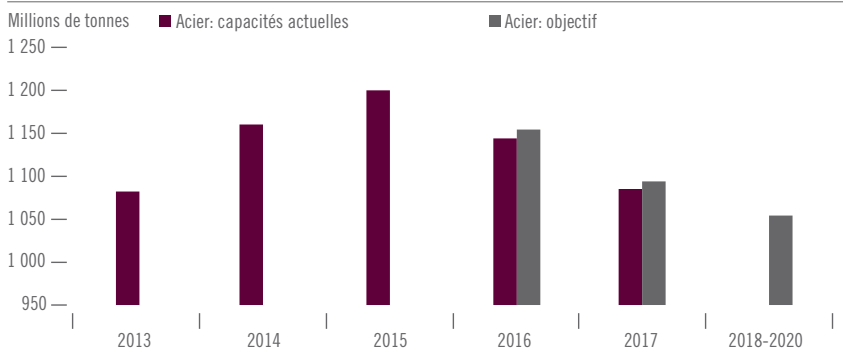
La Chine étant le principal producteur d'acier au monde, cette politique drastique a fait bondir les prix au niveau international. Il en a été de même pour le charbon. Autre matière première dont les capacités sont très excédentaires en Chine, l'aluminium pourrait être le prochain dans la ligne de mire du gouvernement. Ces mesures pourraient à court terme alimenter une hausse des prix de certaines matières premières industrielles clés, qui finira par se répercuter

sur les prix à la consommation dans le monde entier.

Le gouvernement chinois devrait par ailleurs encore durcir le ton en matière de contrôle de la pollution, dans l'espoir d'assurer au pays une croissance de qualité. Selon les chiffres du ministère de l'Environnement, au premier semestre 2017, le nombre des fermetures d'usines, définitives ou temporaires, pour violation des normes environnementales a plus que triplé par rapport au premier semestre 2016. Une récente étude de la banque d'investissement CLSA suggère que les coûts de production de certaines industries polluantes pourraient augmenter de 7% en cas d'application stricte des normes environnementales existantes. Ces frais supplémentaires, au même titre que la hausse des coûts salariaux, ne devraient pas être totalement compensés par le recours à des fournisseurs étrangers. A terme, ils pourraient ainsi progressivement faire augmenter les prix à la consommation dans d'autres points du globe.

En résumé, après avoir été une force déflationniste pendant plus de vingt ans, l'Asie semble petit à petit se muer en exportatrice d'inflation. Cela pourrait être un processus potentiellement lent et décousu du fait d'avancées technologiques imprévues. Mais l'Asie et, plus généralement, les marchés émergents devraient à tout le moins cesser d'être une source de déflation pour l'économie mondiale dans les dix prochaines années. ■

## GRAPHIQUE 2: CAPACITÉS DE PRODUCTION D'ACIER DE LA CHINE



Source: Pictet WM – AA&MR, Commission de la réforme et du développement chinoise

**JACQUES HENRY**

Stratégiste senior *cross-asset*  
Pictet Wealth Management

## Les surprises haussières sont à la base de solides résultats

Les attentes en matière de bénéfices ont progressé, notamment pour les valeurs financières et énergétiques, mais le tableau est moins réjouissant en ce qui concerne les secteurs défensifs.

**GREGORY KUNZ**

Responsable de la recherche actions  
Pictet Wealth Management

La dynamique des bénéfices est restée forte au cours des quatre premiers mois de 2018, la croissance des bénéfices à l'échelle mondiale étant prévue autour de 14,6% cette année, soit près de 4% de plus que ce que les investisseurs anticipaient fin décembre. Le S&P 500 continue de faire la course en tête (*voir graphique*), en partie grâce aux réductions d'impôts et au repli du dollar. Dans la zone euro, la croissance des bénéfices sur l'année devrait être favorable, bien qu'un raffermissement de l'euro ait entraîné des révisions à la baisse ces derniers temps.

