

20%

Part du revenu total contrôlé par les
1% d'Américains les plus riches
Page 3

1,5%

Nos prévisions de croissance pour la
zone euro cette année, contre 1,8%
avant le vote en faveur du Brexit
Page 4

7,4%

Croissance annuelle des investissements
chinois dans des actifs immobilisés en
mai, contre 10% durant les quatre mois
précédents

+7,9%

Hausse de l'indice MSCI UK Large Cap
en juin
Page 6

102

Taux de change du yen par rapport au
dollar américain fin juin, en hausse de
8% sur le mois
Page 7

8,8%

Excédent courant de l'Allemagne
par rapport à son PIB
Page 9

+12,7%

Performance des Bunds allemands à
30 ans en juin
Page 10

-0,52%

Prime de terme offerte par les bons du
Trésor américain à 10 ans à mi-juin
Page 12

Le vote en faveur du Brexit a un impact sur les différents scénarios macroéconomiques. Les stratégies quantitatives sont à la pointe en termes de recherche de rendements.

Juillet 2016

Perspectives

Le Brexit accentue les risques de clivage politique



César Pérez Ruiz,
directeur des investissements,
Pictet Wealth Management

Le vote du Royaume-Uni en faveur d'une sortie de l'Union européenne (UE) a secoué les marchés et révélé un pays profondément divisé. Le principal mécanisme de transmission de ce vote ailleurs en Europe est politique, avec une galvanisation des eurosceptiques dans plusieurs pays. Ainsi des partis populistes français, italiens et néerlandais ont-ils réclamé un référendum sur l'appartenance de leurs pays respectifs à l'UE. En réaction, les 27 Etats membres pourraient se montrer intransigeants dans les négociations de sortie avec le Royaume-Uni (R-U) afin de décourager les autres pays tentés par l'aventure, mais le risque d'effritement est bien réel.

Il est important de comprendre les raisons de cette crise. Elles sont nombreuses (politiques, historiques, institutionnelles), mais, par-delà le refus d'une immigration incontrôlée, l'un des thèmes récurrents expliquant la montée du populisme dans le monde occidental est l'inégalité, l'idée que les riches s'enrichissent pendant que les revenus des plus pauvres stagnent, cette assertion semblant d'ailleurs fondée, et étayée par diverses statistiques. Les économistes Thomas Piketty et Emmanuel Saez ont ainsi démontré qu'1% des Américains les plus riches percevaient 10% du revenu mondial à la fin des années 1970, et 20% en 2013. Parallèlement, les chiffres officiels révèlent, au mieux, une stagnation du revenu médian aux Etats-Unis depuis la fin du XX^e siècle.

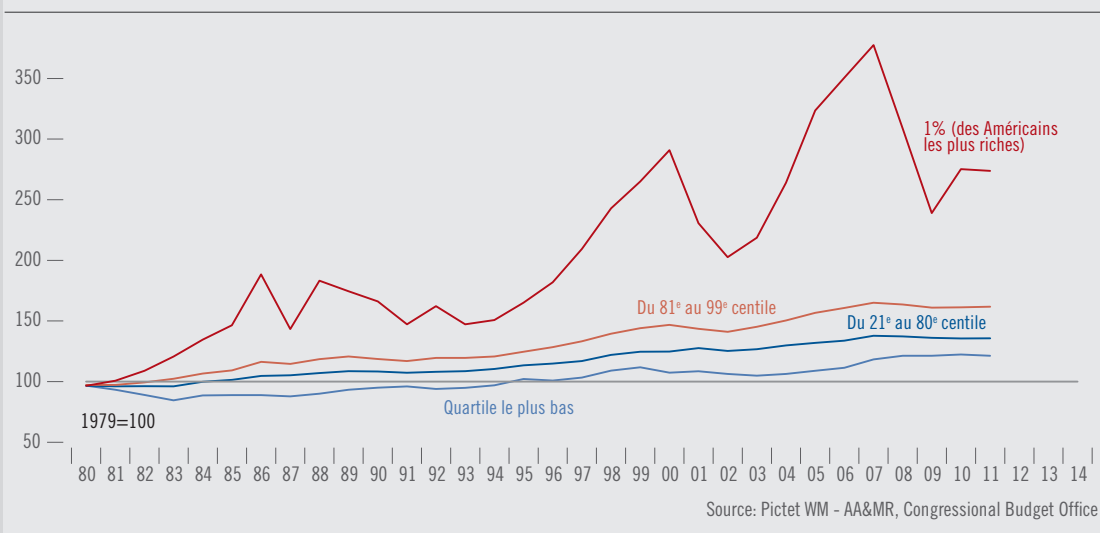
Qu'en est-il en Europe? L'INSEE a récemment révélé que le revenu médian français s'était contracté de 1,1% entre 2008 et 2013, tandis que le revenu des 10% des ménages les plus pauvres reculait de 3,5%. Il n'est donc pas surprenant que les régions du R-U (ce n'est pas le cas pour l'Ecosse) affichant les revenus médians les plus bas soient celles qui aient voté le plus massivement en faveur du Brexit, tandis que celles affichant les revenus médians les plus élevés votaient massivement pour rester.

L'Italie et l'Autriche seront les prochains terrains d'essai de différents mouvements populistes, avant des élections majeures en France et en Allemagne en 2017. Et le Premier ministre italien Matteo Renzi s'est engagé à démissionner en cas d'échec du référendum sur la réforme électorale, prévu en octobre. Le 1^{er} juillet, la cour constitutionnelle autrichienne a annulé les résultats des élections présidentielles de mai et demandé un nouveau tour de scrutin (probablement au début de l'automne). Les élections présidentielles américaines de novembre suscitent également l'inquiétude, le démagogue Donald Trump flattant les mêmes instincts que ceux qui ont animé la campagne du Brexit.

Ce vote en faveur du Brexit peut certes témoigner d'une montée exacerbée du populisme, en fonction du tour que prendra l'évolution de l'économie britannique. Mais les nouvelles élections législatives espagnoles du 26 juin n'indiquent pas forcément que le populisme gagne du terrain car le Parti populaire au pouvoir a remporté un plus grand nombre de sièges que lors des élections de décembre 2015, et le parti de gauche radicale Podemos a marqué le pas.

Quoi qu'il advienne, cette visibilité politique réduite complique les décisions d'investissement. Personne ne sait en effet quel chemin le R-U va emprunter désormais et le gouvernement britannique ne semble pas pressé d'activer l'article 50 du traité européen, qui lancerait de manière formelle le processus de sortie. L'abandon du processus de sortie ou, à l'inverse, une sortie rapide, accompagnée d'une délimitation claire des futures relations avec l'UE, permettrait d'améliorer la visibilité. Mais cela implique une prise de position ferme des dirigeants politiques et cela dépendra donc notamment de l'identité du prochain Premier

REVENU AMÉRICAIN RÉEL APRÈS IMPÔT: ÉVOLUTION PAR TRANCHE DE REVENU, 1975-2011



ministre et de sa capacité à rassembler le parti conservateur pour éviter des élections législatives anticipées. Nous suivons bien entendu de près les événements afin de déterminer leur incidence sur nos prévisions macroéconomiques et investissons en conséquence. Et nous avons d'ores et déjà profité du regain de volatilité induite par le vote en faveur du Brexit pour prendre des bénéfiques sur les options de vente que nous avons ajoutées aux portefeuilles actions en mai.

Mais le Brexit reste davantage une crise britannique et européenne qu'internationale, le R-U ne représentant que 4% du PIB mondial. Sans les faire totalement dévier, le Brexit pèse sur nos prévisions de croissance de l'UE et nous avons abaissé nos prévisions pour 2016 de 1,8% à 1,5%. La croissance des Etats-Unis, moins touchés par le Brexit et possédant une démographie plus favorable, devrait mieux résister que l'Europe. Cependant les problèmes d'inégalité sont loin d'y être résolus comme en Europe. Durant la majeure partie du cycle économique, la croissance de la productivité a été très lente des deux côtés de l'Atlantique, ce qui explique que les salaires n'aient que peu augmenté au cours des dernières années, contribuant ainsi au sentiment ressenti par beaucoup de ne pas profiter de la reprise économique... et l'attrait des solutions simplistes prônées par les populistes.

