

---

# Perspectives

---

Faire face à des marchés trop optimistes — page 3

---

Les marchés font une pause — pages 4-5

---

Point haut pour la zone euro — pages 5-6

---

Stratégie d'investissement: les points forts — page 9

---

Encore une bulle technologique? — pages 10-11

---

Ruée sur les fusions-acquisitions — pages 11-14

---

Une époque intéressante pour le secteur bancaire — pages 14-16

---

La Suisse survit au choc du franc — pages 17-19

---

Le fabuleux destin de l'analyse quantitative — pages 21-22

---



## Marchés haussiers ou baissiers?

Valorisations élevées et risques persistants: après avoir grimpé en flèche, les actifs risqués marquent le pas. Les marchés financiers devront être moins optimistes et avoir plus de catalyseurs pour rester en bonne santé.

## INDICATEURS ÉCONOMIQUES

### CROISSANCE DU PIB RÉEL (%)

	2014	2015	2016	2017E		2018E	
				PWM – AA&MR*	Bloomberg prévisions du consensus	PWM – AA&MR*	Bloomberg prévisions du consensus
<b>ÉTATS-UNIS</b>	2.4	2.6	1.6	2.0	2.2	2.3	2.3
<b>ZONE EURO</b>	1.3	1.9	1.7	1.9	1.8	1.6	1.6
<b>Allemagne</b>	1.6	1.5	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6
<b>France</b>	1.0	1.0	1.1	1.5	1.4	1.5	1.5
<b>Italie</b>	0.2	0.7	1.0	1.1	1.1	0.9	1.0
<b>Espagne</b>	1.4	3.2	3.2	2.8	2.8	2.2	2.2
<b>SUISSE</b>	2.0	0.8	1.3	1.4	1.4	1.7	1.7
<b>ROYAUME-UNI</b>	3.1	2.2	2.0	1.5	1.6	1.0	1.3
<b>JAPON</b>	-0.1	0.6	1.0	1.3	1.3	1.0	1.0
<b>CHINE</b>	7.3	6.9	6.7	6.5	6.6	6.2	6.3
<b>BRÉSIL</b>	0.1	-3.9	-3.6	1.0	0.5	1.7	2.1
<b>RUSSIE</b>	0.7	-2.8	-0.2	1.1	1.2	1.4	1.5

### INFLACIÓN (%)

	2014	2015	2016	2017E		2018E	
				PWM – AA&MR*	Bloomberg prévisions du consensus	PWM – AA&MR*	Bloomberg prévisions du consensus
<b>ÉTATS-UNIS</b>	1.6	0.1	1.3	2.1	2.3	2.3	2.2
<b>ZONE EURO</b>	0.4	0.0	0.2	1.6	1.6	1.3	1.5
<b>Allemagne</b>	0.8	0.1	0.4	1.7	1.7	1.6	1.6
<b>France</b>	0.6	0.1	0.3	1.4	1.3	1.3	1.3
<b>Italie</b>	0.2	0.1	-0.1	1.3	1.4	1.1	1.3
<b>Espagne</b>	-0.2	-0.6	-0.3	2.0	2.1	1.4	1.5
<b>SUISSE</b>	0.0	-1.1	-0.4	0.5	0.5	1.0	0.6
<b>ROYAUME-UNI</b>	1.5	0.0	0.8	2.8	2.7	2.3	2.6
<b>JAPON</b>	2.7	0.8	-0.3	0.3	0.6	0.5	0.8
<b>CHINE</b>	2.0	1.4	2.0	1.8	2.0	2.3	2.2
<b>BRÉSIL</b>	6.3	9.0	8.7	4.8	3.8	5.0	4.4
<b>RUSSIE</b>	7.8	15.6	7.1	4.9	4.3	4.8	4.1

\* Pictet Wealth Management - Asset Allocation & Macro Research - Données compilées au 30 juin 2017

## FAIRE FACE À L'EXCÈS DE CONFIANCE AMBIANT



**CESAR PEREZ RUIZ**

Directeur des investissements  
*Pictet Wealth Management*

«Dans un contexte de risque non négligeable, l'excès de confiance semble s'installer»

Ces derniers mois ont été ponctués d'événements qui auraient pu ébranler les marchés: difficultés croissantes suscitées par les liens supposés entre l'Administration du président Trump et la Russie, choc des législatives britanniques ou encore scandale de corruption entourant le président brésilien Michel Temer. La situation géopolitique n'est guère plus enviable, comme en témoigne l'embargo décrété par l'Arabie saoudite et ses alliés à l'encontre du Qatar pour des questions de politique étrangère.

