

4,4%

Rendement annuel d'un portefeuille 60/40 pour les dix ans à venir selon notre modèle interne
Page 2

2,5%

Nos prévisions de croissance du PIB américain au troisième trimestre
Page 4

+12%

Hausse de l'indice Stoxx Europe 600 en juillet-août
Page 6

+0,2%

Inflation annuelle dans la zone euro en juillet et en août
Page 6

+500%

Hausse des prix à la consommation attendue cette année au Venezuela
Page 8

1,7%

Nos prévisions de rendement des obligations américaines à 10 ans pour les deux prochains mois
Page 10

-3,1%

Baisse des cours de l'or en août
Page 11

50

Position de l'Inde dans l'indice de facilité à faire des affaires (contre 142 en 2014)
Page 12

Le calme qui a régné cet été a aidé les actifs risqués, mais d'importantes échéances politiques et économiques s'approchent à grands pas.

Septembre 2016

Perspectives

Le private equity à la rescousse



Christophe Donay,
responsable de l'allocation d'actifs et
de la recherche macroéconomique,
chef stratège

Aujourd'hui, les rendements positifs deviennent une denrée rare. L'analyse historique suggère qu'un portefeuille comportant 60% d'actions américaines et 40% de bons du Trésor américains aurait généré un rendement total moyen de 7,6% par an depuis 1800. Mais, depuis la crise financière de 2007-08 et les mesures hors normes prises pour l'enrayer, les choses ont changé. Dans un monde de croissance et d'inflation faibles, nos modèles internes montrent que le rendement anticipé d'un tel portefeuille pour la prochaine décennie dépasserait à peine 4,4% par an. Même corrigées de l'inflation, les perspectives de rendement apparaissent donc beaucoup plus sombres que par le passé.

Comment en est-on arrivé là? En grande partie à cause de l'effondrement des taux obligataires: poussés vers le bas par la faiblesse de la croissance et la quête de sécurité, ils restent anémiques en raison des achats massifs d'obligations d'Etat par les banques centrales et des baisses successives de taux directeurs. Pourtant, les taux d'intérêt nominaux auront du mal à baisser encore, ce qui signifie que leur potentiel de performance est limité. Si le taux à 10 ans américain devait se maintenir aux alentours de 1,60%, son niveau de l'été 2016, les investisseurs dans les bons du Trésor (*Treasuries*) américains pourraient escompter un rendement nominal annuel du même ordre. A titre de comparaison, de 1982 à 2012, cet instrument a affiché un rendement moyen de 8,7%. Et la timide remontée des taux directeurs que beaucoup anticipent aux Etats-Unis ne devrait pas avoir d'influence majeure sur les rendements que l'on pourrait attendre.

Historiquement parlant, du fait de la faiblesse de la croissance et d'un contexte globalement déflationniste (déploiement des nouvelles technologies, vieillissement de la population, absence de tensions sur le marché du travail, etc.), les rendements des actions devraient également s'avérer décevants durant la décennie à venir. Il semble de plus en plus clair que les politiques monétaires accommodantes ne parviendront pas, à elles seules, à relancer l'activité économique. Le niveau élevé des valorisations, qui s'ajoute à l'atonie de la croissance et de l'inflation, assombrit aussi le tableau. Selon notre modèle, sans choc d'innovation, les rendements totaux des actions américaines et européennes seront de l'ordre de 6% par an en moyen (contre 7,5% pour le S&P 500 depuis 1800).

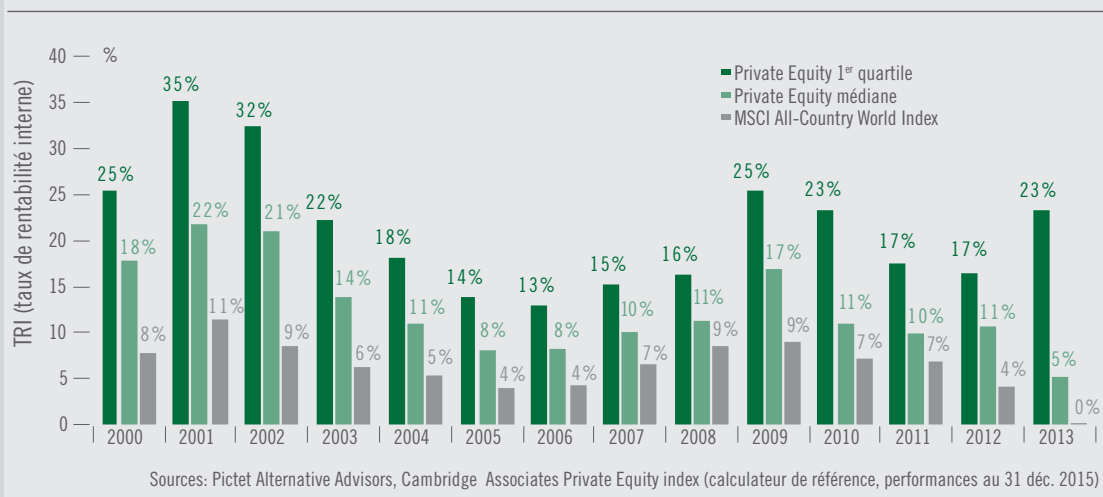
Compte tenu de la morosité des perspectives pour les obligations d'Etat et les actions classiques, rien d'étonnant à ce que les gérants cherchent des solutions alternatives: obligations à haut rendement, obligations émergentes ou produits dérivés toujours plus complexes et véhicules immobiliers.

Pour nous, le *private equity* revêt un intérêt particulier dans le contexte actuel. Nos études montrent en effet qu'il a régulièrement surperformé les actions depuis le début du XXI^e siècle. En gardant à l'esprit que les performances passées ne présagent pas des résultats futurs et qu'il faut payer une prime d'illiquidité conséquente (les investissements en fonds privés étant généralement bloqués pendant une dizaine d'années), le résultat de notre analyse est édifiant: tous les millésimes (année du premier investissement d'un fonds de *private equity*) de l'indice Cambridge Associates Private Equity Fund ont surclassé le MSCI World depuis le début du siècle dans un rapport de 2 à 1 en moyenne. Cette surperformance est remarquablement régulière, exception faite de 2008, summum de la crise financière, où le rapport est tombé à 1,4 pour 1.

En outre, notre recherche indique que les rendements excédentaires du premier quartile des fonds de *private equity* (capital-investissement), tous millésimes confondus, sont en moyenne trois fois plus élevés que ceux du MSCI World depuis l'an 2000. Notre modèle indique, sur la base des tendances passées, qu'un portefeuille 60/40 traditionnel qui déplacerait 15% de son allocation vers le *private equity* pourrait faire passer son rendement annuel potentiel de 4% à 6% pour la prochaine décennie.

¹ Données fournies par Global Financial Data pour la période allant de 1800 à juin 2015.

PERFORMANCE DU PRIVATE EQUITY PAR MILLÉSIMÉ, 2000-2015



Mais d'où viennent ces performances? Depuis 2008, le *private equity* a clairement profité du redémarrage des marchés des actions et du crédit, dans le sillage de l'assouplissement quantitatif, mais aussi de la faiblesse des rendements d'autres types de placement. Dopés par l'atonie des prix, les fonds de *private equity* lancés au plus fort de la crise financière ont fait preuve d'une capacité particulière à générer des rendements. Mais cela n'explique pas la surperformance du *private equity* sur le long terme. Pour certains, il permet aux entreprises d'envisager leur stratégie dans la durée et de se restructurer dans une relative sérénité, contrairement aux sociétés cotées, confrontées à plus de pressions à court terme. La participation active des associés d'un fonds privé à la gestion des sociétés et leur orientation stratégique peuvent également stimuler la création de valeur, les meilleurs fonds travaillant d'arrache-pied pour redorer le blason d'actifs malmenés ou ignorés. Certains universitaires pensent également que la surperformance du *private equity* provient de la capacité des fonds spécialisés à acheter des actions à faible bêta (celles caractérisées par une solide génération de trésorerie et une faible volatilité) grâce à l'effet de levier.


Le *private equity* n'est, bien sûr, pas imperméable à l'évolution des conditions du marché. Les difficultés de certains secteurs au début de l'année (notamment l'énergie et ceux liés aux marchés émergents) ont créé des conditions d'entrée assez intéressantes pour les fonds privés. Mais, depuis lors, il semblerait que le rebond des marchés et une intensification de la quête de rendement aient contraint ces fonds à payer plus cher leurs placements, ce qui complique l'identification des opportunités réellement porteuses de valeur ajoutée. La remontée imminente des taux d'intérêt aux Etats-Unis pénalisera également les fonds s'appuyant sur l'endettement. Il est donc essentiel de comprendre les réels moteurs de croissance des stratégies de *private equity* et d'identifier les meilleurs gérants.