Des solutions radicales sont certes proposées pour régler les inégalités. Ainsi, la Suisse a organisé en juin un référendum sur l'adoption d'un revenu de base inconditionnel qui a rassemblé 24% des votes exprimés. Et des initiatives similaires devraient voir le jour en Europe dans les prochaines années.

Il existe toutefois des façons plus «classiques» de régler le problème de cette croissance faible ou atone qui a permis la montée du populisme. Après des années d'austérité, des efforts supplémentaires pourraient en effet être entrepris pour moderniser l'éducation, pour encourager l'entrepreneuriat et l'innovation et pour stimuler l'investissement dans les secteurs public et privé, par exemple. Et l'Europe ne parviendra à endiguer la montée du populisme que si elle s'attèle à résoudre le problème du manque de croissance des revenus des couches les plus modestes de sa population.

Le Brexit est porteur d'incertitudes, mais pas encore de risques systémiques

Le vote du 23 juin sur le Brexit a déclenché une tourmente sur les marchés financiers. Mais les banques centrales se tiennent prêtes à limiter les tensions. La Chine et les Etats-Unis, peu exposés au Royaume-Uni, se portent quant à eux toujours relativement bien.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Nadia Gharbi Frederik Ducrozet et Dong Cheng.

🚩 Bien que le Brexit nous ait incités à modérer nos prévisions de croissance pour le Royaume-Uni (R-U) et l'Europe, la situation n'a rien d'un épisode <Lehman>.

Naturellement, juin a été dominé par le référendum sur le Brexit au R-U et les marchés se sont effondrés après la décision des électeurs britanniques de quitter l'Union européenne (UE), avec des conséquences politiques en cascade. Nous avons donc réduit nos prévisions de croissance pour le pays en 2016 de 1,8% à 1,3%. L'inflation devrait y progresser de 0,9% au lieu de 0,7%, la faiblesse de la livre renforçant l'inflation importée. Mais les conséquences du Brexit ne se manifesteront pleinement qu'en 2017. Désormais, nous tablons l'année prochaine sur une croissance au R-U de 0,9%, bien inférieure à nos prévisions précédentes de 2,2%. Quant aux investissements étrangers, ils seront gelés dans l'attente de l'évolution de la situation, qui affectera aussi les dépenses de consommation. L'UE subira également les effets du Brexit et nous y attendons désormais 1,3% de croissance en 2017, au lieu de 1,7%.

Mais le Brexit est loin d'être un risque systémique comme celui qui a failli couler le système financier mondial en 2008, l'économie britannique ne représentant que 2% de celle du monde en parité de pouvoir d'achat. Ce vote n'aura donc qu'un impact léger, même s'il pèse sur une croissance mondiale déjà assez molle. Pour 2016 et 2017, nous attendons maintenant une hausse du PIB mondial de l'ordre de 3% plutôt que de 3,2%. Le Brexit devrait par ailleurs à peine se faire sentir aux Etats-Unis, où nous attendons toujours une croissance de 1,8% en 2016 et de 2% en 2017.

Néanmoins, il impliquera probablement des tensions durables en termes de conditions financières aux USA, ce qui incitera la Fed à encore plus de prudence en matière de hausse des taux. Et comme le Brexit s'est traduit par l'appré-

ciation du yen, une intervention de la Banque du Japon devient plus probable. Toutes les grandes banques centrales devraient d'ailleurs intervenir prochainement pour calmer le jeu (autre raison pour laquelle le Brexit ne devrait pas être un «Lehman» bis), que ce soit par des injections de liquidités, des mesures de relance monétaire ou des achats de devises.

L'économie américaine devrait être plutôt à l'abri des conséquences du Brexit

Le vote sur le Brexit a fait resurgir les craintes de ralentissement conjoncturel américain. Et les contrats à terme sur les *Fed funds* ont été touchés de plein fouet. Au 29 juin, le marché anticipait même une probabilité de 10-15% d'une baisse des taux de la Fed en septembre au plus tard. Mais nous ne sommes pas trop inquiets. Le R-U absorbe moins de 4% des exportations américaines et l'UE environ 18%, soit 2,3% du PIB américain. Même un brusque ralentis-

«En dépit des incertitudes, nous maintenons des prévisions conjoncturelles favorables pour les Etats-Unis.»

sement économique de l'UE n'aurait donc qu'un faible impact sur la croissance des USA. Certes, les conséquences négatives sur l'économie américaine pourraient être assez importantes par le biais du resserrement des conditions monétaires et financières. Heureusement, à ce jour, le resserrement financier a été plutôt modeste. Entre le 23 juin (juste avant le vote) et le 29 juin, la valeur réelle du dollar pondérée par les échanges a progressé d'environ 2,0%, mais elle est restée inférieure à sa moyenne du premier trimestre. Et, globalement, le resserrement des conditions monétaires et financières aux USA est apparu modéré.

Néanmoins, au vu de la détérioration des perspectives conjoncturelles en Europe et d'une très possible réaction des banques centrales européennes, les tensions entourant les conditions financières américaines pourraient bien persister. Dans ce nouveau contexte, la Fed devrait toutefois agir avec une prudence encore accrue et nous attendons toujours une hausse des taux de 25 pb cette année, mais très probablement plutôt en décembre qu'en septembre. Et pour 2017, nous avons réduit nos prévisions de trois à deux relèvements d'un quart de point, les incertitudes actuelles augmentant les risques pesant sur la croissance et l'inflation

BREXIT: MODIFICATIONS DU SCÉNARIO DE BASE DE PICTET EN MATIÈRE DE CROISSANCE ET D'INFLATION

	R-U		Zone euro	
	Avant Brexit	Après Brexit	Avant Brexit	Après Brexit
	PIB réel			
2016	1.8%	1.3%	1.8%	1.5%
2017	2.2%	0.9%	1.7%	1.3%
	INFLATION			
2016	0.7%	0.9%	0.3%	0.1%
2017	1.7%	1.9%	1.3%	1.1%

Source: Pictet WM - AA&MR

américaines. Mais au vu des dernières données, nous maintenons des prévisions conjoncturelles favorables pour le pays et tablons sur une croissance moyenne du PIB de 1,8% en 2016 et de 2,0% en 2017. Nos prévisions d'inflation restent également inchangées, avec un IPC hors alimentation et énergie sous-jacent de 1,9% en glissement annuel d'ici à fin 2016 et de 2,2% en 2017.

C'est aux responsables politiques et à la BCE de déterminer le sort de la zone euro

Nous avons revu nos prévisions économiques pour la zone euro après le vote, et réduit nos anticipations de croissance du PIB à 1,5% en 2016 et 1,3% en 2017. S'agissant de son impact direct sur le commerce et la finance, notre modèle macroéconomique interne indique un tassement net de l'activité voisin de ce celui annoncé par la BCE (environ 0,50% sur les trois prochaines années). En effet, les risques dominant, y compris ceux de contagion politique à d'autres Etats membres, selon la nature d'un éventuel futur accord entre le R-U et l'UE, ainsi que selon les facteurs propres à chaque pays. En Espagne, un gouvernement de centre droit semble plus probable après les élections du 26 juin, mais un nouveau scrutin ne peut être exclu. En Italie, le Premier ministre a menacé de démissionner si les électeurs rejetaient ses réformes constitutionnelles en octobre et les derniers sondages donnent des résultats très serrés, alors que le secteur bancaire italien reste pour le moins fragile.

Au final, le scénario le plus favorable pour les marchés financiers européens correspondrait à une nouvelle impulsion en faveur de l'intégration européenne et, peut-être, à la prise de mesures budgétaires ciblées. Mais nous craignons qu'à l'approche d'élections en France, en Allemagne et aux Pays-Bas l'an prochain, la volonté politique manque, même s'il pourrait en aller autrement en cas de vives tensions financières.