Enfin, la Fed a non seulement relevé ses taux directeurs en mars et en juin, mais elle a aussi indiqué que le processus de réduction de son bilan (qui a bondi avec ses programmes d'assouplissement quantitatif/QE) débiterait plus tôt que prévu, probablement au dernier trimestre 2017. Les banques centrales n'ayant jamais retiré autant de liquidités, impossible d'anticiper l'impact sur les marchés.

Malgré ces risques, les actions vont bien, bien qu'un certain essoufflement de Wall Street ait permis à l'Europe de rattraper son retard. Pourtant, les valorisations restent élevées des deux côtés de l'Atlantique: le ratio cours/bénéfices à 12 mois ressort à 17x pour le S&P500 et à 15,3x pour le Stoxx Europe 600, bien au-delà des moyennes de long terme.

La raison? Des perspectives bénéficiaires radieuses, avec une croissance à deux chiffres attendue en 2017, et des données économiques encourageantes, la reprise mondiale semblant se poursuivre. Preuve du regain de confiance des entreprises, les fusions-acquisitions se multiplient, surtout en Europe (un thème que nous avons déjà identifié pour cette année).

Pourtant, dans un contexte de risque non négligeable, l'excès de confiance semble s'installer. Les rendements souverains *core* ont baissé, la volatilité des actions et des obligations s'avérant étonnamment faible, le VIX oscillant par exemple autour de 10%. Mi-juin, le décrochage des valeurs technologiques a rappelé que les inquiétudes entourant les valorisations des FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix et Google) pouvaient agiter la bourse toute entière.

Nous avons pour notre part décidé, début juin, de profiter de la faiblesse de la volatilité pour engranger quelques bénéfices sur nos positions. Nous avons ainsi réduit la surpondération des actions développées. Nous avons également vendu la majeure partie de notre exposition au haut rendement américain, qui semblait particulièrement vulnérable à un accès de volatilité (*spreads* très faibles qui ne semblaient pas pleinement intégrer le risque de défaut). La dette européenne à haut rendement offre un meilleur rapport risque/rendement, et le fait que le cycle de la BCE soit moins avancé que celui de la Fed permet de prendre davantage de risques sur les comptes en euros. Nous avons investi le produit de ces ventes dans des obligations d'entreprise ou mixtes (mélange de dette privée et souveraine) à court terme, ou dans des liquidités en dollars.

Tout compte fait, il est essentiel que les portefeuilles restent investis. Cette année a en effet offert de très bons rendements et nous gardons une vue positive face aux actifs risqués. Mais les marchés commençant à se montrer trop confiants, il nous a semblé prudent de prendre quelques bénéfices et d'acheter des instruments de protection avant l'été.



**CHRISTOPHE DONAY**

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

POLITIQUE ÉCONOMIQUE

## Les perspectives pour les marchés

Après une pause, les marchés peuvent encore redémarrer d'ici à la fin de l'année. Mais une meilleure coordination des politiques destinées à placer l'économie mondiale dans une trajectoire plus solide fait toujours défaut.

À la mi-2017, le scénario central que nous avons dévoilé en début d'année (rebond modéré de la croissance mondiale et inflation limitée) reste globalement pertinent. Les perspectives économiques à court terme aux Etats-Unis et en Europe demeurent bien orientées pour le reste de l'année et l'embellie sur le

### «Le potentiel de progression des actions reste élevé»

marché du travail pourrait stimuler l'inflation. Les indicateurs avancés vont dans la bonne direction et l'économie mondiale semble s'inscrire dans un cycle haussier synchronisé.