Quoi qu'il en soit, le *private equity* affiche un rapport rendement/risque avantageux sur les trente dernières années. Ses performances ont surclassé celles des marchés des actions, le premier quartile des fonds affichant des rendements des capitaux investis très favorables, ainsi qu'une rémunération qui récompense l'investisseur pour la durée relativement longue d'un investissement de ce type. Rien de surprenant, donc, à ce que le *private equity* soit en train de devenir un incontournable des grands portefeuilles.

Les grandes économies s'en sortent, non sans difficultés

L'été a été relativement paisible pour les principales économies, sur fond de signaux indiquant que l'économie américaine retrouvait de l'élan et que l'impact du Brexit restait jusqu'ici limité. La croissance mondiale demeure cependant atone et des difficultés structurelles persistent.

Christophe Donay, Bernard Lambert, Frederik Ducroz et Dong Chen

 Les signes d'accélération de l'économie américaine, contrebalancés par la perspective d'un ralentissement en Europe (en particulier au Royaume-Uni), dans le sillage du Brexit, nous incitent à conserver des prévisions de croissance mondiale légèrement supérieure à 3% cette année

Une série de chiffres dénotant la bonne santé de l'économie (notamment la croissance des salaires et de l'emploi) laisse entrevoir une accélération sensible aux Etats-Unis après un premier semestre décevant, et la croissance américaine devrait être de l'ordre de 1,5% cette année. Les données publiées début août ont témoigné d'un début de deuxième semestre léthargique pour l'économie chinoise, mais les mesures de soutien monétaire et budgétaire devraient contribuer à maintenir la croissance aux alentours de 6,5% en 2016. La relance budgétaire est désormais à l'ordre du jour au Japon, où le gouvernement a annoncé un train de mesures d'ampleur considérable fin juillet, même si son impact à court terme risque d'être limité. La performance de l'économie japonaise s'est montrée décevante au deuxième trimestre, avec un taux de croissance annualisé de seulement 0,2%.

La zone euro semble également connaître une stabilisation. La croissance a ralenti comme attendu au deuxième trimestre, mais les indicateurs avancés montrent que l'expansion de l'activité se poursuit, et la croissance du PIB réel de la zone euro devrait atteindre 1,5% cette année. L'impact du vote en faveur du Brexit le 23 juin semble pour l'instant limité; loin de s'affaiblir, après un bref trou d'air dans le sillage du référendum, l'euro s'est en fait apprécié ces derniers temps, non seulement par rapport à la livre sterling, mais également par rapport au dollar US. Et malgré les prédictions pessimistes pour le Royaume-Uni suite au Brexit, les chiffres britanniques de l'emploi et des ventes de détail sont restés bien orientés en juillet. Le pire est peut-être encore à venir, mais l'intervention de la Banque d'Angleterre et les mesures d'expansion budgétaire pourraient atténuer les effets négatifs.

Cependant, tout comme au Japon, des nuages continuent de planer sur l'Europe, où subsistent différents risques (politiques aussi bien qu'économiques) qui contrecarrent le redressement observé aux Etats-Unis. Car la résilience face au Brexit ne signifie pas pour autant que les difficultés politiques et économiques ont disparu. Si la croissance reste faible et hétérogène, le besoin de mesures de relance budgétaire ne fait toujours pas l'unanimité, alors que les limites de la politique monétaire apparaissent de façon plus évidente. L'attention se concentrera probablement sur l'Italie compte tenu de la stagnation du pays, de la fragilité de son secteur bancaire et du référendum constitutionnel prévu cet automne, sur lequel le Premier ministre Matteo Renzi a engagé la crédibilité de son gouvernement.

Un net rebond de la croissance américaine paraît probable

A 1,1% d'un trimestre sur l'autre en rythme annualisé, la croissance du PIB américain s'est montrée étonnamment modeste au deuxième trimestre. En outre, suite à des révisions à la baisse des chiffres des trimestres précédents, la croissance

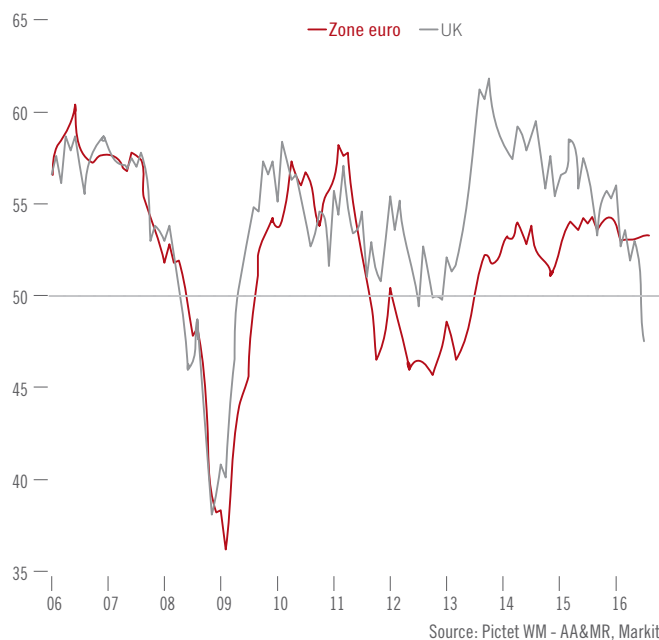
n'atteint plus que 1,2% entre les deuxièmes trimestres de 2015 et 2016. Cependant, la consommation privée a été très forte au deuxième trimestre et la demande finale a progressé notablement, la croissance décevante du PIB étant principalement due à d'importantes variations des stocks. Le niveau absolu des stocks a en effet baissé au deuxième trimestre, un événement rarissime en dehors des périodes de récession, et généralement suivi d'un retournement de tendance prononcé. Quant aux conditions financières, elles se sont nettement assouplies ces derniers mois, les exportations se redressant légèrement et l'effondrement des investissements dans le secteur pétrolier touchant à sa fin. Les statistiques publiées jusqu'ici concernant juillet et août confirment notre idée d'une accélération de la croissance de l'économie américaine. La progression du PIB devrait rebondir à 2,5% au troisième trimestre et à 2,0% au quatrième trimestre. Néanmoins, compte tenu de l'anémie constatée au premier semestre, nous avons abaissé nos prévisions de croissance annuelle pour 2016 de 1,8% à 1,5%, nos prévisions pour 2017 restant inchangées à 2,0%.

Les récents commentaires de membres de la Réserve fédérale (Fed), et notamment de sa présidente Janet Yellen et de son vice-président Stanley Fisher, laissent à penser que la Fed est plus confiante vis-à-vis des perspectives économiques, qu'elle est moins préoccupée par les risques, et qu'elle souhaiterait relever ses taux dans un avenir proche. Néanmoins, l'inflation et les anticipations d'inflation demeurent faibles. Mesurée avec le déflateur de la consommation, l'inflation sous-jacente en juillet est restée inchangée à 1,6% pour le cinquième mois d'affilée. Et si la croissance des salaires s'accélère quelque peu, elle reste néanmoins relativement basse. Par conséquent, le scénario le plus probable demeure que la Fed attende jusqu'en décembre avant d'agir, même si la probabilité d'un relèvement en septembre a indéniablement augmenté suite aux derniers commentaires de la banque centrale. Pour 2017, nous continuons de tabler sur deux hausses de taux d'un quart de point.

Zone euro: fermeté d'un point de vue cyclique, difficultés au plan structurel

Ces deux derniers mois, les données conjoncturelles sont restées globalement en phase avec nos prévisions en cas de vote en faveur du Brexit, qui anticipent une croissance de 1,5% en 2016 et 1,3% en 2017 pour la zone euro. Cependant, les risques se sont rééquilibrés à la faveur de la bonne tenue des enquêtes sur le sentiment des entreprises et des données sur le crédit en particulier. Une certaine prudence s'impose néanmoins, sachant que les négociations sur le Brexit et les problèmes non résolus que connaît le secteur bancaire, notamment en Italie, pourraient avoir des effets différés sur les conditions financières et l'activité en zone euro. De plus, le risque politique élevé en Italie et en Espagne est susceptible tôt ou tard de freiner l'investissement. Reste qu'à ce stade, la plupart des indicateurs continuent d'augurer d'une expansion de la demande intérieure au troisième trimestre, sachant que la contribution du commerce extérieur devrait redevenir positive et que l'accélération de la croissance aux Etats-Unis devrait avoir un impact favorable. Fait

INDICE DES DIRECTEURS D'ACHAT (PMI) COMPOSITE POUR LE ROYAUME-UNI ET LA ZONE EURO



intéressant, nos prévisions anticipent une convergence entre les principaux pays de la zone euro dans la mesure où la croissance semble sur le point de repartir en France et en Italie, les deux retardataires du cycle en cours dont le potentiel de rattrapage est le plus important.