En dernière analyse, la BCE devrait réagir aux signes de resserrement financier et d'affaiblissement conjoncturel. Elle devrait d'abord intervenir verbalement, avant de proroger formellement l'assouplissement quantitatif (QE) au-delà de son échéance de mars 2017 et d'annoncer une augmentation des limites des émetteurs. Elle pourrait aussi annoncer un élargissement de l'univers des actifs qu'elle est susceptible d'acheter ou un assouplissement des critères en matière de capitaux pour ses achats d'obligations d'Etat. Un assouplissement des conditions des opérations de refinancement à long terme (TLTRO) semble également probable en cas de pressions durables sur le secteur bancaire.

Les responsables politiques chinois lèvent le pied

Bien que de nombreuses incertitudes persistent, l'impact direct du Brexit sur l'économie réelle chinoise devrait être limité, le R-U ne comptant que pour 2,5% des exportations et un peu plus de 1% des importations. Outre les échanges commerciaux, il faut aussi surveiller une éventuelle contagion financière par le biais de la monnaie et des flux de capitaux. Mais jusqu'ici, l'impact sur l'Asie émergente, dont la Chine, a été assez modeste. La récente dépréciation du yuan face à un panier de devises de ses partenaires commerciaux n'a pas déclenché de tempête financière semblable à celle de fin 2015. Et les sorties de capitaux se sont très sensiblement réduites ces derniers mois, laissant penser que le contrôle plus strict des capitaux avait agi et que les investisseurs s'adaptaient au nouveau régime des taux de change.

Suite à la brusque décélération de la croissance l'an dernier, les autorités chinoises ont renforcé leurs mesures incitatives. Or, il semble que les décideurs aient de nouveau levé le pied. La progression des prêts bancaires a clairement ralenti et au cours des deux premiers mois du 2^e trimestre, les nouveaux prêts bancaires ont baissé de 4,2% en rythme annuel, contre une augmentation de 25,5% au 1^{er}. L'évolution du financement social total, mesure plus complète de la génération de crédit, est encore plus marquée. A l'image de la croissance du crédit, l'activité économique a ralenti. La croissance en glissement annuel des investissements en biens d'équipement est tombée à 7,4% en mai, après avoir dépassé 10% pendant quatre mois consécutifs. La dynamique des investissements immobiliers a également faibli.

La politique monétaire devrait rester prudente jusqu'à fin 2016, laissant place à la politique budgétaire pour soutenir la croissance. Cette année, il est prévu un déficit budgétaire équivalent à 3% du PIB, contre 2,4% en 2015. Mais en y incluant le volume accru d'émissions par des organismes locaux, des prêts des banques d'Etat et des ventes de terrains, le déficit budgétaire effectif pourrait atteindre environ 10% du PIB.

Globalement, l'économie chinoise devrait donc rester sous perfusion gouvernementale jusqu'à la fin de l'année et nous maintenons des prévisions de croissance de 6,5% du PIB réel en 2016.

Les inconnues du Brexit nous commandent de rester réactifs

Le vote en faveur du Brexit ouvre une période d'incertitudes pour les actifs risqués. Dans ce contexte, les obligations de référence jouent leur rôle protecteur traditionnel, tandis que le dollar et le yen voient leurs cours rebondir.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet et Alexandre Tavazzi

MARCHÉS FINANCIERS

Performance en % des indices financiers en monnaies locales. Données arrêtées au 30.06.2016

		Indice	Depuis le 31.12.2015	Mois précédent
Actions USA*	USD	S&P 500	3.8%	0.3%
Actions Europe *	EUR	Stoxx Europe 600	-7.4%	-4.8%
Actions marchés émergents*	USD	MSCI Emerging Markets	6.6%	4.1%
Oblig. d'entreprise <i>investment grade</i> US*	USD	ML Treasury Master	5.7%	2.3%
Oblig. d'entreprise à haut rendement US*	USD	ML Corp Master	7.6%	2.2%
US high yield*	USD	ML US High Yield Master II	9.3%	1.1%
Hedge funds	USD	Credit Suisse Tremont Index Global**	-1.5%	0.4%
Matières premières	USD	Reuters Commodities Index	9.3%	3.4%
Or	USD	Gold Troy Ounce	24.4%	8.8%

Sources: Pictet WM - AA&MR, Datastream, Bloomberg

* dividendes/coupons réinvestis ** fin mai 2016

Le vote en faveur du Brexit soulève de nombreuses questions pour les stratégestes. A l'heure où nombre de questions dépendent de l'évolution de la situation politique en Europe, la diversification des portefeuilles revêt donc une importance accrue.

L'heure est à l'observation

Une période de moindre visibilité se profile depuis le vote en faveur du Brexit du 23 juin. Les conséquences de ce vote ne se sont d'ailleurs pas fait attendre, avec une forte correction des actifs les plus risqués (actions européennes, obligations à haut rendement et obligations d'Etat des pays périphériques de la zone euro). L'hypothèse d'une intervention de la Banque centrale européenne (BCE) a toutefois entraîné un rebond des marchés en fin de mois. Quant aux actifs refuges (bons du Trésor américain et Bunds à maturité longue, yen, or physique et franc suisse), profitant de la volatilité engendrée par le vote en faveur du Brexit, ils ont progressé.

Le monde ne se limite toutefois pas à l'Union européenne (UE). Les obligations comme les devises des marchés émergents ont réagi de manière modérée et l'impact du

Brexit sur la croissance mondiale devrait être limité. Et même en Europe, après avoir dévissé initialement, les actifs risqués devraient se stabiliser, le temps que les acteurs se fassent une meilleure idée des modalités du Brexit. Mais l'évolution du marché demeure une grande inconnue, à laquelle seuls les responsables politiques pourront répondre.

Bien entendu, la visibilité s'améliorerait si, par le biais de manœuvres politiques habiles, le Brexit ne se concrétisait pas, les cours des actifs risqués rebondissant alors dans un tel scénario. Toutefois, si, comme prévu, le Royaume-Uni (R-U) venait à quitter l'UE, les marchés se concentreraient sur les modalités de ce départ. Les actifs risqués pâtiraient alors fortement d'une sortie brutale, laquelle priverait le pays d'un accès préférentiel à l'UE pour ses exportations. Ces mêmes actifs pâtiraient moins d'une sortie « en douceur » qui laisserait au R-U un accès privilégié à l'UE pour ses exportations, en échange de concessions majeures.

Il est toutefois impossible actuellement de prévoir lequel de ces

deux scénarios se réalisera. Et il ne serait même pas certain que le maintien du R-U au sein de l'UE entraîne un rebond durable des actifs risqués, car dans ce cas, les marchés pourraient simplement se focaliser de nouveau sur d'autres facteurs qui pénalisaient déjà la région avant le référendum (bénéfices des entreprises en berne, croissance faible...). Les acteurs du marché vont donc devoir prendre leur mal en patience jusqu'à ce que les incertitudes se dissipent, et personne ne sait combien de temps cela prendra. Dans ce contexte, la diversification des portefeuilles revêt un sens nouveau. Elle implique de chercher des actifs liquides affichant la corrélation la plus faible possible avec les facteurs de risque les plus importants, pour que les portefeuilles puissent résister à de nouvelles turbulences politiques.

Actions: pas le temps de réfléchir

Le vote en faveur du Brexit ouvre une période d'incertitude pour les marchés actions. Avant le vote, les valorisations avaient atteint des niveaux proches de leurs pics précédents (des ratios cours/bénéfices de près de 18x aux Etats-Unis et 16x fois en Europe). Elles étaient devenues vulnérables aux mauvaises nouvelles. Les marchés financiers ont vite choisi leur camp entre les gagnants et les perdants du Brexit, les grandes entreprises britanniques exportatrices devant profiter d'une monnaie compétitive (la livre sterling a perdu 9% face au dollar en juin). L'indice MSCI UK Large Cap a progressé de 7,9% en livres sterling en juin, tandis que l'indice Small Caps (qui dépend de l'économie intérieure) cédait 6,8%.

Les marchés ont sanctionné les économies périphériques de la zone

euro, et notamment leur secteur financier. Les banques grecques, italiennes et espagnoles ont pesé sur le principal indice du secteur bancaire, en baisse de 17%. En l'absence de processus politique clair, les performances des indices mondiaux cachent ainsi une réalité très polarisée.