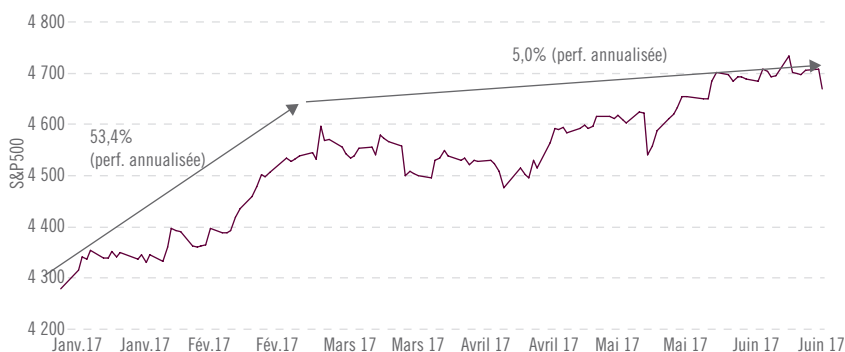
Pour les marchés mondiaux, la question est désormais de savoir si ces conditions favorables vont perdurer. Hélas, difficile de se montrer affirmatif en l'absence de mesures économiques coordonnées visant à étayer la récente reprise. Europe, Asie ou

Amérique, même combat: les politiques économiques ne sont ni coordonnées ni concertées. Et sans soutien politique à la fois fort et durable, le mouvement haussier et apparemment synchronisé dont nous bénéficions actuellement risque fort de se transformer en coup de chance passager. Un élan politique plus franc est nécessaire pour assurer une base plus solide. Mais, pour l'heure, rien ne nous incite à relever le scénario que nous avons présenté en janvier pour l'inflation et le PIB en 2017 et 2018.

Qu'est-ce que cela signifie pour les marchés, et notamment pour les marchés actions? L'absence d'élan politique risque de prolonger la pause que marquent actuellement les places boursières, et ce jusqu'à l'apparition de nouveaux catalyseurs. Cette pause transparait d'ailleurs d'ores et déjà dans l'essoufflement des marchés américains. La progression annualisée du S&P 500, qui avait dépassé les 50% pendant les premières semaines de l'année, s'est réduite à tout juste 6% entre mars et fin juin. Et, comme l'a prouvé le bref décrochage des valeurs technologiques début juin, le niveau élevé des valorisations est progressivement mis à l'épreuve. Le même phénomène sévit en Europe depuis le mois de mai, le coup de pouce apporté par la défaite des partis populistes s'estompant et les marchés commençant à intégrer la normalisation de la politique de la BCE.

Pourtant, nous ne sommes pas nécessairement pessimistes vis-à-vis des actions. Certes, les valorisations sont supérieures aux moyennes de long terme, mais elles se justifient par une

### LE S&P 500 EN PERTE DE VITESSE DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE



Date: 3 juillet 2017  
Source: PWM - AA&MR, Factset

progression des résultats qui devrait se poursuivre l'an prochain. Nous tablons actuellement sur une hausse de 10 à 12% des bénéfices aux Etats-Unis et en Europe: les cours peuvent donc encore afficher des progressions à deux chiffres des deux côtés de l'Atlantique.

Malheureusement, les marchés ne devraient intégrer les projections de croissance bénéficiaire qu'en fin d'année. D'ici là, les actifs risqués

pourraient être à la peine. Et même si l'administration Trump faisait voter une réforme fiscale et de nouveaux investissements dans les infrastructures, nous n'attendons rien de concret avant les dernières semaines de l'année. Dans ces conditions, difficile de savoir ce qui pourrait faire monter les marchés.

La bonne tenue de la croissance, et notamment l'embellie sur les marchés du travail aux Etats-Unis et en

Europe, nous porte à croire que, malgré un scepticisme croissant, les paris sur la reflation (basés sur un regain d'inflation et d'expansion économique) ont encore de beaux jours devant eux. Cependant, dans l'attente de nouveaux catalyseurs, les marchés pourraient manquer d'orientation claire dans les mois à venir. ■



**FREDERIK DUCROZET**

Economiste Europe senior  
Pictet Wealth Management

## ZONE EURO

# Difficile de faire mieux

Si la solidité des données a incité Pictet Wealth Management à relever ses prévisions de croissance pour la zone euro, nous anticipons une modération en cours d'année.

Activité plus soutenue que prévu et la révision de certaines statistiques ont entraîné un relèvement de nos prévisions de croissance pour la zone euro en 2017. Mais, même si notre scénario central continue d'anticiper une croissance robuste et supérieure à son potentiel et des pressions inflationnistes modérées, nous n'avons pas apporté de modifications majeures à nos prévisions pour le second semestre et les années suivantes.