Près de 460 sociétés du S&P 500 avaient annoncé leurs bénéfices du premier trimestre à la mi-mai, les deux tiers d'entre elles ayant dépassé leurs prévisions de chiffre d'affaires et de résultat net. La hausse surprise moyenne en termes de chiffre d'affaires (+1,6%) et de résultat net (+3,3%) est également plus élevée qu'au trimestre précédent. Dans l'ensemble, la croissance du chiffre d'affaires s'est révélée aussi bonne que les résultats des entreprises, dopés par les baisses d'impôts. Les chiffres européens n'ont pas été aussi favorables, mais plus de la moitié des entreprises du Stoxx Europe 600 qui avaient annoncé leurs résultats mi-mai affichent des revenus et des résultats nets nettement supérieurs aux attentes.

Dopés par ces excellents résultats du premier trimestre, les prévisions de croissance des bénéfices aux Etats-Unis en 2018 avaient dépassé les 21% début mai. Ce chiffre est proche de l'estimation initiale que nous avons faite lors de l'annonce des réductions d'impôt américaines en décembre dernier. Il est intéressant de noter que cette hausse des prévisions de croissance concerne tous

les secteurs aux Etats-Unis. Les tendances sectorielles ont été proches les unes des autres, et suivies par les bénéfices, mais certains faits intéressants méritent d'être soulignés.

Les plus fortes surprises positives en termes de bénéfice par action (BPA) sont venues des valeurs industrielles, des secteurs de la consommation cyclique, de l'énergie et de l'informatique, tandis que les secteurs défensifs (comme les biens de consommation courante) soit ne répondaient pas aux attentes, soit n'annonçaient que des surprises légèrement positives.

L'évolution déjà positive des attentes s'est poursuivie au premier trimestre pour les valeurs financières (soutenues par la hausse des taux), ainsi que pour le pétrole et le gaz (soutenus par la hausse des prix du pétrole). Parallèlement, les perspectives des valeurs technologiques en matière de bénéfices restent aussi favorables que jamais (la croissance des bénéfices du secteur en 2018 a été révisée de 18,9 à 21,2%), ce qui est rassurant compte tenu des préoccupations relatives à la confidentialité et aux difficultés réglementaires auxquelles Facebook doit faire face.

**L'énergie** a fait l'objet d'un regain d'intérêt de la part des investisseurs depuis début mars et se classe à présent parmi les secteurs les plus performants depuis le début de l'année, sous l'effet de la hausse des prix du pétrole. Les fondamentaux devraient rester solides à court terme, comme en témoigne la baisse rapide des stocks de pétrole à l'échelle mondiale, même si l'élimination des goulets d'étranglement dans la production américaine est susceptible d'assombrir les perspectives du secteur en stimulant l'offre de pétrole.

Le **secteur américain de la technologie**, affaibli par les mauvaises nouvelles et des niveaux de valorisation élevés en mars, a néanmoins enregistré d'excellents résultats. Après beaucoup d'agitation sur les marchés, les rapports rassurants publiés par de grandes entreprises comme Facebook et Google ont confirmé que les perspectives bénéficiaires de l'ensemble du secteur en matière de bénéfices restaient positives.

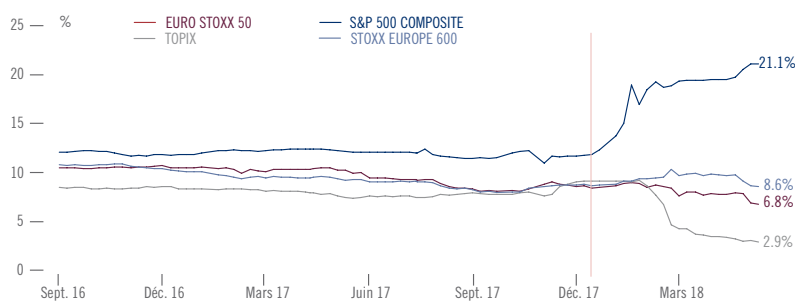
Parmi les **valeurs industrielles**, les gains affichés n'ont guère contribué à la hausse des cours, tandis que les déceptions étaient sévèrement punies; les pressions sur les marges liées à la hausse du coût des matières premières devenaient un thème récurrent, tandis que les comparaisons avec les trimestres précédents en termes de ventes devenaient plus difficiles. La perspective d'un conflit commercial n'a pas non plus aidé le secteur. Il est possible que nous soyons entrés dans une phase de contraction des niveaux de valorisation qui exige une certaine patience. Et c'est peut-être le moment d'examiner de façon opportuniste les entreprises cycliques de qualité.