«La résilience face au Brexit ne signifie pas pour autant que les difficultés politiques et économiques ont disparu.»

Nonobstant de bonnes surprises au niveau des chiffres, les perspectives d'inflation restent plus que mitigées malgré les efforts déployés par la BCE. L'inflation totale a certes connu une très légère accélération à 0,2% en juillet et en août, contre 0,1% en juin, mais la dynamique des prix à la consommation sous-jacents reste molle. Selon Eurostat, le taux d'inflation IPCH hors énergie, alimentation, alcool et tabac est retombé en août dans le bas de la fourchette de 0,8 à 1,0% dans laquelle il reste confiné depuis l'amorce de l'assouplissement quantitatif (QE) en mars 2015. Et la BCE semble s'alarmer de plus en plus de la faible dynamique des prix et des salaires. Nous nous attendons d'ailleurs à de nouvelles révisions à la baisse de ses prévisions d'inflation sous-jacente au cours des prochains trimestres, ouvrant la voie à une extension du QE d'ici la fin de l'année, en parallèle à un assouplissement des paramètres appliqués aux achats d'actifs de la BCE.

La Chine reste en bonne voie pour enregistrer une croissance de 6,5%

Les données conjoncturelles publiées ces deux derniers mois ont globalement dénoté un ralentissement de la croissance chinoise, comme attendu. Les investissements en capital fixe ont considérablement ralenti en juillet, sur fond d'affaiblissement dans le secteur de la construction, marquant une inversion du rebond amorcé fin 2015. Les investissements devraient connaître une nouvelle baisse ces prochains mois face au tassement continu du marché immobilier.

Après avoir tardé à réagir, le gouvernement semble désormais plus déterminé à réduire les surcapacités dans l'industrie lourde, avec une accélération des réductions des capacités dans les secteurs du charbon et de l'acier. L'application plus rigoureuse des contrôles de capacité risque de freiner la croissance à court terme, mais devrait se révéler bénéfique pour l'économie chinoise à moyen et à long terme. L'inflation reste globalement stable, en phase avec la faible hausse des prix de l'alimentation, mais le redressement des prix à la production consécutif au rebond des prix des matières premières dope les profits des entreprises industrielles.

La banque centrale a clairement levé le pied sur la relance monétaire, avec un ralentissement de la croissance des nouveaux crédits bancaires par rapport à la même période l'an dernier, et notamment des prêts aux entreprises non financières. Cette même tendance se retrouve au niveau du financement social total, qui constitue un indicateur plus exhaustif de la création de crédit. Il convient toutefois de noter que les ménages chinois, qui d'un point de vue historique n'ont jamais emprunté massivement, se sont endettés de façon assez rapide du fait de l'envolée récente des prix de l'immobilier. Les crédits bancaires aux ménages ont dépassé ceux aux entreprises non financières au cours des trois mois clos fin juillet, phénomène rare auparavant observé uniquement lors de courtes périodes en 2007 et 2009. Mais bien que le rapport moyen entre l'endettement et la valeur de marché des biens immobiliers vendus ait augmenté de moins de 40% en 2013 à près de 80% au deuxième trimestre 2016, nous restons d'avis que cela n'engendrera pas de risques financiers imminents. Cependant, l'accroissement de l'endettement des ménages, allié à la relative stabilité des perspectives d'inflation, limitera probablement la mise en œuvre d'un nouvel assouplissement monétaire dans un avenir proche.

Sur le front de la politique budgétaire, le soutien continu du gouvernement aux investissements en infrastructures devrait permettre d'atténuer l'impact du ralentissement de l'économie. L'augmentation du quota des emprunts d'Etat spécialisés assigné aux collectivités locales de RMB 100 milliards en 2015 à RMB 300 milliards cette année apporte des ressources supplémentaires pour la construction d'infrastructures. Globalement, nous continuons de tabler sur une croissance chinoise d'environ 6,5% cette année. Cependant, en dépit de réformes progressives, d'importantes difficultés structurelles persistent.

Les actions se redressent, les perspectives des obligations sont plus floues

Les actions des marchés émergents, les obligations «high yield» américaines et les «hedge funds» ont retrouvé leur attrait, sur fond de regain d'appétit pour le risque, contrairement aux métaux précieux.

Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet et Alexandre Tavazzi


MARCHÉS FINANCIERS

Performance en % des indices financiers en monnaies locales. Données arrêtées au 31.08.2016

		Indice	Depuis le 31.12.2015	Mois précédent
Actions USA*	USD	S&P 500	7.8%	0.1%
Actions Europe *	EUR	Stoxx Europe 600	-3.2%	0.8%
Actions marchés émergents*	USD	MSCI Emerging Markets	14.8%	2.5%
Oblig. d'entreprise <i>investment grade</i> US*	USD	ML Treasury Master	5.5%	-0.6%
Oblig. d'entreprise à haut rendement US*	USD	ML Corp Master	9.4%	0.3%
US high yield*	USD	ML US High Yield Master II	14.6%	2.2%
Hedge funds	USD	Credit Suisse Tremont Index Global**	-0.5%	1.1%
Matières premières	USD	Reuters Commodities Index	2.3%	-0.4%
Or	USD	Gold Troy Ounce	23.1%	-3.1%

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

* dividendes/coupons réinvestis ** fin juillet 2016

 L'expansion salutaire du rebond des actions ne saurait masquer les risques politiques et les perspectives incertaines des actifs obligataires

La période estivale a souri aux actifs risqués, les principaux indices boursiers américains ayant atteint des plus hauts historiques. Les actions ont promptement tourné la page du Brexit pour s'approcher de nouveaux sommets à la faveur de données économiques globalement favorables en Europe et aux Etats-Unis et de l'amélioration de la situation des producteurs de matières premières. Malmenées en début d'année, les financières ont commencé à retrouver de leur éclat. Le regain d'optimisme a engendré une rotation sectorielle, les valeurs cycliques l'emportant sur les défensives. Les valorisations sont élevées, notamment aux Etats-Unis, et une déception est à envisager en cas de bénéfices inférieurs aux attentes. Toutefois, à l'exception du marché japonais (plombé par la vigueur du yen), la hausse des cours du pétrole, la restructuration en cours des banques européennes et la stabilisation, voire une certaine amélioration, de la croissance mondiale plaident en faveur des actions. Mais il convient de rester conscient des risques politiques incluant, outre des

élections présidentielles américaines tendues, les incertitudes persistantes entourant le Brexit et l'instabilité que connaissent des pays comme l'Italie et l'Espagne.

Le MSCI Emerging Markets a surperformé le MSCI World, grâce en partie à un afflux de capitaux étrangers et au sentiment relativement favorable concernant la hausse des taux américains. Là encore, une certaine prudence pourrait s'imposer face au durcissement du ton de la Fed. Cependant, à quelques exceptions près, les obligations et les devises émergentes se sont bien comportées cet été. Les remous subis en début d'année par les marchés chinois se sont atténués, à grand renfort d'interventions budgétaires et monétaires.

Bien qu'elles jouent encore un rôle dans les portefeuilles diversifiés et qu'elles restent performantes, les obligations à long terme demeurent exposées aux éventuelles retombées inattendues du resserrement des taux américains. Leurs rendements sont désormais négatifs dans bon nombre de pays. Y compris pour les bons du Trésor US, les risques augmenteront si, comme nous le craignons, les anticipations d'inflation se révèlent excessivement faibles. Les obligations d'entreprise sont

bien orientées dans le contexte actuel de rendements faibles, mais la durabilité de ce rebond est sujette à caution. La Banque centrale européenne continue d'exercer une influence considérable sur le crédit en euros avec son programme d'achats, mais il paraît peu probable qu'elle puisse étendre sa mainmise sur le marché sans faire de dégâts.

L'ampleur des dépenses budgétaires destinées à soutenir la croissance et l'inflation mondiale constituent également un sujet de préoccupation croissant pour les acteurs du marché. Face à la faiblesse des rendements et aux risques associés aux emprunts d'Etat, ainsi qu'aux valorisations élevées des actions, nous examinons le *private equity* comme source potentielle de diversification (voir l'édito).

Actions: redressement des secteurs cycliques

Les grands indices boursiers ont tous progressé en août et ont même atteint de nouveaux sommets aux Etats-Unis.

Les fondamentaux sous-jacents du marché ont également connu une amélioration qui devrait perdurer au-delà de 2016. La tendance des prix au niveau mondial se redresse grâce au rebond des cours des matières premières et du pétrole. Ainsi, les résultats du 2^e trimestre parmi les secteurs cycliques ont dépassé les attentes et la révision à la hausse des prévisions leur a permis de surperformer en août. Le nombre d'actions contribuant au rebond du S&P 500 (+9%) et du Stoxx600 (+12%) a également augmenté en juillet-août. Cette embellie s'est accompagnée d'une forte baisse de la volatilité (de 25% en juin à 11% en août), témoignant du moindre besoin de protection des investisseurs.