Au cours des prochaines semaines, les analystes adapteront leurs prévisions de résultats au nouvel environnement (croissance européenne plus faible, contraction du PIB et baisse des taux longs). Hors R-U, le ratio cours/bénéfices du Stoxx Europe 600 devrait passer de 16x à 15,6x et le taux de croissance de son bénéfice par action (PBA) de 2,5% à 5,6%. Il est toutefois peu probable que les investisseurs prennent ces prévisions pour argent comptant et ils continueront plutôt à observer la scène politique et les décisions prises par les banques centrales, les périodes de ce type nécessitant une certaine réactivité.

Les bons du Trésor US protègent les portefeuilles

Les obligations souveraines continuent à jouer leur rôle protecteur par temps de crise, malgré la faiblesse des taux d'intérêt. En juin, les bons du Trésor US à 10 ans ont progressé de 3,3%, surperformant les Bunds à 10 ans, en hausse de 2,6%. Les emprunts d'Etat japonais à 10 ans ont gagné 1,3% (performances exprimées en monnaie locale). Lors des périodes de risque accru, plus la duration est longue, plus cela est bénéfique: ainsi, les bons du Trésor US à 30 ans ont gagné 7,1% et les Bunds à 30 ans 11,9%. L'or a quant à lui gagné 8,8% en juin. Les actifs refuges ont enregistré des performances exceptionnelles au premier semestre 2016 dans son

ensemble: le cours du métal jaune a bondi de 24,4% pendant cette période, et les emprunts d'Etat américains et allemands à 30 ans ont gagné 16,3% et 29,6%, respectivement.

Le Japon est pénalisé par la vigueur du yen

La corrélation étroite entre le taux de change JPY/USD et le TOPIX est restée de mise en juin. Le TOPIX a clôturé le mois en baisse de 9,6% (rendement total), contre une baisse de 4,8% pour le Stoxx Europe 600 et une hausse de 0,3% pour le S&P 500 (performances en monnaie locale). La baisse du TOPIX est due en grande partie aux effets de change. Après conversion en dollars US, la correction du TOPIX n'est «que» de 2,3%. Le yen, en hausse de 8%, a atteint la barre des 102 face au dollar fin juin, la moitié de cette hausse étant imputable au vote en faveur du Brexit, lequel a entraîné une fuite des investisseurs vers les actifs refuges, dont le yen. Le niveau actuel du yen constitue une source d'inquiétude, car la plupart des analystes et des entreprises ont établi leurs prévisions de bénéfices pour 2016 sur la base d'une monnaie nippone à 105. En juin, les analystes ont abaissé leurs prévisions de bénéfices pour 2016 de 2,2% pour le TOPIX. Et cette tendance négative pourrait se poursuivre sur le marché des changes, compromettant ainsi la hausse des bénéfices de 15% prévue pour 2016.

La Fed reste vigilante

Après les mauvais chiffres de l'emploi en mai, la réunion du comité de politique monétaire de la Fed, le FOMC, qui s'est tenue les 14 et 15 juin, a été un non-événement et le Brexit devrait aussi inciter la Fed à attendre avant de relever ses taux.

Nous tablons toutefois sur une amélioration des statistiques américaines, ce qui rend possible une éventuelle hausse des taux en décembre. Cette hypothèse n'a toutefois pas été prise en compte par le marché en juin. Parallèlement, le yuan a continué de se déprécier face au panier des principales devises étrangères pondérées en fonction des échanges employé par la Chine (-5,9% depuis le début de l'année), quelle que soit la performance du dollar. Cela contraste fortement avec la déclaration de la banque centrale de souhaiter stabiliser le yuan par rapport à ce panier. Cette baisse trahit en effet les véritables intentions des autorités chinoises et contribue, avec d'autres facteurs, à la vigueur du dollar.

Les perspectives s'assombrissent pour le pétrole

Le mois dernier, nous avons insisté sur la volatilité croissante de l'offre de pétrole, induite par une augmentation structurelle des mises à l'arrêt de certains sites de production. Aujourd'hui, à l'aube du mois de juillet, les incertitudes grandissantes entourant le vote en faveur du Brexit font peser un risque sur la demande mondiale de pétrole, la hausse prévue du dollar et le volume de positions longues sur le pétrole augmentant la possibilité d'un infléchissement (au moins temporaire) du prix de l'or noir.

Amélioration de la balance courante dans plusieurs pays

Grâce à la chute des prix du pétrole notamment, la balance courante de nombreux pays importateurs de matières premières s'est améliorée. Et cette embellie s'avère particulièrement importante pour les marchés émergents, pour lesquels une balance courante saine doit permettre d'augmenter les réserves de change et de mieux résister à la volatilité des flux de capitaux (potentiellement déclenchée par un relèvement des taux d'intérêt américains, par exemple). A l'inverse, l'excédent courant conséquent de l'Allemagne est accusé de nuire à la demande en Europe et de renforcer les pressions déflationnistes.

+9,9%

Selon le Département du commerce, le déficit courant du pays a bondi de 9,9% au premier trimestre, atteignant USD 124,7 milliards (son plus haut niveau depuis plus de sept ans), en raison du déclin des exportations et des investissements étrangers. Le déficit courant au premier trimestre correspondait à 2,7% du PIB national, bien en deçà du record de 6,3% atteint au dernier trimestre 2005.

USD 412 millions

En avril, le Brésil a enregistré son premier excédent courant en sept ans. Ce dernier, de USD 412 millions, a contrasté avec le déficit de 857 millions du mois précédent et celui de USD 6 milliards d'avril 2015. Cette amélioration est due à la baisse considérable des importations dans un pays en récession et à la hausse des exportations, stimulées par la dépréciation du real brésilien.

-USD 2,96 milliards

Le déficit courant de la Turquie s'est contracté pour le neuvième mois consécutif en avril, s'établissant à USD 2,96 milliards, contre USD 3,86 milliards en avril 2015. Cette amélioration est entièrement imputable à la chute des prix de l'énergie importée. L'or et l'énergie mis à part, la balance n'a pas connu d'amélioration au cours de l'année. Le déficit courant de la Turquie est passé de 9,6% du PIB en 2011 à 4,5% fin 2015.

7%

Selon l'Office national de la statistique britannique (ONS), le déficit courant du Royaume-Uni a atteint au dernier trimestre 2015 un record de GBP 32,7 milliards (soit 7,2% du PIB), contre GBP 20,1 milliards au trimestre précédent. Ses chiffres pour le premier trimestre dénotent une nette amélioration de la balance commerciale (le déficit est tombé à 6,9% du PIB), il n'en demeure pas moins que le pays connaît un déficit courant depuis quinze ans.

EUR 25,6 milliards

La balance commerciale de l'Allemagne s'est élevée à EUR 25,6 milliards en avril, contre EUR 21,8 milliards en 2015, les exportations ayant crû de 3,8% en glissement annuel et les importations n'ayant globalement pas évolué. Selon la Commission européenne, la balance des comptes courants du pays a atteint 8,8% du PIB en 2015.

USD 48,1 mia

Au premier trimestre 2016, l'excédent courant de la Chine s'est replié à USD 48,1 milliards, contre USD 85,3 milliards au dernier trimestre 2015. Fin 2008, la balance des comptes courants culminait à USD 1331 milliards et elle n'a cessé de diminuer depuis (2,7% du PIB l'an passé contre 9,3% en 2008), les pouvoirs publics ayant surtout œuvré à la consolidation de l'économie intérieure.

7,7%

Selon les données publiées en juin, l'excédent courant de la Corée, issu des échanges commerciaux avec des économies chinoise et américaine assez léthargiques, a perdu près de 20% par rapport à l'année dernière. Cependant, le pays a dégagé un excédent courant au cours des dix dernières années. Cet excédent s'est hissé à USD 105,9 milliards (7,7% du PIB) en 2015, à la faveur de l'affaissement des prix de l'énergie mondiale.