La dichotomie en termes de bénéfices entre, d'une part, les entreprises du secteur des **biens de consommation discrétionnaire** et, de l'autre, celles du secteur des **biens de consommation courante**, est frappante. Les premières ont bénéficié d'une explosion des dépenses chinoises dans quasiment toutes les catégories, ce qui s'est traduit par une accélération de la croissance des conglomérats du luxe au

premier trimestre. À l'inverse, les entreprises du secteur défensif des biens de consommation courante ont enregistré des résultats peu encourageants, toujours dominés par la faible évolution des parts de marché et la perturbation des circuits de distribution.

Le secteur **des services aux collectivités** est singulier. Dans un contexte macroéconomique favorable marqué par la hausse des taux, les services aux collectivités ont tendance généralement à sous-performer, les investisseurs étant peu attirés par leurs dividendes élevés et leur cadre réglementaire. Or, les actions dans ce secteur ont surperformé dans toutes les régions depuis le début de l'année, sans qu'il y ait eu de révisions haussières significatives des bénéfices. Ce phénomène est-il lié aux préoccupations exprimées dans certains milieux quant aux perspectives économiques? Nous l'ignorons pour l'instant et restons optimistes en ce qui concerne les économies américaine et européenne pour le reste de l'année. Mais ce type d'évènement de marché doit être suivi de près. ■

#### CROISSANCE ANTICIPÉE DES BÉNÉFICES EN 2018 (À LA MI-MAI)



Source: Pictet WM-AA&MR, Factset, 10 mai 2018

## LES FUSIONS/ACQUISITIONS RESTENT IMPORTANTES... MAIS LES TRANSACTIONS «BON MARCHÉ» SONT RARES

Jusqu'ici, cette année, les rendements des actions se sont avérés assez décevants et la volatilité des marchés a été beaucoup plus élevée qu'en 2017. Mais cette situation n'a été alimentée ni par de mauvaises conditions économiques, ni par une dégradation des fondamentaux des entreprises. Par ailleurs, les fusions/acquisitions ont soutenu les marchés. De fait, l'accélération de ces opérations observée dans la plupart des régions montre que les investisseurs ne sont pas trop pessimistes, ce qui devrait aider les marchés actions dans les mois à venir.

Au cours des quatre premiers mois de l'année, 41 transactions d'une valeur supérieure à 1 milliard de dollars ont été annoncées aux Etats-Unis, 30 en Europe et 20 au sein des marchés émergents. L'annualisation de ces chiffres montre une augmentation par rapport à 2017 dans toutes ces régions, la plus forte accélération étant affichée en Europe et sur les marchés émergents. Ces chiffres de fusions/acquisitions annualisés représentent 4% de la capitalisation boursière actuelle aux Etats-Unis et 9% en Europe. La valeur cumulée des transactions réalisées au cours des quatre premiers mois de 2018 est tout aussi impressionnante: 284 milliards de dollars aux Etats-Unis, 293 milliards en Europe et 96 milliards au sein des marchés émergents.

La prime versée par les acquéreurs cette année a été généreuse: environ 30% de la valeur de marché aux Etats-Unis et plus de 40% en Europe, ce qui est nettement plus élevé que la moyenne observée en 2017. Les multiples de valorisation (en termes d'EV/EBITDA) ont été proches de 13x aux Etats-Unis. Les plus importantes transactions ont été réalisées dans le secteur de la santé, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, puis dans les secteurs de la technologie aux Etats-Unis et de la consommation cyclique en Europe.