Les prévisions actuelles d'une croissance de 13% des bénéfices aux Etats-Unis et en Europe en 2017 nous semblent crédibles sachant que les

secteurs cycliques, dont les perspectives ont maintes fois été revues à la baisse depuis 2014, devraient désormais apporter une contribution positive. En outre, la participation attendue à la hausse des bénéfices est bien répartie entre secteurs, ce qui limite le risque de déceptions. Ainsi, pour la première fois depuis 2014, la croissance des bénéfices pourrait dépasser 10% en 2017. Les niveaux de valorisation correspondants (16,4x pour le S&P500 et 14,5x pour l'Eurostoxx600) semblent plus raisonnables de ce point de vue. Les marchés actions développés conservent donc un potentiel haussier, mais pourraient encore subir des sursauts de volatilité.

Les changes affectent différemment les indices émergents et développés

En monnaies locales, le Japon et le Royaume-Uni ont affiché des performances diamétralement opposées, avec une baisse de 13% du TOPIX et une hausse de 12% du FTSE100 durant les huit premiers mois de 2016. Ces tendances correspondent aux fortes fluctuations des taux de change, le yen s'étant apprécié de 16,3% durant cette période, tandis que la livre sterling se dépréciait de 11%, principalement suite au vote en faveur du Brexit. Certes, les marchés actions développés affichent généralement une corrélation négative avec les taux de change, mais elle se montre particulièrement prononcée cette année. Les bénéfices en sont le principal mécanisme de transmission, sachant que les indices qui associent forte exposition internationale et monnaie faible bénéficient du rapatriement des profits des sociétés cotées depuis l'étranger. C'est ce qui explique la forte progression du TOPIX en 2013-2015. La situation est différente en ce qui concerne les marchés émergents et développés étroitement liés aux matières premières. Dans leur

cas, le rebond des cours des ressources naturelles a dopé aussi bien les devises que les actions, mais les performances présentent une dispersion plus importante.

Achats d'actions japonaises par la BoJ

Les actions nippones ont enregistré les moins bonnes performances parmi les grandes places boursières avec une baisse de 13% durant les huit premiers mois de 2016. Or, le TOPIX a repris 6,8% rien que sur les deux derniers mois, tandis que le taux de change restait relativement stable à environ 102 yens pour 1 dollar. Le momentum des bénéfices demeure faible: les prévisions pour 2016 et 2017 ont été revues à la baisse de 1,4% et 1,0% respectivement en août. Cependant, la croissance de 10,2% des profits attendue l'an prochain (sur la base d'une hausse de 3% des chiffres d'affaires) est loin d'être acquise au regard du contexte actuel des changes. Deux facteurs expliquent la récente fermeté des actions nippones. Premièrement, les investisseurs tablent sur de nouvelles mesures de la Banque du Japon (BoJ) pour freiner le yen lors de sa réunion de septembre. Deuxièmement, la BoJ est désormais le principal acheteur d'actions japonaises et détient la moitié des fonds indiciels (ETF) en actions locales, qui représentent environ 5% de la capitalisation du TOPIX.

La BoJ va continuer de combattre les pressions déflationnistes

La séance du 21 septembre pourrait être mouvementée sur les marchés des changes, les réunions de la Fed et de la BoJ étant prévues à cette date. Mais alors que la Fed cherche à relever ses taux avant la fin de l'année (probablement en décembre), la BoJ est susceptible d'assouplir encore sa politique suite à l'évaluation exhaustive de l'impact de ses programmes monétaires jusqu'ici.

Sachant que l'inflation reste nettement inférieure à son objectif de 2% (hors aliments frais, elle a reculé de 0,5% sur un an en juillet), que le stock d'obligations admissibles à son programme d'achat s'épuise et que le succès des taux négatifs est contestable, la réunion de la BoJ sera intéressante. Nous restons d'avis qu'elle demeurera déterminée à ramener l'inflation au niveau de 2% «dès que possible», sans doute via de nouvelles mesures d'assouplissement telles qu'une baisse de taux supplémentaire. Cependant, nous doutons des effets concrets de l'extension des politiques actuelles et pensons qu'au final des mesures plus musclées s'imposeront. Heureusement pour l'économie japonaise, la divergence persistante des politiques monétaires entre les Etats-Unis et le Japon devrait favoriser une légère appréciation du dollar par rapport au yen ces prochains mois.

Le gel de la production pétrolière de nouveau à l'ordre du jour

Les cours du pétrole restent soutenus par la perspective d'une demande supérieure à l'offre, à la faveur de besoins mondiaux soutenus et d'une moindre production des pays non membres de l'Opep. Sachant que l'impact du Brexit sur la demande mondiale d'or noir reste minime à ce jour, la dynamique de l'offre devrait dicter l'évolution des cours du pétrole au cours des mois à venir. Mais bien qu'un accord sur le gel de la production fin septembre semble plus probable qu'il ne l'était en avril dernier (où les négociations avaient échoué), le niveau historiquement élevé de la production en Russie et en Arabie saoudite risque d'atténuer l'impact positif sur les cours d'un éventuel accord.

Le dilemme de l'inflation

Malgré l'assouplissement monétaire toujours plus radical mené par les banques centrales, l'inflation reste notoirement absente dans la plupart des pays industrialisés. La légère accélération de la croissance, le resserrement de l'emploi et les faibles gains de productivité qui devraient stimuler l'inflation sont contrebalancés par la désinflation venant de l'étranger. En même temps, certains pays émergents importateurs de matières premières, dont l'Inde, semblent jouir d'une situation favorable, le recul de l'inflation contribuant à la croissance du PIB réel et conférant aux banques centrales un surcroît de flexibilité.

2,2%

Aux Etats-Unis, l'inflation des prix à la consommation (IPC, hors alimentation et énergie) a ralenti à 2,2% en glissement annuel en juillet, contre 2,3% en juin². Si l'on inclut l'énergie et l'alimentation, les prix ont augmenté de 0,8% en juillet, marquant aussi un ralentissement par rapport au mois de juin. **L'inflation aux Etats-Unis ne suit qu'avec retard la forte croissance de l'emploi, bien que certains s'attendent à ce que la hausse des salaires horaires moyens et le raffermissement de la croissance américaine exercent des pressions haussières sur les prix.**

+0,2%

Dans la zone euro, l'indice des prix à la consommation ha (IPCH) a augmenté de 0,2% sur un an en juillet⁶, tout com (estimation flash). L'IPCH «toutes composantes» ressort même niveau qu'un an auparavant, mais s'inscrit en hau rapport au chiffre de -0,2% enregistré en avril 2016. **Hors l'IPCH s'est établi à 1,0% sur un an en juillet et devrait 0,9% en août.**

Env. 500%

Le Fonds monétaire international table sur une hausse de 480% des prix à la consommation au Venezuela cette année et (à supposer qu'il reste encore des biens à acheter) s'attend à ce qu'elle dépasse 1600% en 2017³. Toutefois, selon un tweet basé sur des données mensuelles qui ont fuité, le taux d'inflation annualisé atteint déjà 1000%⁴. Les estimations de la banque centrale ont fait état d'une inflation de «seulement» 181% en rythme annuel en 2015⁵.

+40%

Les prix à la consommation argentins ont augmenté de 2,0% sur un mois en juillet, contre 3,1% en juin⁸ et 4,2% en mai. Les chiffres de mai ont été les premiers publiés par un office des statistiques (INDEC) remaniée suite à «l'urgence statistique» déclarée en décembre 2015. Un précédent gouvernement était en effet accusé d'avoir manipulé les chiffres de l'INDEC pour minimiser la hausse des prix. Selon un sondage de la banque centrale, les analystes prévoient un taux d'inflation annuel supérieur à 40% cette année et inférieur à 20% en 2017.

¹ Australian Bureau of Statistics, 27 juillet 2016 <http://www.abs.gov.au/ausstats/abs%40.nsf/mediareleasesbyCatalogue/902A92E190C24630CA2573220079CCD9?OpenDocument>

² Bureau of Labor Statistics, 16 août 2016 <http://www.bls.gov/news.release/pdf/cpi.pdf>

³ Fonds monétaire international, avril 2016 <http://www.imf.org/external/country/VEN/index.htm>

⁴ Francisco J. Monaldi, <https://twitter.com/fmonaldi>

⁵ Banco central de Venezuela, 18 février 2016 <http://www.bcv.org.ve/Upload/Comunicados/aviso180216.pdf>

⁶ Eurostat, 29 juillet 2016 <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/7572517/2-29072016-BP-EN.pdf/a93ad3a1-5ff4-4310-a01c-2a439e090c85>

armonisés
me en août
ainsi au
sse par
nergie,
atteindre

-1,1%

Le taux d'inflation en juillet en Suisse s'est établi à -0,4% sur un mois et à -0,2% sur un an. Le taux d'inflation annuel moyen s'est inscrit à -1,1% en 2015¹¹. **La Suisse a enregistré un taux d'inflation positif pour la dernière fois... en 2011, où il avait atteint 0,2%**. Les dernières données sur la confiance des consommateurs¹² et les ventes de détail ont elles aussi été négatives.