2,9%

Le Japon a enregistré un excédent courant pour le 22^e mois consécutif en avril, atteignant JPY 1880 milliards (USD 17,9 milliards), soit une progression de 42% en glissement annuel. Aidé par des cours des matières premières en baisse, l'excédent du pays a atteint 2,9% du PIB en 2015, son plus haut niveau depuis 2010.

0,1%

La balance courante de l'Inde s'est équilibrée au premier trimestre 2016, le déficit passant de USD 7,1 milliards fin 2015 à USD 0,3 milliard (0,1% du PIB). Mais cette amélioration est menacée par une hausse de 40% des cours du pétrole cette année. Quant au dernier excédent courant du pays, il remonte au premier trimestre 2007.

S'adapter aux répercussions du Brexit

Alors que les marchés actions amorçaient un rebond fin juin, le référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union européenne a généré un fort regain de volatilité, avant et après le vote. Les valeurs refuges (obligations souveraines *core*, or physique et devises telles que le yen, le franc suisse ou le dollar) ont gagné du terrain.

Actions

Ce mot qui commence par «B»

Les marchés s'adaptent à une nouvelle réalité.

Le Brexit a pris les marchés au dépourvu. Dans les jours qui ont suivi, comme en témoignent les rendements de juin, l'amplitude des mouvements a été exceptionnelle. Le Stoxx Europe 600 a cédé 4,8%, tandis que le S&P500 grappillait 0,26% (rendement total en devises locales). Et la chute des marchés italien (-9,5%), espagnol (-9,06%) et grec (-15%) prouve que la poursuite de l'intégration européenne constitue le principal défi du Brexit. Les actions bancaires, perçues comme fragiles dans un contexte de rendements obligataires ultra-bas et de regain des tensions en Europe, ont lourdement chuté. Le Stoxx Europe 600 Banks a dévisé de 17,6% en euros.

Dopé par une baisse de 9% de la livre, le FTSE100 a en revanche gagné 4,7% en GBP en juin, la faiblesse de la monnaie constituant un atout pour les valeurs de l'indice, dont 87% des ventes sont réalisées hors du Royaume-Uni. Le MSCI Emerging Markets a gagné 4% en juin grâce à une hausse de 4% des matières premières. En Europe, la volatilité a bondi à 39,9%, avant de retomber à 26% fin juin. Aux Etats-Unis, l'indice VIX a atteint 25% et terminé le mois à 15%.

Les anticipations macroéconomiques vont s'adapter à cette nouvelle réalité, tout comme les prévisions de résultats des entreprises. Les ratios cours-bénéfice (15,5x en Europe et 17,9x aux Etats-Unis début juillet) restent proches de leurs pics récents, mais les valorisations demeureront incertaines jusqu'à ce que les prévisions reflètent cette nouvelle réalité, et les incertitudes ne font que commencer.

Obligations

Ruée sur les bons du Trésor américain

Les obligations souveraines, valeurs refuges, ont surperformé la dette périphérique, sur fond d'incertitudes accrues.

Le vote en faveur du Brexit a entraîné une ruée vers la sécurité. Aversion au risque oblige, les valeurs refuges (bons du Trésor américain et Bunds allemands notamment) ont affiché une performance positive en juin (12,7% pour le Bund à 30 ans). Le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a baissé de 38 pb à 1,47% après le vote britannique, tandis que le Bund à 10 ans tombait en territoire négatif (-0,13%).

Le *spread* entre obligations souveraines italiennes et portugaises et Bund à 10 ans a crû de 20 pb, le marché redoutant une implosion de l'Union européenne après le Brexit. Celui des titres espagnols a peu augmenté grâce aux résultats des élections législatives du 26 juin, relativement favorables au marché. Mais l'incertitude politique continuera d'entraver la performance des obligations périphériques, dont les *spreads* pourraient se creuser de nouveau cet été. Pour que leur sous-performance récente par rapport aux titres allemands s'inverse, il faudra attendre la résolution du problème des prêts non performants des banques italiennes, un vote en faveur du référendum constitutionnel d'octobre en Italie et la formation d'un gouvernement de centre-droit stable en Espagne. D'ici là, les rendements des valeurs refuges (bons du Trésor américain et Bunds allemands) resteront bas. Ils protègent efficacement les investisseurs d'une volatilité qui n'est pas près de retomber.

Obligations corporate

Le Brexit malmène le crédit en euros

Après le vote britannique, le crédit en euros a sous-performé son homologue en dollars.*

Fin juin, le Brexit a semé la panique sur les marchés financiers, entraînant une sous-performance du haut rendement (HY), le segment le plus risqué du crédit. Sur le mois, le HY en euros a sous-performé son homologue en dollars (rendement total: -0,3%, contre +1,1%), l'Europe étant plus exposée au secteur bancaire (22% pour le HY en euros, contre 5% pour le HY en dollars) et aux entreprises britanniques (11%, contre 3%). Plus alarmant, les valeurs financières italiennes représentent 45% de la dette du HY financier en euros et les banques transalpines ont sous-performé leurs homologues en raison d'un fort taux de prêts non performants (12%). Plus généralement, les banques européennes ont souffert de l'aplatissement de la courbe des taux allemands (les taux longs ayant baissé) et du ralentissement anticipé de l'économie européenne post-Brexit.

Le segment *investment grade* (IG) a profité du taux souverain, qui a entraîné une baisse de -27 pb à 2,9% des taux pour l'IG en dollars, qui a également surperformé l'IG en euros en rendement total (2,2%, contre 1,0%). Et compte tenu de l'actualité politique européenne, la volatilité pourrait rester de mise cet été, le crédit en dollars surperformant le crédit en euros. Le HY en euros pourrait sous-performer tant que les perspectives financières des banques européennes ne s'amélioreront pas.

* Données basées sur les indices Bank of America Merrill Lynch.

Hedge funds

Belle résistance au fog post-Brexit

Les hedge funds ont bien résisté et fourni une protection contre la volatilité occasionnée par le vote britannique en faveur de la sortie de l'UE

Avant le référendum, les gérants de hedge funds avaient largement opté pour la prudence, les sondages oscillant depuis des semaines entre victoire du «oui» et du «non». Tandis que, juste avant le vote, marchés et *bookmakers* tablaient sur une victoire du maintien dans l'UE, le Brexit était considéré comme un événement à haut risque: les gérants de hedge funds avaient donc choisi de ne pas s'exposer de façon significative. Selon les premiers indicateurs de performance, la majorité d'entre eux n'a pas essuyé de pertes supérieures aux prévisions stratégiques après la victoire du Brexit. De fait, les stratégies global macro, CTA et *relative value* ont globalement bien résisté à la volatilité grâce à un positionnement tactique. Notons que les gérants CTA axés sur la tendance, qui avaient des positions *long* sur les obligations et le dollar, ont enregistré des gains importants le jour des résultats du référendum (24 juin). Les gérants *global macro* ont profité de la faiblesse des devises et engrangé des gains modérés, tandis que les stratégies *relative value* avec des positions long sur la volatilité et la convexité gagnaient également du terrain. Les gérants actions et crédit axés sur les fondamentaux ont en revanche souffert des turbulences, mais leurs pertes se sont révélées inférieures à celles du marché.

Métaux précieux

Le flou joue un rôle moteur

Les incertitudes liées au Brexit ont dopé la demande en valeurs refuges, métaux précieux y compris

En juin, la performance des métaux précieux a été fortement influencée par le référendum britannique.

L'imprévisibilité du résultat a soutenu la demande en or et en argent avant même l'annonce du Brexit et la décision britannique de quitter l'Union européenne est annonciatrice d'une longue période d'incertitude favorable aux deux métaux précieux.

Mais il s'agit avant tout d'un événement européen sans impact significatif sur l'économie mondiale, et notamment sur les Etats-Unis. Certes, le Brexit devrait entraîner une détente des politiques monétaires, surtout en Europe, mais la Fed devrait toujours relever ses taux cette année en raison de l'embellie des données américaines. En outre, fin juin, les positions long nettes sur l'or (intérêts ouverts y compris) atteignaient leur plus haut niveau depuis 1999, date du début de cette série statistique. Pour l'heure, le sentiment haussier vis-à-vis du métal jaune semble excessif, signe que le potentiel de hausse supplémentaire à court terme est limité.