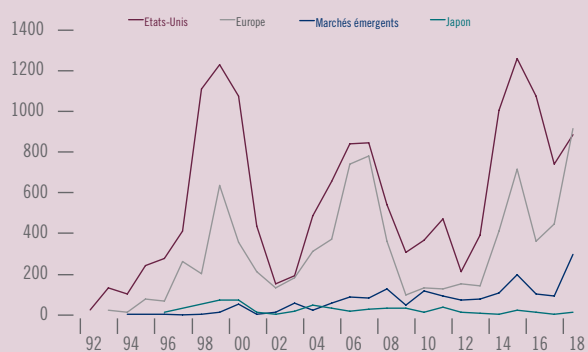
Les taux d'intérêt à long terme ont augmenté en 2018, tant pour les titres souverains que pour les entreprises, ce qui a eu un impact sur le type d'opérations de fusion/acquisition réalisées. Le nombre d'opérations réalisées uniquement en liquidités a augmenté au cours de l'année, ce qui laisse à penser que les entreprises se tournent vers le financement par emprunt avant que de nouvelles hausses de taux n'interviennent.

Depuis 1992, en moyenne 19% des transactions annoncées ont échoué ou n'ont jamais été finalisées. Historiquement, les transactions importantes ont été plus susceptibles d'échouer en Europe qu'aux Etats-Unis (20,6% d'entre elles ont échoué en Europe selon notre analyse, contre 17,5% aux Etats-Unis). Le traitement réservé par les autorités aux mégatransactions peut en partie expliquer cette différence, les

règles antitrust étant souvent perçues comme plus strictes en Europe qu'aux Etats-Unis.

Au Japon, les fusions/acquisitions domestiques ont toujours été timides, le volume des transactions représentant moins de 1% de la capitalisation boursière depuis 2012. La promotion de cette activité n'a pas été l'un des objectifs de la politique des Abenomics, même si les fusions pourraient permettre d'améliorer l'efficacité et de gérer les excédents de trésorerie des entreprises. Cela étant, les entreprises nippones restent très actives hors du Japon, avec des acquisitions d'une valeur de 97 milliards de dollars réalisées depuis le début de l'année. ■

## VALEUR DES OPÉRATIONS DE FUSION/ACQUISITION (EN MILLIARD DE DOLLARS) JUSQU'À LA MI-MAI 2018



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



**QUEL POURRAIT ÊTRE L'IMPACT DES DROITS DE DOUANE?**

**Les conséquences d'une nouvelle escalade des tensions commerciales pourraient être considérables. Et certains secteurs, comme les valeurs industrielles, semblent particulièrement exposés.**

Des tensions commerciales sont apparues ces derniers mois suite à la menace des Etats-Unis d'augmenter les taxes à l'importation dans différents secteurs. Et en cas de nouvelle escalade, certains pays comme l'Allemagne savent que leurs excédents bilatéraux avec les USA les rendent vulnérables aux menaces américaines d'imposer de nouveaux droits de douane sur les importations automobiles européennes, par exemple. La mondialisation des chaînes de valeur et la dépendance d'économies comme celle de l'Allemagne vis-à-vis de la demande extérieure font que l'Europe a beaucoup à perdre, les échanges commerciaux nets ayant représenté environ le quart de la croissance du PIB de la zone euro en 2017. Par ailleurs, une détérioration durable de la confiance

des entreprises sous l'effet de ces tensions commerciales pourrait affecter à terme l'investissement.

Dans l'intervalle, les efforts visant à résoudre ces différends commerciaux continuent, Washington et Pékin commençant à afficher une certaine flexibilité. Mais le commerce n'est qu'un aspect de la concurrence bien plus large que se livrent les deux pays pour s'assurer un avantage stratégique au niveau mondial. Il s'ensuit que le différend qui les oppose concernant les droits de douane pourrait se montrer difficile à résoudre. Le gouvernement chinois est certes fortement enclin à éviter une guerre commerciale, mais il nous paraît peu susceptible de plier face aux menaces de Trump, et le chemin vers la conclusion d'un accord définitif pourrait s'avérer long et tortueux. En attendant, toute escalade nous paraît susceptible de plomber le sentiment des entreprises des deux pays et de contribuer à la nervosité des marchés financiers. ■