+1,8%

L'inflation en Chine a affiché une accélération de 1,8% sur un an en juillet, contre 1,9% en juin et 2,3%¹⁰ en avril. **La hausse des prix à la consommation reste ainsi très inférieure à l'objectif de 3% du gouvernement en 2016 et dénote une croissance anémique.**

-0,4%

Au Japon, l'indice des prix à la consommation (hors aliments frais) a baissé de 0,5% sur un an en juillet⁹, son cinquième ralentissement mensuel d'affilée. Hors alimentation et énergie, la hausse des prix n'a atteint que 0,3% en glissement annuel, indiquant que la consommation restait déprimée. **La menace de la déflation demeure d'actualité, et la Banque du Japon reste loin d'atteindre son objectif d'inflation de 2%.**

+6,1%

Les prix à la consommation en Inde ont augmenté de 6,1% sur un an en juillet, contre 5,8% en juin⁷. Les prix de l'alimentation ont augmenté de 8,4% en juillet. Grâce à la baisse des prix de l'énergie et aux efforts de la Reserve Bank of India (RBI), **l'inflation a nettement ralenti par rapport au début de 2013, où elle dépassait les 12%. Mais les derniers chiffres restent supérieurs à l'objectif de 5% visé par la RBI d'ici mars 2017.**

+1.5%

En Australie, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) s'est établie à 1,5% sur un an¹ pour le trimestre clos le 30 juin, chiffre nettement inférieur à l'objectif de 2 à 3% fixé par la Reserve Bank of Australia (RBA). Pour stimuler la hausse des prix et doper l'économie, la RBA a abaissé ses taux directeurs à un plus bas record de 1,5% le 2 août.

⁷ Ministry of Statistics and Programme Implementation (MOSPI), 12 juillet 2016 http://mospi.nic.in/Mospi_New/upload/cpi_pr_12aug16f.pdf

⁸ INDEC, 12 août 2016 http://www.indec.gov.ar/uploads/informesdepremsa/ipc_08_16.pdf

⁹ Bureau japonais de la statistique, 26 août 2016 <http://www.stat.go.jp/english/data/cpi/1581.htm>

¹⁰ Bureau national de la statistique, 8 août 2016 http://www.stats.gov.cn/english/PressRelease/201608/t20160809_1386544.html

¹¹ Bureau fédéral de la statistique, 8 août 2016 <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/en/index/news/medienmitteilungen.html?pressID=11023>

¹² Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), 4 août 2016 <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/en/index/news/medienmitteilungen.html?pressID=11023>

Un été sans nuage

Les inquiétudes entourant le Brexit se sont dissipées pendant l'été, contribuant à la bonne performance des actifs risqués. Les actions ont été soutenues par l'amélioration des résultats, tandis que les obligations d'entreprise profitaient de la quête de rendement. Principaux perdants de ce regain d'optimisme, les métaux précieux ont cédé du terrain.

Actions

Pas de «Brexit blues»

Les fondamentaux se redressent, tout comme les résultats.

Oubliant rapidement le choc du vote sur le Brexit, les bourses se sont focalisées sur l'amélioration des fondamentaux intervenue en août. Le rendement total de l'indice MSCI World s'est établi à 0,1% en dollars, contre 2,5% pour le MSCI EM. La Chine et Hong Kong ont enregistré les meilleures performances des marchés émergents, gagnant respectivement 7,3% et 5,2%. Sur les marchés développés, l'Europe (+0,8%) a devancé les Etats-Unis (+0,1%) en devises locales, grâce à l'Allemagne (+2,5%) et au Royaume-Uni (+1,7%). Le Topix a quant à lui crû de 0,5% en devises locales. Le rebond n'a donc pas tardé après le référendum britannique du 23 juin, le Brexit ne semblant pas menacer l'économie mondiale et après un pic à l'issue du vote, la volatilité est vite retombée aux niveaux de 2014 (11,3% aux Etats-Unis et 20% en Europe fin août).

Les résultats du deuxième trimestre ont justifié l'optimisme vis-à-vis des sociétés américaines et européennes, les bénéfiques dépassant les attentes de 1,8% outre-Atlantique et de 8,7% sur le Vieux continent. Les performances des valeurs cycliques et financières ont réservé de bonnes surprises pour le deuxième trimestre consécutif, avec à la clé des relèvements de prévisions annuelles et un rebond des marges bénéficiaires. Pourtant, fin août, les valorisations pour 2016 restaient élevées, avec un ratio cours/bénéfices (PER) à 18,6x pour le S&P500, 16,4x pour le Stoxx 600 et 13,9x pour le Topix. Sur la base des prévisions pour 2017, elles semblent plus raisonnables: 16,4x aux Etats-Unis, 14,5x en Europe et 12,6x au Japon.

Obligations

L'appétit pour le risque profite à l'Espagne et à l'Italie

La progression des rendements souverains core s'est traduite par une surperformance des obligations périphériques.

Les craintes entourant le Brexit s'apaisant, les obligations souveraines refuges (exception faite des *Gilts* britanniques, qui ont profité de l'assouplissement quantitatif de la BoE) ont sous-performé les obligations italiennes et espagnoles. Conformément à nos prévisions, le rendement des bons du Trésor américain (*Treasuries*) à 10 ans a crû de 13 pb en août, à 1,58%, la probabilité d'un relèvement des taux directeurs en décembre atteignant désormais 61%, selon le marché. Ce redressement devrait se poursuivre et le rendement des *Treasuries* atteindre 1,7% dans les deux prochains mois.

La BCE demeurant accommodante, le rendement du *Bund* allemand à 10 ans est resté négatif (-0,07% à fin août). Nous pensons que la BCE agira en décembre plutôt qu'en septembre. Elle pourrait annoncer une prolongation de six mois de son assouplissement quantitatif et un changement des critères, les titres allemands à la vente se faisant rares. Raison pour laquelle le rendement du *Bund* à 10 ans devrait remonter à 0,08% d'ici deux mois.

Les obligations italiennes et espagnoles ont bondi en août, les *spreads* par rapport aux *Bunds* se contractant d'environ 7 pb. Les risques spécifiques restent importants. Il s'agit notamment du référendum constitutionnel de cet automne et des prêts non performants des banques en Italie, ainsi que de l'absence de gouvernement en Espagne. Il reste toutefois une infime chance qu'une coalition de centre droit puisse être formée; de plus, la forte croissance nous incite à l'optimisme vis-à-vis de l'Espagne.

Obligations corporate

Le *high yield* au-dessus de la mêlée

*Dopé par un regain d'appétit pour le risque, le *high yield* a nettement surperformé l'*investment grade*.*

Grâce à un regain d'appétit pour le risque, le *high yield* (HY) a connu un excellent mois d'août, l'indice BofAML* en dollars gagnant 2,3% et son équivalent en euros, 1,7%. Les *spreads* par rapport aux obligations d'Etat ont enregistré une contraction spectaculaire, les rendements poursuivant leur chute (moins de 4% pour le HY en euros). La surperformance du HY en dollars s'explique par le rebond des cours du pétrole. L'impact s'est révélé moins notable en euros, mais le secteur financier a joué un rôle positif. Pourtant, en raison des prêts non performants des banques italiennes et des craintes vis-à-vis de la rentabilité du secteur bancaire en général, les CDS de la dette financière subordonnée HY en euros restent élevés et volatils, reflétant les inquiétudes du marché. Tant que ces problèmes de prêts non performants ne seront pas résolus, le HY en dollars devrait donc garder l'avantage, même si le redémarrage du cycle de relèvement des taux de la Fed pourrait inverser la vapeur.

Les indices des obligations *investment grade* (IG) en euros et en dollars sont restés stables en août, les rendements américains progressant légèrement, dans le sillage des bons du Trésor. Mais les obligations d'entreprise ont servi de protection contre cette hausse, les *spreads* se contractant. Même si le crédit s'est bien comporté depuis le début de l'année, les *spreads* restent attrayants dans un contexte de faiblesse des rendements.

* Les performances des indices BofAML (Bank of America Merrill Lynch) sont exprimées en rendement absolu.

Hedge funds

Que l'avenir réserve-t-il aux fonds en actions?

Les gérants de hedge funds en actions ont connu un premier semestre difficile, mais la normalisation du marché leur a permis de réduire les pertes.