Après la publication des chiffres nationaux détaillés du premier trimestre, à l'occasion de laquelle la croissance a été revue à la hausse (+0,6% en glissement trimestriel, contre une précédente estimation à 0,5%), nous avons retravaillé nos prévisions afin d'intégrer les révisions importantes des données passées. Dans des pays tels que la France, l'Italie, l'Autriche, l'Irlande, la Finlande et la Grèce, l'ampleur des re-

### GRAPHIQUE 1: MODIFICATIONS DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE ET D'INFLATION DE PICTET WEALTH MANAGEMENT POUR L'EUROPE EN 2017 ET 2018

	Croissance du PIB réel					Inflation globale				
	2016	2017	2017 (prévision de janv. 17)	2018	2018 (prévision de janv. 17)	2016	2017	2017 (prévision de janv. 17)	2018	2018 (prévision de janv. 17)
<b>ZONE EURO</b>	1.7%	1.9%	1.5% ↑	1.6%	1.5%	0.2%	1.6%	1.5%	1.3%	1.5% ↓
<b>Allemagne</b>	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	0.4%	1.7%	1.6%	1.6%	1.8%
<b>France</b>	1.1%	1.5%	1.2%	1.5%	1.3%	0.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%
<b>Italie</b>	1.0%	1.1%	0.7%	0.9%	0.9%	-0.1%	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%
<b>Espagne</b>	3.2%	2.8%	2.4%	2.2%	2.2%	-0.3%	2.0%	1.9%	1.4%	1.7%
<b>ROYAUME-UNI</b>	2.0%	1.5%	1.1%	1.0%	1.2%	0.8%	2.8%	3.0%	2.3%	1.5% ↑
<b>SUISSE</b>	1.3%	1.4%	1.4%	1.7%	1.7%	-0.4%	0.5%	0.4%	1.0%	0.9%

Source: Pictet WM-AA&MR, 29 juin 2017

# 1,9%

Notre prévision de croissance pour la zone euro en 2017

lèvements a mécaniquement fait monter nos prévisions de croissance annuelle, sans modification du profil de croissance trimestrielle.

Nous tablons désormais sur une progression moyenne de 1,9% du PIB réel de la zone euro cette année, contre 1,7% en 2016 et 1,9% en 2015, avec des risques haussiers résiduels. Dans les grandes lignes, plus de la moitié de ce relèvement provient de révisions de données passées, le solde s'expliquant par une embellie de la confiance et de l'activité plus nette que nous ne l'anticipions au premier semestre. Toutes choses égales par ailleurs, notre prévision de croissance pour 2018 passe mécaniquement de 1,5% à 1,6%. Exception faite de l'amélioration en France et du ralentissement en Espagne, nous ne prévoyons pas de changement majeur de la trajectoire de croissance des différents pays (*voir graphique*).

De manière générale, les données publiées ces six derniers mois indiquent qu'une grande partie de la convergence entre données subjectives et données objectives résulte d'une révision à la hausse de ces dernières. Cela étant, il semblerait que les enquêtes du deuxième trimestre restent, pour l'heure, mieux orientées que les données objectives relatives à la croissance. Le dernier indice des directeurs d'achat (PMI) composite en date est désormais cohérent avec une progression de 0,7% du PIB de la zone euro au deuxième trimestre en glissement trimestriel.

Nous pensons que le contexte européen restera porteur au second semestre grâce à une conjonction de facteurs favorables: baisse du chômage, progression du crédit bancaire et hausse de l'investissement (construction incluse). A court terme, la faiblesse des prix de l'énergie devrait soutenir le pouvoir d'achat des ménages pendant une période plus longue qu'initialement anticipé. Les chiffres détaillés du PIB du premier trimestre ont montré que la demande locale restait le principal moteur de la croissance de la zone euro. Espagne et Allemagne ont à nouveau surperformé, tandis que les retardataires (notamment la France) regagnaient du terrain.

## **RALENTISSEMENT MODÉRÉ À PRÉVOIR**

Pourtant, les obstacles n'ont pas tous disparu. Nous continuons d'anticiper un ralentissement modéré du rythme d'expansion économique, entre autres parce qu'une croissance trimestrielle de plus de 2% peut difficilement être pérenne dans l'union monétaire. L'incertitude politique ne s'est par ailleurs pas complètement dissipée avec les élections françaises. L'Italie reste l'éléphant dans le magasin de porcelaine européen, des élections étant probables en début d'année prochaine. Enfin, la récente appréciation de l'euro pondéré par les échanges risque fort d'assombrir les perspectives d'exportation et d'inflation de la zone euro. L'impact du Brexit sur le Vieux continent s'est en revanche avéré plus que discret, ce qui a contribué à la bonne tenue du climat des affaires l'an passé.