**FERNAND PACICCA,**

Gérant d'investissement senior  
Pictet Wealth Management

## Les tensions nuisent aux entreprises industrielles

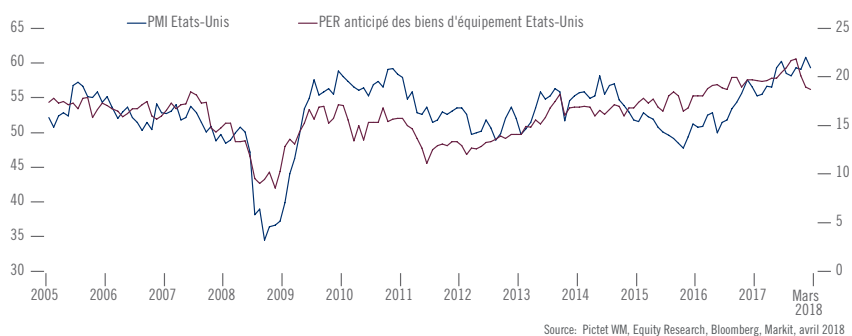
Une éventuelle guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine aurait de graves conséquences pour certains segments du secteur industriel mondial, comme en témoignent quelques exemples.

**Métaux importés.** Les sanctions imposées aux entreprises russes sont à l'origine de la hausse des prix des métaux (aluminium, nickel et cuivre) depuis le début de l'année, et les pressions sur les cours d'autres métaux pourraient s'intensifier. La Russie est notamment un fournisseur important de titane, métal essentiel à l'industrie aéronautique. Mais cette dernière, globalement, ne devrait pas être affectée par les taxes sur les importations de métaux, et ce pour trois raisons: 1) la valeur ajoutée très importante apportée réduit l'impact des prix des matières premières; 2) le contenu en acier et en aluminium des

produits concernés est de plus en plus faible (les nouveaux avions comme l'A350 ou le 787 sont constitués à plus de 50% de matériaux composites); et 3) les avionneurs ont recours dans leurs contrats à des clauses d'indexation qui leur permettent de répercuter la hausse des coûts des matières premières. En revanche, le secteur pourrait être affecté par des pénuries de métaux (titane principalement) et par la situation financière des compagnies aériennes.

Dans le segment des machines-outils, les fabricants d'équipements agricoles, miniers et destinés au secteur du pétrole et du gaz sont les mieux placés

## GRAPHIQUE 1: CORRÉLATION ENTRE LE PMI MANUFACTURIER AMÉRICAIN ET LES PER À 12 MOIS DES FABRICANTS DE BIENS D'ÉQUIPEMENT



pour répercuter la hausse des prix des métaux importés grâce à la consolidation du secteur. À l'inverse, les marges des fabricants de camions, de grues et d'engins d'excavation sont plus menacées, car ils sont en concurrence sur des marchés plus fragmentés et moins rationnels.

**Importations chinoises en provenance des Etats-Unis.** La moitié des droits de douane que la Chine prévoit d'imposer sur les marchandises américaines vise les produits agricoles et les avions. Les taxes à l'importation modifieraient probablement les flux commerciaux, persuadant la Chine de s'approvisionner en soja auprès de pays comme le Brésil. Et cette décision pourrait nuire aux fabricants américains de machines agricoles, car la diminution des recettes des producteurs de soja américains se traduirait par une réduction des investissements.

La taxe sur les importations d'avions en provenance des Etats-Unis est plus complexe et vise les appareils pesant entre 15 et 45 tonnes. Elle pourrait donc concerner des avions de la taille du Boeing 737. Il est intéressant de noter que la masse à vide en ordre d'exploitation du nouveau 737-Max est de 45,07 tonnes. La Chine a actuellement commandé 236 exemplaires de cet avion, ce qui représente 5% du carnet de commandes de Boeing.