Le premier semestre 2016 a figuré parmi les plus difficiles de l'histoire des hedge funds en actions *long/short*. Fluctuations des marchés et multiples rotations des facteurs de risque sont les principaux responsables d'une sous-performance qui a touché quasiment tous les styles, orientations géographiques ou sectorielles. La majorité des stratégies, exception faite de celles axées sur le *trading*, ont été à la peine au cours d'une période où l'évolution des actions était déconnectée des fondamentaux des entreprises, particulièrement au moment des résultats. En plus des inversions brutales de dynamique et de prééminence sectorielle, les principales positions *long* des hedge funds (panier GS VIP) accusaient, fin juin, onze mois de sous-performance par rapport au S&P500. Les positions *short* habituelles des hedge funds ont surperformé les expositions *long* sur la période. Pourtant, en milieu d'été, le contexte est devenu plus favorable aux fonds *long/short* en actions, les facteurs de risque liés aux actions semblant se normaliser. Même si les marchés paraissent toujours manquer d'orientation claire, l'embellie aux Etats-Unis pourrait justifier de nouveaux relèvements des taux d'ici à la fin de l'année. Une telle hausse, ou simplement une évolution des anticipations en la matière, pourrait créer de nouvelles opportunités pour les gérants *long/short*. Parallèlement, les gérants se positionnent avec prudence, déployant leurs capitaux de manière opportuniste.

Métaux précieux

Pause aoûtienne

Après une solide avancée en juin et juillet, les métaux précieux ont marqué le pas.

En juin et juillet, les métaux précieux ont été dopés par les incertitudes liées au Brexit, mais cette dynamique s'est dégradée en août. L'or, qui avait gagné 11,2% en juin/juillet, a ainsi reculé de 3,1% le mois dernier. Sur la même période, l'argent a pris 27,1% puis perdu 8,3% (ce qui confirme qu'il suit une évolution similaire à l'or, mais de manière plus extrême), contre +17,3% et -8,4% pour le platine et +29,8% et -5,3% pour le palladium.

La performance de ce dernier s'explique notamment par les ventes de voitures en Chine, particulièrement dynamiques ces derniers temps.

Notre scénario tablant sur un resserrement monétaire de la Fed en décembre, les taux d'intérêt devraient s'avérer moins favorables aux métaux précieux. Compte tenu de l'appréciation du dollar, la probabilité d'une poursuite de la correction actuelle semble élevée. Au sein des métaux précieux, nous continuons de privilégier le palladium pour des questions d'équilibre offre/demande et d'exposition aux ventes de voitures aux Etats-Unis et en Chine, dont la solidité devrait perdurer. Une baisse des cours offrirait un point d'entrée plus intéressant qu'à l'heure actuelle, l'envolée récente et notre scénario de relèvement des taux américains présageant d'un rapport risque/rendement médiocre à court terme.

Devises

Portage ou valeur?

Malgré l'incessante quête de rendement, cette année, les stratégies basées sur les valorisations des monnaies ont tendance à surperformer les stratégies de portage.

Depuis le début de l'année, grâce aux politiques accommodantes des banques centrales, la volatilité s'avère relativement limitée, favorisant la quête de rendement. Conséquence: au niveau des devises du G10, les stratégies de portage basées sur l'achat de devises à haut rendement et la vente de devises à faible rendement ont enregistré une performance positive. Élément intéressant: les stratégies de valeur, qui achètent des devises bon marché et vendent les plus coûteuses, ont fait encore mieux. L'argument étayant les stratégies de valeur est le suivant: les politiques monétaires frôlant leurs limites, notamment en matière de taux directeurs, les forces qui poussent les devises mal valorisées à se rapprocher de leur valeur fondamentale de long terme devraient avoir plus d'impact. Malheureusement, ces deux types de stratégie ne sont pas compatibles, car les devises bon marché (yen japonais ou couronne suédoise) affichent des rendements faibles, tandis que celles à haut rendement (dollar australien ou néo-zélandais) sont chères. La couronne norvégienne semble être le meilleur compromis. Son rendement est correct (environ 1,09% sur les dépôts à trois mois) et elle est sous-valorisée (-17,3% par rapport au dollar américain), ce qui la rend particulièrement intéressante.

L'économie chinoise ralentit, mais l'Inde et l'Indonésie pourraient prendre le relais

Dans un contexte de croissance mondiale anémique, l'Inde et l'Indonésie, deux des plus grandes économies asiatiques, ont engagé une vague de réformes ambitieuses susceptibles d'induire une accélération durable de leur PIB.

Les investisseurs internationaux boudent les marchés émergents depuis quelque temps et l'Asie émergente n'y échappe pas. Ils s'inquiètent du ralentissement en Chine, de la baisse des prix des matières premières et du relèvement escompté des taux de la Fed. Or, deux grandes économies émergentes asiatiques, l'Inde et l'Indonésie, pourraient encore être en mesure de réaliser des performances économiques supérieures. Cette opinion positive se fonde sur l'amélioration des conditions macroéconomiques née de réformes structurelles.

Deux grands pays à fort potentiel

Une situation démographique favorable.

L'Inde et l'Indonésie sont les deuxième et quatrième pays les plus peuplés au monde (1,3 milliard et 258 millions d'habitants respectivement en 2015), avec une structure démographique extrêmement favorable. Grâce à la relative jeunesse de leur population, ils continueront de disposer d'un immense réservoir de main-d'œuvre à l'horizon des prochaines décennies, même si assurer un emploi à tous constitue un

défi considérable. A l'inverse, la population active en Chine a déjà atteint un pic. Le coût de la main-d'œuvre y est plus du double de celui observé en Inde et en Indonésie, rendant ces deux pays plus attractifs pour les activités manufacturières et de services exigeantes en main d'œuvre.

Une forte marge de développement. Selon les données de la Banque mondiale, l'Inde et l'Indonésie se classaient respectivement aux 123^e et 96^e rangs en termes de PIB par habitant (sur la base de la parité de pouvoir d'achat, ou PPA) sur 183 pays en 2015. Ces deux Etats disposent par ailleurs d'une grande marge de développement du point de vue technologique et des infrastructures, notamment pour doper la croissance de la productivité, particulièrement en Inde. Dans des secteurs comme l'énergie, le transport et les télécommunications, elle accuse en effet encore souvent un retard important sur la Chine.

Alors que la Chine a souvent été critiquée pour ses investissements excessifs, l'Inde de toute évidence n'a pas investi suffisamment. Avec un faible apport initial en capital, des investissements supplémentaires pourraient générer un rendement marginal considérable, avec un impact potentiellement massif en termes de gains d'efficacité et de productivité.

Des réformes structurelles pour libérer la croissance

Tout au long de leur histoire, l'Inde et l'Indonésie ont connu bien des déceptions sur le plan économique. Politiques protectionnistes et populistes, insuffisance des infrastructures et manque d'efficacité les ont empêchées de réaliser pleinement leur potentiel.

Mais 2014 pourrait bien avoir marqué un tournant. En effet, Narendra Modi

est alors devenu Premier ministre en Inde en mai et Joko Widodo (surnommé Jokowi) a été élu président de l'Indonésie en juillet, tous deux ayant promis un vaste programme de réformes.

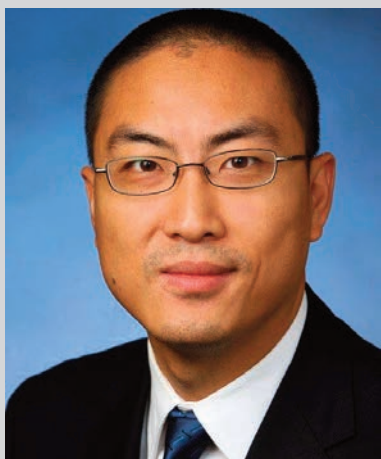
Moins de barrières pour attirer l'investissement.

En juin 2016, le gouvernement indien a annoncé une nouvelle vague de libéralisation de son régime d'investissement direct étranger (IDE) après celle de novembre 2015. En vertu de ces nouvelles règles, les investisseurs étrangers seront autorisés à détenir à 100% des entreprises indiennes dans un vaste éventail de secteurs dans lesquels la présence d'acteurs étrangers était auparavant soumise à d'importantes restrictions. Selon Narendra Modi, la libéralisation des règles en matière d'IDE signifie que l'investissement étranger dans la plupart des secteurs sera automatiquement approuvé.

Des réformes similaires ont été mises en œuvre en Indonésie. En février 2016, trente-cinq secteurs ont été ouverts aux investisseurs étrangers et les restrictions en place ont été entièrement levées dans certaines industries.