Mais, à plus long terme, le Brexit devrait avoir des conséquences politiques durables qui devraient alimenter la demande en or, valeur refuge par excellence.

Devises

Les devises digèrent le Brexit

Les nerfs des investisseurs ont été mis à rude épreuve en juin après le référendum britannique.

Les conséquences à long terme du Brexit sur les marchés des changes dépendront largement des termes du divorce entre Royaume-Uni et Union européenne, qui ne seront pas immédiatement connus.

L'incertitude accrue n'est pas de bon augure pour l'appétit au risque. Les devises «sûres» (souvent associées à des pays possédant un excédent courant) devraient bien se comporter. Le yen japonais et le franc suisse devraient donc subir des tensions haussières qui forceront leurs banques centrales à agir. La Banque nationale suisse a d'ailleurs déjà annoncé être intervenue sur le marché pour enrayer la progression du franc, tandis que la Banque du Japon devrait annoncer de nouvelles mesures d'assouplissement en juillet.

La monnaie européenne se trouve dans une position intéressante, car elle est soutenue par un excédent courant en hausse constante. Mais le Brexit assombrit les perspectives de croissance de la zone euro et exacerbe le risque d'implosion de l'union monétaire. Le référendum italien d'octobre et les élections présidentielles françaises d'avril/mai 2017 pèseront également sur la monnaie unique.

Quant au dollar, devise de réserve mondiale, même si les Etats-Unis affichent un déficit courant, il reste considéré comme sûr. En outre, les données américaines s'améliorent, rendant le billet vert attrayant.

Dans quelle direction le vent souffle-t-il, comment anticiper l'évolution des sources de performance?

L'analyse quantitative peut aider à identifier des sources potentielles de performance, à court comme à long terme. Nous examinerons plusieurs sources de performance et évoquerons l'importance croissante de l'intelligence artificielle dans la gestion des investissements

Edgar van Tuyll van Serooskerken, responsable des stratégies quantitatives, Pictet Wealth Management

Les investisseurs sont obnubilés par la faiblesse actuelle des taux. Et avec le fléchissement de la croissance, une faible inflation et des taux d'intérêt faibles (voire négatifs), certains sont encouragés à conserver leurs économies sous le matelas. Dans ces circonstances, que nous révèle l'analyse quantitative sur les sources de performance passées, présentes et futures?

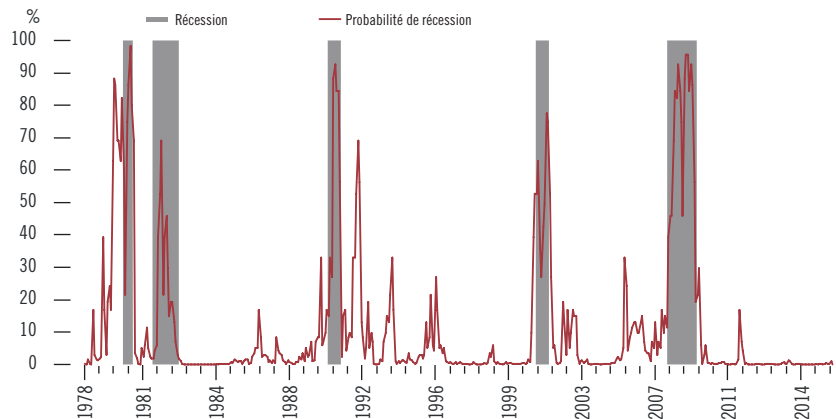
La rareté, ou le paradoxe de l'eau et du diamant

Selon le paradoxe de la valeur, alors que l'eau est essentielle à la survie, la valeur du diamant lui est supérieure en raison d'une offre limitée, l'offre déterminant le prix des biens réels, qu'il s'agisse de métaux précieux, de matières premières, ou de terrains. Pour nombre de matières premières, l'offre a atteint un plus haut fin 2015, alors même que les prix se situaient au plus bas. Et même si la prochaine récession met fin au rebond des prix cette année, la dynamique actuelle de l'offre permet de prévoir une hausse des cours à très long terme.



Edgar Van Tuyll Van Serooskerken
Pictet WM - responsable des stratégies quantitatives

GRAPHIQUE 1: RÉCESSIONS MONDIALES, PROBABILITÉ CALCULÉE À L'AIDE D'INDICATEURS PROPRIÉTAIRES(%)



Sources: NBER, Bloomberg, Datastream, Pictet WM-Quantitative Strategy

Parallèlement, un des indicateurs des prix de l'immobilier - le rapport prix/revenu - indique une sous-évaluation des prix pour de nombreuses régions périphériques de l'Europe, mais une surévaluation de l'immobilier dans plusieurs pays producteurs de matières premières.

Voyager dans le temps n'est plus rentable

En actualisant les futurs flux de trésorerie ou en projetant dans le futur la somme composée des taux d'intérêt actuels, on s'offre une sorte de voyage dans le temps. La prime de terme (qui utilise le calcul d'Adrien, Crump et Muench de la Réserve fédérale de New York) mesure le rendement supplémentaire exigé par l'acheteur pour investir dans des obligations à 10 ans plutôt que dans plusieurs bons à court terme pour la même durée. Généralement positive depuis 50 ans, cette prime était tombée mi-juin à -0,52 % pour les bons du Trésor américains à 10 ans. La prime de terme s'est en fait transformée en escompte depuis le début de l'année. Voyager

dans le temps n'est donc plus rentable. A l'heure actuelle, le fait d'immobiliser des fonds pour 10 ans au lieu de les réinvestir continuellement à court terme n'est pas récompensé. Pour que le voyage dans le temps (achat d'obligations à long terme) redevienne rentable, il faudrait un rebond de l'inflation, observé en général à ce point du cycle économique.

Volatilité et performance: une relation subtile

Les classes d'actifs plus volatiles (actions) s'avèrent en général plus performantes que les moins volatiles (obligations d'Etat des grands pays). Mais ces dernières affichent de meilleures performances lors des récessions (assimilées en règle générale à un marché baissier). A l'heure actuelle, même si on observe déjà des signes de ralentissement, ce n'est pas au point de déclencher une récession immédiate. Prenons l'exemple du taux implicite Wu-Xia des bons du Trésor de la Réserve fédérale d'Atlanta, qui effectue une évaluation holistique de l'impact de la politique de la Fed en

intégrant des décennies de données historiques aux mesures récentes d'assouplissement quantitatif. Historiquement, il aurait fallu qu'il progresse de sa fourchette actuelle (0,25%–0,5%) jusqu'à 2,2 % (soit 1,5 % au-dessus du taux à 2 ans) avant que ne se déclenche une récession. Pour l'heure, la faible probabilité de récession suggérée par cette analyse devrait donc favoriser les actions.

Les classes d'actifs plus volatils sont certes en général plus performantes. Mais dans une même classe d'actifs, les écarts de volatilité ne sont pas compensés. Au contraire: pour les actions, une volatilité moindre entraîne systématiquement de meilleures performances. Tout naturellement, durant un ralentissement, les actions défensives (ou moins volatiles) surperforment donc généralement les titres plus cycliques. Mais sur plusieurs cycles économiques complets, elles surperforment aussi l'ensemble du marché. Car les facteurs de performance sont semblables pour toutes les actions mais, avec un cours plus stable durant un marché baissier, l'action défensive conserve plus de capital pour «pousser» le rendement composé.

La tendance à retourner vers la moyenne: ce qui monte doit redescendre

Notant que les déviations observées tendent à se corriger sur une durée de 7 à 10 ans, Benjamin Graham, dans son ouvrage *Security Analysis* (1934), signale comment repérer les sociétés sous-évaluées. Donc, (et étant donné le fait que les taux d'intérêt n'ont jamais été aussi bas depuis 5000 ans selon l'excellent ouvrage *A History of*

TABLEAU 1: ALTERNANCE ENTRE FAVORIS DU MARCHÉ ET RÉCESSIONS, 1973–2016

1973-1975	Récession
1975-1980	Valeurs technologiques
1980-1982	Double récession
1982-1990	Japon
1990-1991	Récession
1991-2000	Valeurs technologiques
2001	Récession
2002-2007	Marchés émergents
2007-2009	Récession
2009-2016	Valeurs technologiques

Sources: NBER, Bloomberg, Datastream, Pictet WM Quantitative Strategy

Interest Rates, de Homer et Sylla), après 35 ans de performances vigoureuses, les obligations d'Etat sont très surévaluées, alors que les actions et les obligations des marchés émergents apparaissent sous-évaluées. On constate aussi cette tendance de retour vers la moyenne dans des laps de temps très courts («la tendance est votre amie...»).