La croissance de la zone euro devrait ralentir, mais rester nettement supérieure à son potentiel dans un avenir proche, autour de 1,75% en termes annualisés. Cette prévision implique une réduction progressive mais constante de l'écart de production, qui devrait se résorber d'ici 2019. Nous prévoyons toujours une très lente remontée de l'inflation sous-jacente dans ce même laps de temps. Elle pourrait atteindre 1,5% en 2019 dans le meilleur des cas, l'effet d'hystérèse (c'est-à-dire l'impact différé du niveau élevé du chômage, dont une partie est de nature structurelle) empêchant notamment les salaires d'amorcer un rebond significatif.

Les grands facteurs de rebond que nous avons évoqués par le passé ne se sont pas encore matérialisés. Certes, après l'élection d'Emmanuel Macron en France, l'approfondissement de l'intégration européenne semble à nouveau avoir le vent en poupe, à commencer par une plus grande coopération dans la défense. Mais il pourrait falloir plusieurs années pour que l'«Union sacrée» entre Paris et Berlin porte ses fruits.■



**JEAN-PIERRE DURANTE**

Responsable de la recherche appliquée  
Pictet Wealth Management

**COURS DU PÉTROLE**

# «Blowin’ in the wind»

Les cours du pétrole ont baissé récemment, douchant les espoirs des producteurs traditionnels. Et notre analyse n’identifie aucun élément susceptible d’influencer les prix à court terme.

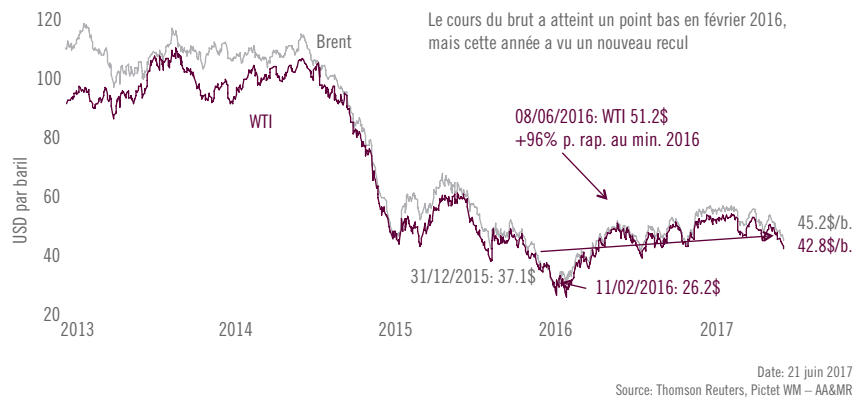
**F**in juin, les cours du pétrole brut avaient perdu 20% par rapport aux points hauts de début janvier, la baisse s’étant même accentuée en mai, alors que les membres de l’Opep et d’autres grands acteurs tels que la Russie avaient décidé de prolonger leur accord de plafonnement de la production.

Ce décrochage peut s’expliquer par plusieurs facteurs, notamment le scepticisme qui entoure le respect

de l’accord, l’augmentation de la production de pays non signataires (Libye ou Nigéria par exemple), le rebond plus rapide que prévu du pétrole de schiste aux Etats-Unis, l’immensité des stocks, et la spéculation pure et simple.

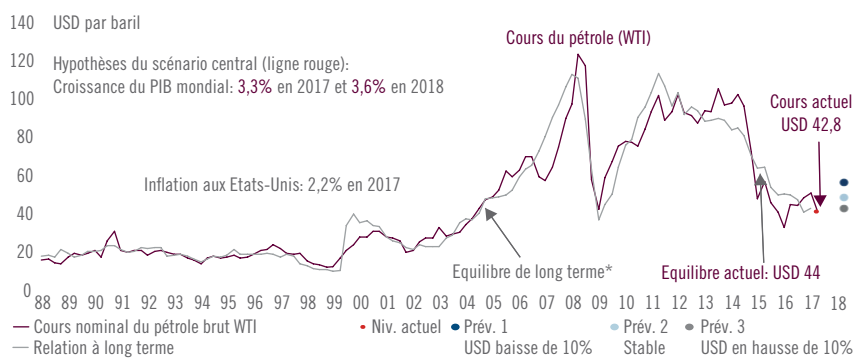
Conséquence: fin juin, les cours du pétrole étaient légèrement inférieurs à notre niveau d’équilibre estimé (*voir encadré*), alors qu’en début d’année, notre modèle d’analyse indiquait que