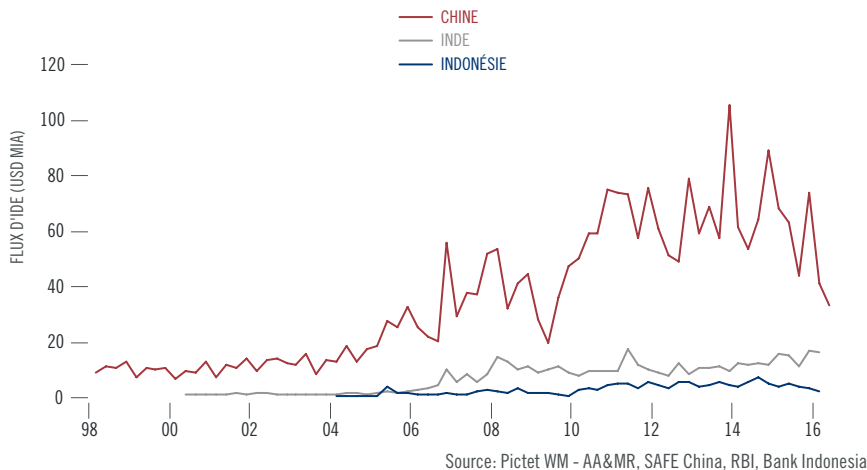
L'afflux d'IDE vers l'Inde et l'Indonésie reste nettement inférieur à celui vers la Chine, mais des données récentes font état d'une solide croissance des investissements étrangers en Inde. En 2015, l'IDE vers l'Inde a atteint un sommet historique de USD 55,6 milliards, marquant une hausse de 54% par rapport à 2013 (graphique 1). L'augmentation de l'IDE vers l'Indonésie se fait encore attendre, mais le pays semble bien placé pour tirer parti de la délocalisation hors de Chine d'activités manufacturières exigeantes en main d'œuvre au profit de pays aux coûts plus faibles.

Faciliter les affaires. Le gouvernement Modi s'est fixé en 2014 pour objectif de



Dong Chen,
économiste senior Asie,
Pictet Wealth Management

GRAPHIQUE 1: FLUX D'IDE VERS LA CHINE, L'INDE ET L'INDONÉSIE



faire passer l'Inde du 142^e au 50^e rang dans l'indice de facilité à faire des affaires créé par la Banque mondiale. Le gouvernement indien a ainsi consacré des efforts importants à la simplification des procédures d'obtention des autorisations administratives et ces efforts ont permis une nette augmentation desancements de projets depuis mi-2014 (graphique 2).

Le gouvernement indonésien a également pris des mesures pour réduire les réglementations contradictoires et simplifier les

procédures administratives, et a mis en place des allègements fiscaux en faveur de secteurs clés. La création d'entreprises a également été rendue plus facile.

Renforcement de la situation budgétaire pour soutenir l'investissement dans les infrastructures. Les investisseurs étrangers déplorent souvent l'insuffisance des infrastructures en Inde et en Indonésie. Les deux pays ont donc pris des mesures visant à consolider leur situation budgétaire pour mieux soutenir les investissements essentiels.

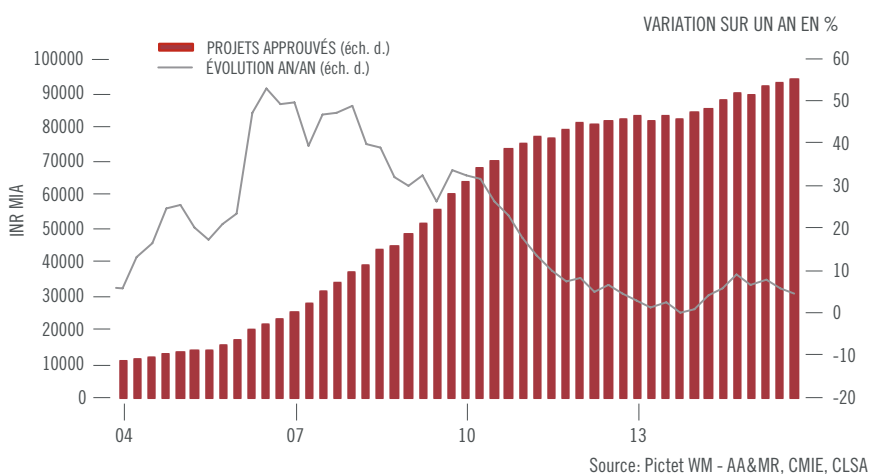
Côté dépenses, les deux gouvernements se sont détournés des politiques populistes du passé au titre desquelles des montants importants étaient consacrés à des subventions inefficaces. Ils ont notamment profité de la baisse des cours du pétrole pour réduire les subventions aux combustibles et à d'autres produits.

Côté recettes, l'Inde et l'Indonésie ont pris des mesures destinées à améliorer l'efficacité du système fiscal.

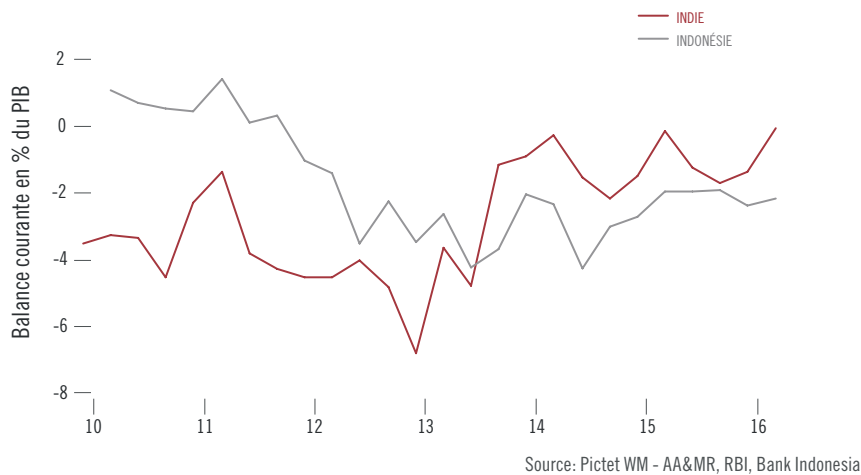
L'événement le plus important à cet égard a été le vote par le Parlement indien d'une taxe nationale unique sur les biens et les services (GST) début août 2016. Le précédent système de taxation indirecte indien souffrait en effet de la multiplicité des niveaux de prélèvement, de la complexité des classifications et des différences de taux d'imposition et de procédures administratives d'un Etat indien à l'autre. Pour compliquer les choses, les taxes payées dans tel Etat n'étaient pas reconnues dans tel autre. Ainsi, les réseaux de distribution et de logistique des entreprises au-delà des frontières d'un même Etat obéissaient souvent davantage à une logique d'optimisation fiscale qu'à une logique économique, causant des inefficacités d'ampleur considérable.

Le nouveau système GST (dont l'introduction est prévue en avril 2017) vise à apporter une solution à ces problèmes. En regroupant plus d'une douzaine de taxes centrales et locales, il simplifie beaucoup la structure de taxation indirecte et réduit le risque d'évasion fiscale. De plus, il crée un marché national indien réellement unifié en éliminant la fragmentation géographique. En permettant des économies d'échelle, cette réforme devrait stimuler la croissance dans les domaines du commerce et de la logistique, et élargir l'assiette fiscale.

GRAPHIQUE 2: LE NOMBRE DES PROJETS APPROUVÉS EN INDE AUGMENTE



GRAPHIQUE 3: NETTE AMÉLIORATION DE LA BALANCE COURANTE INDIENNE



Cette consolidation de l'assise budgétaire devrait permettre un soutien accru aux dépenses d'infrastructures aussi bien en Inde qu'en Indonésie.

Meilleure position extérieure et recul de l'inflation

L'Inde et l'Indonésie comptaient parmi les pays surnommés les «Cinq fragiles» lors de la montée en flèche des taux américains en 2013 (l'épisode «Taper tantrum») en raison de la détérioration de leur balance courante et de leur vulnérabilité à une fuite des capitaux. La situation des comptes courants s'est grandement améliorée depuis, notamment en Inde (graphique 3). Le déficit de la balance courante indienne a ainsi chuté à environ 1% du PIB en moyenne, contre 5% mi-2013. De plus, les réserves de change de l'Inde ont augmenté de 31% depuis le point bas atteint en septembre 2013.

La balance courante de l'Indonésie est plus difficile à équilibrer, car le pays

est exportateur de matières premières. Néanmoins, il est parvenu à réduire le déficit de plus de 4% du PIB mi-2013 à environ 2% actuellement. Tout comme en Inde, les réserves de change de l'Indonésie ont elles aussi beaucoup augmenté, avec une hausse de 18% par rapport au point bas de juillet 2013. Une récente amnistie fiscale destinée à inciter les résidents indonésiens à rapatrier leurs actifs détenus à l'étranger pourrait engendrer des afflux de capitaux plus importants à court terme. Les recettes fiscales supplémentaires de ce programme, dont le montant pourrait atteindre environ USD 12 milliards d'ici fin mars 2017, renforceront davantage la situation budgétaire du pays.