Taille ou qualité? Pas besoin de choisir

Les titres de haute qualité, quelle que soit leur taille, sont plus performants à long terme. La qualité (rentabilité élevée et stable, faible endettement) caractérise désormais souvent les grands groupes technologiques, qui s'efforcent de devenir le fournisseur universel de tous les produits et services imaginables. On pense souvent que les petites sociétés, plus agiles, offrent un potentiel de performance plus important. Mais, en progression exceptionnelle depuis l'an 2000, elles sont relativement chères au vu de leurs données fondamentales.

Géographie ou innovation?

Depuis au moins deux siècles, les prévisions de croissance rapide privilégient tour à tour marchés émergents et technologie. Les marchés émergents tiraient la hausse des marchés en 2003–2007. C'est au tour de la technologie depuis la fin de la récession en 2009. L'analyse des tendances historiques suggère que les marchés émergents redeviendront favoris lors d'un nouveau cycle économique. Cependant, le prochain cycle pourrait également voir les valeurs technologiques prolonger leur bonne performance: la nouvelle révolution industrielle est née seulement aux alentours de 2012 avec l'Internet des objets, la montée en puissance de l'intelligence artificielle et de l'édition génomique, etc.

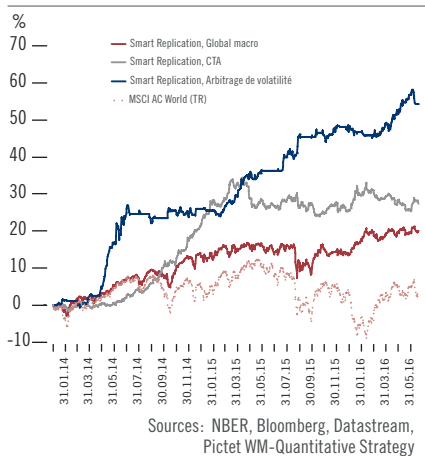
La tendance est votre amie, jusqu'à ce qu'elle fléchisse

Au grand dam des gérants «actifs», la recherche universitaire prouve que les stratégies basées sur le suivi des tendances (*momentum investing*) obtiennent de meilleures performances. On a d'ailleurs proposé de nombreuses explications comme le «risque de carrière» subi par les gérants actifs, qui négligent les grandes tendances d'investissement.

Autre approche possible, essayer de prédire les moments de revirement du

¹ *Dissecting Anomalies*, Eugene F. Fama and Kenneth R. French, *Journal of Finance*, vol. 63, no. 4, August 2008
Two Centuries of Trend Following, Y. Lempérière, C. Deremble, P. Seager, M. Potters, J. P. Bouchaud, *Capital Fund Management*, April 2014
A Century of Evidence on Trend-Following Investing, B. Hurst, Y. Ooi, L. Pedersen, AQR White Paper, September 2014
Two Centuries of Price Return Momentum, C. Geczy, M. Samonov, *Financial Analysts Journal*, Forthcoming

GRAPHIQUE 2: PERFORMANCE DES STRATÉGIES ALTERNATIVES DE PICTET (EN USD) DEPUIS 2013



marché, avec des indicateurs (*market timers*) qui s'appuient sur des retournements à court terme du marché. Les allocataires d'actifs qui agissent en fonction d'indicateurs avancés qui évoluent en amont des statistiques officielles en constituent une variante (en d'autres termes, ils cherchent à devancer les tendances de marché au lieu de les suivre). Ces indicateurs avancés forment l'«ingrédient secret» de quelques *hedge funds* macro mondiaux. Pour donner une idée de la manière dont de tels allocataires peuvent opérer, il suffit d'observer que le cours du pétrole n'a pas encore doublé sur les 12 mois écoulés, ce qu'il fait souvent juste avant une récession. Par conséquent, certains gérants de fonds jugent encore la perspective plus favorable aux actions qu'aux obligations.

Durant les périodes de volatilité, les stratégies de suivi des tendances et de

market timing peuvent doper les performances ajustées du risque de portefeuilles pondérés également entre actions et autres instruments, selon le ratio de Sharpe. Ce qui suggère qu'un gérant de tels portefeuilles devrait allier des stratégies de type CTA (*commodity trading advisor*) et global macro ainsi que des stratégies alternatives concurrentes.

Les investisseurs peuvent vendre de la volatilité, par exemple en utilisant des stratégies *equity market neutral* (très en vogue actuellement), qui consistent à prendre une position longue sur les valeurs que l'on attend de voir augmenter et une position vendeuse sur celles qu'on attend de voir sous-performer. Les stratégies de portage (*carry strategies*) recouvrent le fait d'emprunter à taux bas pour investir à des taux plus élevés. Une autre stratégie alternative tire parti de la prime d'illiquidité associée aux investissements en *private equity*. Ces stratégies alternatives peuvent amplifier la performance durant une période de marché haussier, mais s'avérer plus volatiles en période de baisse. Elles ont été efficaces dans le passé tant qu'a duré la hausse des marchés actions (nos indicateurs suggèrent d'ailleurs que les actions devraient continuer à bien se comporter pour le moment).

Conclusion - les machines sont nos alliées

Les effets de corrélation font qu'on obtient de meilleures performances

ajustées du risque en combinant plusieurs des stratégies citées plus haut qu'en s'appuyant sur une seule. Des portefeuilles qui s'écartent des pondérations simples (par capitalisation boursière notamment) ouvrent un monde d'opportunités: on peut par exemple utiliser l'effet de levier pour construire un ensemble optimal d'actifs, tous dotés d'une volatilité distincte (parité des risques). Combiner ces différentes sources de performance au sein d'un portefeuille unique requiert des techniques hybrides, faites d'un mélange d'informatique, d'analyse financière et macroéconomique. Très investi dans le domaine depuis des années, Pictet est équipé d'une architecture technologique qui lui permet de réaliser des tests rétroactifs de validité et d'associer automatiquement différentes stratégies. Des ordinateurs de Pictet surveillés par des experts humains effectuent déjà la gestion automatique de certains portefeuilles et sont employés à déceler des épisodes similaires sur les marchés financiers (intelligence artificielle). Les ordinateurs ne pensent pas (encore) par eux-mêmes. Mais il apparaît déjà qu'en s'associant, machines et experts humains peuvent découvrir de nouvelles sources de performance différentes de celles vers lesquelles se tournent actuellement les investisseurs.

Contributeurs | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Charbi, Laureline Chatelain, Frederik Ducrozet, Dong Chen
Edition | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Rédaction achevée le 4 juillet 2016
Relecture | Sabine Jacot-Descombes **Mise en page** | Production Multimédia Pictet
Papier | Imprimé sur du papier certifié FSC

Avertissement | Le présent document n'est pas destiné aux personnes qui seraient citoyennes, domiciliées ou résidentes, ou aux entités enregistrées dans un pays ou une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation seraient contraires aux lois ou règlements en vigueur.

Les informations et données fournies dans le présent document sont communiquées à titre d'information uniquement, n'engagent pas la responsabilité du groupe Pictet et ne constituent en aucun cas une offre, une incitation à acheter, à vendre ou à souscrire à des titres ou à tout autre instrument financier.

En outre, les informations, opinions et estimations figurant dans le présent document traduisent une appréciation à la date de publication initiale et peuvent faire l'objet de changements, sans préavis. La valeur et le rendement des titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document reposent sur des cours provenant de sources d'informations financières usuelles et peuvent faire l'objet de fluctuations. La valeur boursière peut varier en fonction de changements d'ordre

économique, financier ou politique, de la durée résiduelle, des conditions du marché, de la volatilité et de la solvabilité de l'émetteur ou de celle de l'émetteur de référence. En outre, les taux de change peuvent avoir un effet positif ou négatif sur la valeur, le prix ou le rendement des titres ou des placements y afférents mentionnés dans le présent document.

Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future, et les personnes destinataires de ce document sont entièrement responsables de leurs éventuels investissements. Aucune garantie expresse ou implicite n'est fournie quant aux performances futures.

Le contenu de ce document est confidentiel et ne peut être lu et/ou utilisé que par la personne destinataire de celui-ci. Le groupe Pictet n'est pas responsable de l'utilisation, de la transmission ou de l'exploitation des données contenues dans ce document. Par conséquent, toute forme de reproduction, copie, divulgation, modification et/ou publication du contenu est sous la seule responsabilité du destinataire de ce document, à l'entière décharge du groupe Pictet. Le destinataire de ce document s'engage à respecter les lois et règlements applicables dans les juridictions où il pourrait être amené à utiliser les données reproduites dans ce document.

Ce document est émis par le groupe Pictet. Cette publication et son contenu peuvent être cités à condition que soit indiquée la source. Tous droits réservés. Copyright 2016.

Suite aux Brexit, nos prévisions de croissance sont revues à la baisse

Le vote britannique en faveur du Brexit nous a contraints à réviser à la baisse nos prévisions de croissance pour 2016 et 2017 pour certaines économies. C'est notamment le cas pour le Royaume-Uni, pour lequel nos prévisions s'avèrent nettement inférieures à celles du consensus. Notons en revanche la solide performance du yen (au grand dam des exportateurs nippons) et de la dette émergente en devises locales depuis le début de l'année.

Les données des graphiques et tableaux de cette page sont arrêtées au 30 juin 2016

PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

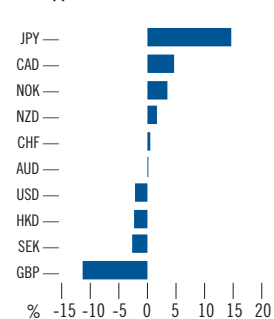
Taux de croissance du PIB	2014	2015	Estimations Pictet – (consensus*)	
			2016E	2017E
USA	2.4%	2.4%	1.8% (1.9%)	2.0% (2.3%)
Zone euro	0.9%	1.5%	1.5% (1.6%)	1.3% (1.6%)
Suisse	1.9%	0.9%	0.9% (1.1%)	1.5% (1.5%)
Royaume-Uni	2.9%	2.3%	1.3% (1.9%)	0.9% (2.1%)
Japon	-0.1%	0.6%	0.6% (0.5%)	0.5% (0.9%)
Chine	7.3%	6.9%	6.5% (6.4%)	6.2% (6.2%)
Brésil	0.1%	-3.9%	-3.8% (-3.7%)	0.9% (0.7%)
Russie	0.5%	-3.3%	-1.6% (-1.3%)	1.2% (1.1%)

Inflation (IPC) Annual average, except year-end for Brazil	2014	2015	2016E	2017E
USA	1.6%	0.1%	1.4% (1.3%)	2.4% (2.3%)
Zone euro	0.4%	0.0%	0.1% (0.2%)	1.1% (1.3%)
Suisse	0.0%	-1.1%	-0.5% (-0.6%)	0.3% (0.2%)
Royaume-Uni	1.5%	0.0%	0.9% (0.6%)	1.9% (1.6%)
Japon	2.7%	0.8%	0.1% (-0.1%)	1.1% (0.9%)
Chine	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brésil	6.3%	9.0%	8.6% (7.0%)	5.7% (5.5%)
Russie	7.8%	15.5%	8.0% (7.5%)	5.9% (5.7%)

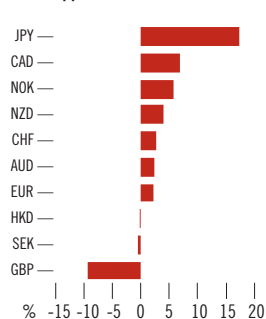
*Source: Consensus Economics Inc

VARIATION DES COURS DE CHANGE (DEPUIS LE 31.12.2015)

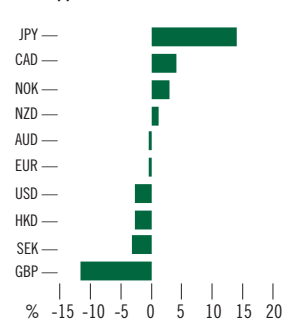
Par rapport à l'EUR



Par rapport au USD

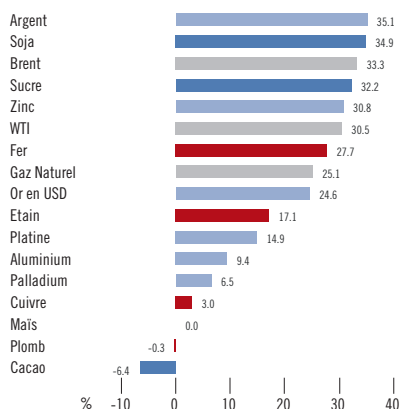


Par rapport au CHF

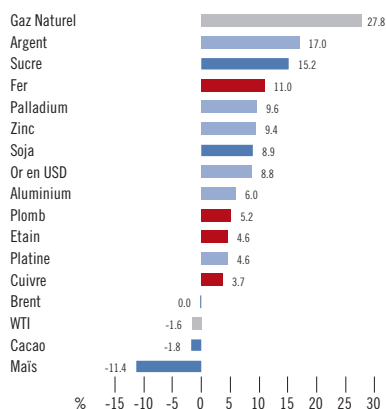


MATIÈRES PREMIÈRES

Performance depuis le 31.12.2015



Performance du mois précédent

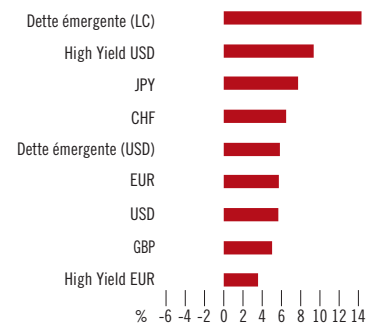


TAUX D'INTÉRÊT

	Courts (3 mois)	Longs (10 ans)
USA	0.50%	1.5%
Zone euro	0.00%	-0.1%
Suisse	-0.75%	-0.6%
Royaume-Uni	0.5%	1.0%
Japon	0.0%	-0.2%
Chine	2.10% (1 year)	4.8% (5 years)
Brésil	14.25%	12.1%

MARCHÉS OBLIGATAIRES

Performance depuis le 31.12.2015



MARCHÉS ACTIONS

Performance depuis le 31.12.2015

	USD	EUR	CHF	GBP
MSCI World*	1.0%	-1.2%	-1.7%	11.4%
S&P 500*	3.8%	1.5%	1.1%	14.5%
MSCI Europe*	-4.6%	-6.7%	-7.2%	5.2%
Tokyo SE (Topix)*	-4.5%	-6.6%	-7.0%	5.3%
MSCI Pacific ex. Japan*	2.3%	0.1%	-0.4%	12.8%
SPI*	-2.2%	-4.3%	-4.8%	7.9%
Nasdaq	-3.3%	-5.4%	-5.9%	6.6%
MSCI Em. Markets*	6.6%	4.2%	3.7%	17.5%
Russell 2000	1.4%	-0.8%	-1.3%	11.8%

* Dividendes réinvestis

SECTEURS D'ACTIVITÉ

	USA	Europe	Monde
Industrie	6.4%	-4.3%	2.8%
Technologie	-1.3%	-10.5%	-2.2%
Matériaux de base	5.9%	1.0%	7.1%
Télécommunications	21.0%	-13.1%	8.1%
Santé	-1.1%	-7.4%	-2.6%
Energie	13.2%	12.6%	14.4%
Services publics	21.1%	-2.2%	11.6%
Finance	-4.1%	-25.7%	-9.7%
Consommation de base	8.9%	2.5%	7.1%
Consommation discrétionnaire	-0.6%	-16.9%	-5.7%