Nous sommes quelque peu sceptiques concernant l'aptitude de la Chine à maintenir de telles taxes sur les importations d'avions. Avec l'essor de la classe moyenne chinoise, le pays aura besoin de 7240 nouveaux avions (selon Boeing) d'ici 20 ans, pour une valeur d'USD 1100 milliards. Partant du principe que Boeing détient 50% du

marché, les taxes envisagées entraîneraient une augmentation d'USD 137,5 milliards du prix payé par les compagnies aériennes chinoises.

Ces dernières pourraient transférer leurs commandes à Airbus, mais il leur faudrait attendre de nombreuses années pour être livrées. De plus, l'aéronautique commerciale est une industrie stratégique pour la Chine. Les capacités chinoises dans ce domaine sont embryonnaires et le développement du secteur ne peut se réaliser sans l'aide d'Airbus ou de Boeing. Il est dès lors naturel que les Chinois se montrent moins agressifs dans leur approche du secteur aéronautique par rapport aux importations dans d'autres secteurs.

**Équipementiers chinois.** Si elles étaient mises en œuvre, les taxes américaines sur les marchandises importées auraient pour conséquence directe d'augmenter le prix des équipements chinois concernés. Cette situation pourrait également inciter les fabricants des autres pays à augmenter leurs prix, notamment quand la Chine est un fournisseur important. Les fabricants américains d'avions, d'équipements électriques, d'appareils électroménagers et de machines-outils pourraient ainsi voir le coût des intrants augmenter fortement, car ils dépendent largement de produits affectés par les droits de douane.

Qu'en serait-il des capacités de production excédentaires de la Chine dans ce scénario? La réponse est simple. Elles s'en iraient vers d'autres marchés, notamment l'Europe, intensifiant la concurrence et les pressions déflationnistes dans la région. Cela pourrait d'ailleurs amener l'Europe

à prendre des mesures protectionnistes qui entraîneraient immanquablement des contre-mesures de la part de la Chine.

Les droits de douane pourraient également se traduire par des investissements dans les régions qui les imposent. Mais ce scénario interviendrait uniquement si ces taxes étaient introduites sur une période de longue durée, et à supposer que la croissance des économies concernées se maintienne. C'est faire là une large supposition, car chacun sait que le protectionnisme conduit invariablement au déclin de la croissance de la richesse. A l'inverse, les taxes à l'importation pourraient également entraîner l'arrêt des investissements, les entreprises choisissant de rester dans l'expectative face au ralentissement des échanges commerciaux mondiaux, ce qui conduirait à une récession.

#### IMPACT SUR LES VALORISATIONS

La réaction initiale des entreprises américaines à l'escalade des tensions commerciales depuis mars a été négative. Les actions de Boeing, l'une des sociétés les plus sensibles à la croissance mondiale et à la Chine, ont chuté de 3,5% le jour de l'annonce des taxes sur les métaux importés, de 5,2% suite au projet de Washington de taxer

d'autres marchandises chinoises, et de 1,7% quand la Chine a riposté.

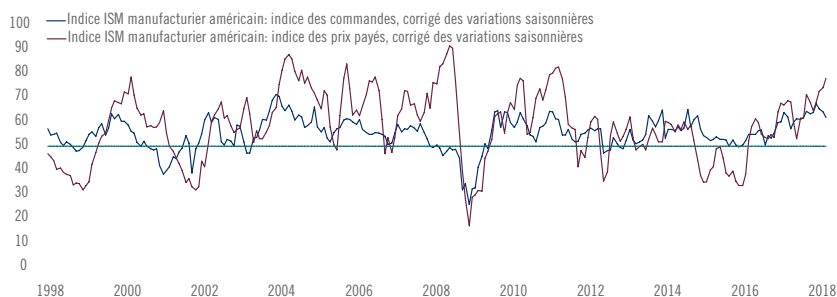
En revanche, le secteur industriel au sens large a à peine réagi à l'annonce des nouveaux tarifs douaniers. Pourtant, l'escalade de la guerre commerciale ne pourra pas manquer d'avoir un effet sur le sentiment des entreprises, l'inflation et les valorisations. Le secteur industriel est en effet très sensible à l'évolution des perspectives de la croissance mondiale. Dès lors, toute détérioration de la situation aura un impact négatif sur le sentiment. Les indices des directeurs d'achat chuteront, tout comme les valorisations du secteur, car la corrélation entre le sentiment et la prime de valorisation du secteur industriel est forte, à 77%.