L'amélioration des positions extérieures de l'Inde et de l'Indonésie, associée à un relèvement plus modeste que prévu des taux de la part de la Fed cette année, a considérablement apaisé les craintes des investisseurs. De plus, la baisse des prix mondiaux des

matières premières depuis 2014 a entraîné un net recul de l'inflation. Compte tenu de l'embellie du sentiment du marché et du contexte favorable du point de vue de l'inflation, les autorités monétaires des deux pays sont désormais mieux à même de soutenir la croissance et elles conservent une marge de manœuvre leur permettant d'abaisser leurs taux à court terme.

Conclusion

Malgré les craintes persistantes des investisseurs vis-à-vis des marchés émergents pris dans leur ensemble, et bien que la gouvernance et le risque politique restent des facteurs à prendre en compte dans les deux pays, l'Inde et l'Indonésie restent deux marchés prometteurs. Grâce à leur profil démographique favorable et à leurs dirigeants réformateurs, leurs perspectives économiques apparaissent positives à moyen terme, alors que leurs politiques monétaires accommodantes pourraient doper la croissance à court terme. Bien qu'un changement de méthodologie statistique ait rendu difficiles les comparaisons historiques, l'Inde devrait conserver un taux de croissance de plus de 7% par an à un horizon de trois à cinq ans, tandis que l'Indonésie pourrait voir sa croissance s'accélérer progressivement d'environ 5% à l'heure actuelle à un niveau proche de 6% à moyen terme. Dans un monde où l'atonie de la croissance est devenue la norme, de telles performances méritent de retenir l'attention des investisseurs.

Contributeurs | Christophe Donay, Alexandre Tavazzi, Bernard Lambert, Jean-Damien Marie, Jacques Henry, Luc Luyet, Nadia Gharbi, Lauréline Chatelain, Frederik Ducrozet, Dong Chen
Edition | Aidan Manktelow, Kalina Moore, Isidore Ryan | Rédaction achevée le 2 septembre 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.

Rebond de l'inflation attendu en 2017

Au sein des grandes devises, la livre sterling est celle qui a perdu le plus de terrain cette année, la majeure partie de ce repli étant intervenu après le vote du 23 juin en faveur du Brexit, son recul dopant les prévisions d'inflation. De fait, même si la dynamique des prix devait rester morose dans les économies développées, nous anticipons un rebond l'an prochain.

Data in charts and tables on this page are as of August 31, 2016

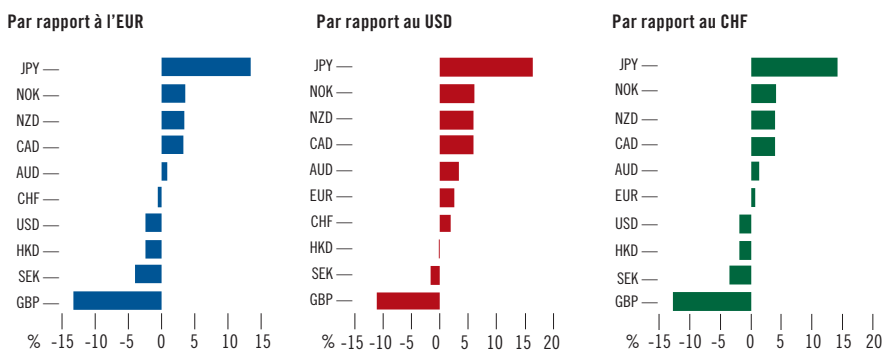
PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Taux de croissance du PIB	2014	2015	Estimations Pictet – (consensus*)	
			2016E	2017E
USA	2.4%	2.6%	1.5% (1.5%)	2.0% (2.3%)
Zone euro	0.9%	1.6%	1.5% (1.5%)	1.3% (1.2%)
Suisse	1.9%	0.9%	0.9% (1.0%)	1.5% (1.4%)
Royaume-Uni	3.1%	2.2%	1.3% (1.6%)	0.9% (0.6%)
Japon	-0.1%	0.6%	0.6% (0.5%)	0.5% (0.8%)
Chine	7.3%	6.9%	6.5% (6.5%)	6.2% (6.3%)
Brésil	0.1%	-3.9%	-3.2% (-3.2%)	0.7% (1.0%)
Russie	0.5%	-3.3%	-0.8% (-0.8%)	1.3% (1.2%)

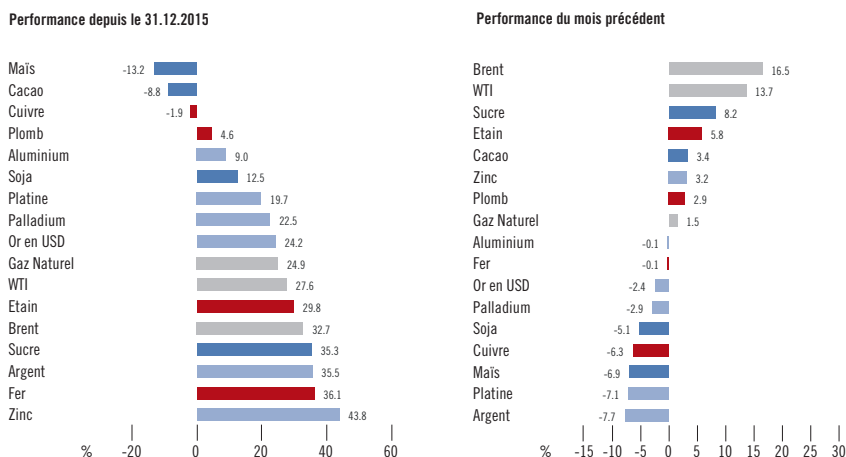
Inflation (IPC) Moyenne annuelle sauf Brésil fin d'année	2014	2015	2016E	2017E
USA	1.6%	0.1%	1.3% (1.2%)	2.4% (2.3%)
Zone euro	0.4%	0.0%	0.2% (0.2%)	1.3% (1.3%)
Suisse	0.0%	-1.1%	-0.5% (-0.4%)	0.3% (0.2%)
Royaume-Uni	1.5%	0.0%	0.9% (0.7%)	2.2% (2.4%)
Japon	2.7%	0.8%	0.1% (-0.1%)	1.1% (0.6%)
Chine	2.0%	1.4%	2.2% (1.5%)	1.8% (1.7%)
Brésil	6.3%	9.0%	8.6% (7.2%)	5.7% (5.3%)
Russie	7.8%	15.5%	6.6% (6.6%)	5.6% (5.5%)

*Source: Consensus Economics Inc

VARIATION DES COURS DE CHANGE (DEPUIS LE 31.12.2015)



MATIÈRES PREMIÈRES

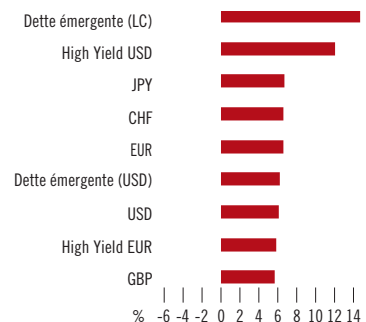


TAUX D'INTÉRÊT

	Courts (3 mois)	Long (10 ans)
USA	0.50%	1.6%
Zone euro	0.0%	0.0%
Suisse	-0.75%	-0.5%
Royaume-Uni	0.25%	0.6%
Japon	0.0%	-0.1%
Chine	2.10% (1 an)	4.8% (5 ans)
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*	5.3%	2.3%	1.7%	16.9%
S&P 500*	7.7%	4.6%	4.0%	19.5%
MSCI Europe*	-0.6%	-3.4%	-4.0%	10.3%
Tokyo SE (Topix)*	1.5%	-1.4%	-2.0%	12.7%
MSCI Pacific ex. Japan*	7.3%	4.3%	3.6%	19.1%
SPI*	0.6%	-2.3%	-2.9%	11.6%
Nasdaq	3.1%	0.2%	-0.5%	14.4%
MSCI Em. Markets*	12.0%	8.8%	8.2%	24.4%
Russell 2000	7.4%	4.3%	3.7%	19.2%

* Dividendes réinvestis

SECTEURS D'ACTIVITÉ

Performance depuis le 31.12.2015	USA	Europe	Monde
Industrie	10.9%	4.2%	8.7%
Technologie	8.5%	1.0%	7.7%
Matériaux de base	12.0%	11.6%	16.1%
Télécommunications	15.1%	-14.6%	5.6%
Santé	0.7%	-9.3%	-2.1%
Energie	13.3%	8.2%	13.7%
Services publics	12.6%	-5.0%	6.0%
Finance	2.6%	-18.8%	-3.1%
Consommation de base	7.2%	2.4%	6.2%
Consommation discrétionnaire	2.8%	-9.6%	0.1%