La hausse des prix des intrants pour les entreprises américaines et chinoises pourrait avoir un fort impact et faire planer la menace d'une stagflation. Les commandes et les prix payés par les fabricants ont commencé à diverger récemment (voir graphique 2). A ce stade, il n'y a pas lieu de s'en inquiéter, mais toute augmentation durable de cette divergence pourrait dénoter un risque de stagnation, voire même de récession.

#### CONCLUSION

Globalement, l'escalade des tensions entre les Etats-Unis et la Chine ne fait que renforcer la probabilité de ralentissement d'un cycle économique déjà bien avancé. La nervosité des investisseurs est déjà palpable en ce sens que les cours des actions réagissent à toute révision à la baisse des prévisions de bénéfices des entreprises. L'intensification des tensions commerciales nuit au secteur des biens d'équipement américain et, potentiellement, à son pendant européen. Sachant que les entreprises industrielles disposent en général d'une présence mondiale, ce qui affaiblit les échanges commerciaux mondiaux affaiblit également le secteur. ■

**GRAPHIQUE 2: DIVERGENCE RÉCENTE ENTRE LES PRIX PAYÉS ET LES COMMANDES - INDICE ISM MANUFACTURIER**



Source: Pictet WM, Equity Research, Institute for Supply Management (ISM), avril 2018

**RODOLPHE RANOUIL**Responsable de la recherche obligataire  
Pictet Wealth Management

## Aiguillonner un marché du crédit vacillant

Déjà confrontés à la hausse des taux, certains segments de l'univers des obligations d'entreprise ont été ébranlés par la menace de barrières douanières et de sanctions commerciales.

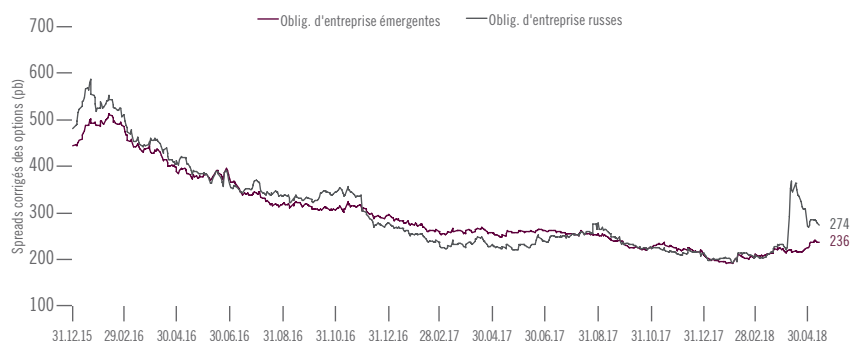
La menace de guerre commerciale a clairement donné une connotation négative aux marchés du crédit, déjà confrontés à l'évolution des taux d'intérêt et au retour de la volatilité des taux et des *spreads* induit par les politiques des banques centrales. Les négociations visant à résoudre les différends commerciaux entre la Chine et les Etats-Unis se situent encore dans leur phase initiale et leur issue pourrait ou entraîner une hausse de l'inflation mondiale ou nous rapprocher d'une récession. En outre, la série de décisions prises par la Maison Blanche ces derniers mois a été chaotique et a fortement perturbé certains marchés des matières premières, comme l'aluminium, ainsi que les chaînes d'approvisionnement.

S'agissant des effets des tensions commerciales sur les marchés du crédit, le premier cas qui vient à l'esprit est celui de Huawei, grand fournisseur chinois de solutions dans le secteur des technologies de l'information, qui s'apprêtait à lancer sa première émission d'obligations à 5 ans en euros

quand est tombée la nouvelle de l'ouverture d'une enquête du département de la Justice américain pour déterminer si le groupe avait enfreint les sanctions contre l'Iran. Face à cette nouvelle, intervenue peu après l'annonce par le département du Commerce des Etats-Unis de l'interdiction faite aux entreprises américaines de vendre des composants électroniques au géant chinois des télécommunications ZTE (qui devrait maintenant être levée grâce à un tweet du président Trump), Huawei a été contraint de reporter cette opération. Les «feuilletons» ZTE et Huawei signifient que les entreprises technologiques chinoises envisageant de faire appel aux marchés du crédit américain ou européen devront désormais payer davantage et/ou fournir des *covenants* (clauses de sauvegarde impliquant un remboursement anticipé) plus stricts.

La récente série de décisions américaines concernant les métaux de base (taxe de 25% sur les importations d'acier et sanctions contre le producteur russe d'aluminium Rusal) est

### LES OBLIGATIONS D'ENTREPRISE RUSSES SE SONT REDRESSÉES, MAIS PAS TOTALEMENT. SPREADS DES OBLIGATIONS DES MARCHÉS ÉMERGENTS



Source: ICE BofAML

susceptible d'entraîner une hausse du coût des fournitures pour les entreprises industrielles et leurs clients, selon la manière dont les équipes dirigeantes concevront les clauses d'indexation et leurs stratégies de tarification. Les équipementiers et les constructeurs automobiles américains semblent particulièrement exposés, mais ils devraient être en mesure de répercuter tout ou partie de la hausse du coût des importations d'acier et d'aluminium sur leurs clients finaux. De plus, l'impact initialement négatif sur les obligations d'entreprise suite à l'annonce du président Trump de barrières douanières et de sanctions s'estompe, en partie du fait de l'adoucissement des sanctions à l'encontre de Rusal. Les écarts de crédit des principaux émetteurs russes ont notamment effacé 60 à 75% de leur creusement initial suite à l'annonce des sanctions en avril.

Pour conclure, malgré l'octroi d'exemptions temporaires et d'autres efforts visant à apaiser les tensions, les droits de douane et les sanctions annoncées par les Etats-Unis sont synonymes d'incertitude au niveau des *spreads*, en particulier pour les secteurs et les régions les plus directement affectés par ces mesures. Elles interviennent alors même que les

valorisations des obligations d'entreprise sont déjà touchées par la hausse des taux sous-jacents et le creusement des *spreads*, en particulier sur le marché américain. A deux reprises cette année, l'annonce de tarifs douaniers et/ou de sanctions a mis fin à la tentative de rebond du marché et a même provoqué des replis importants. En outre, l'allègement de certaines des mesures initialement annoncées (comme les exemptions temporaires de taxes douanières et la levée de l'interdiction visant ZTE) n'a pas réellement contribué à soulager les marchés.

Les acteurs du marché ont beau souhaiter mettre entre parenthèses les droits de douane annoncés par Trump, les tensions commerciales ajoutent un degré d'incertitude et conduisent au repli d'un marché du crédit qui devenait déjà plus difficile à gérer. Dans un contexte de marché où la capacité des intermédiaires à absorber les risques devient rapidement saturée, l'impact des tensions commerciales sur les émissions d'obligations d'entreprise est susceptible d'être considérable, même si c'est parfois sans raison. ■

**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) S.A.







Suivez nous sur LinkedIn pour recevoir nos dernières infos.

[linkedin.com/company/pictet-wealth-management](https://www.linkedin.com/company/pictet-wealth-management)



Suivez-nous sur notre blog Pictet Wealth Management.

[perspectives.pictet.com](https://perspectives.pictet.com)



Suivez-nous sur Twitter pour lire les réactions rapides et engagées de nos spécialistes de l'investissement et de nos analystes.

[twitter.com/pictetwm](https://twitter.com/pictetwm)



Inscrivez-vous à notre chaîne YouTube pour visionner les derniers entretiens des spécialistes de Pictet consacrés aux stratégies d'investissement et aux questions macroéconomiques.

[youtube.com/pictetwm](https://www.youtube.com/pictetwm)