**GRAPHIQUE 1: COURS DU WTI ET DU BRENT, JANVIER 2013 - 21 JUIN 2017**  
**LE COURS DU BRUT A ATTEINT UN POINT BAS EN FÉVRIER 2016, MAIS CETTE ANNÉE A VU UN NOUVEAU REcul**



Date: 21 juin 2017  
Source: Thomson Reuters, Pictet WM – AA&MR

**GRAPHIQUE 2: NIVEAU D’ÉQUILIBRE DU WTI**



\* Sur la base d’une relation de cointégration entre cours du pétrole, dollar US et croissance économique mondiale

Date: 21 juin 2017  
Source: Pictet WM-AA&MR, calculs basés sur des données Thomson Reuters

les marchés se montraient beaucoup trop optimistes vis-à-vis de l'évolution des cours. Selon notre modèle, le cours *spot* devrait osciller autour de 50 dollars le baril, un niveau nettement inférieur à certaines prévisions de début d'année, selon lesquelles l'or noir devait dépasser les 60 dollars en 2017.

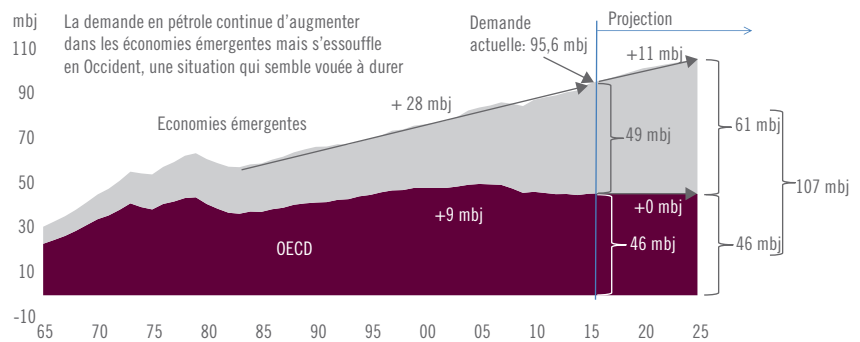
### CHOC TECHNOLOGIQUES

Deux chocs technologiques expliquent également pourquoi offre et demande ont du mal à s'équilibrer. D'une part, la technologie a permis une transition plus rapide que prévu vers les énergies alternatives: la demande en pétrole s'avère donc stable dans les pays développés et devrait le rester. D'autre part, les producteurs américains de pétrole de schiste ont réussi à fortement réduire leurs coûts de production, le point mort se situant désormais probablement à 35 dollars le baril, contre 80 dollars en 2014.

Le 22 juin, le WTI se négociait à 42.8 dollars le baril, un chiffre inférieur à notre prix d'équilibre (43.6 dollars), sans en être trop éloigné. D'après notre analyse, sauf choc politique, rien ne semble pour le moment pouvoir déclencher un mouvement marqué à la hausse ou à la baisse.

Sur la base de notre scénario central (croissance mondiale de 3,3% en 2017 et de 3,6% en 2018), sous réserve d'une stabilité du dollar pondéré par les échanges réels et en l'absence de choc imprévu, le niveau d'équilibre des cours du pétrole pourrait remonter à environ 51 dollars dans les douze prochains mois. ■

### GRAPHIQUE 3: DANS LES ÉCONOMIES AVANCÉES, LA DEMANDE EN PÉTROLE MARQUE LE PAS



Date: 30 mai 2017  
Source: Pictet WM-AA&MR, AIE, International Energy Outlook et Oil Medium-Term Market Report, BP, Statistical Review of World Energy

### MODÉLISATION DES COURS DU PÉTROLE

Notre prévision du niveau d'équilibre pour les cours du pétrole repose sur la relation historique entre prix pétroliers, croissance mondiale et dollar américain. Sur les deux dernières années, pendant lesquelles les cours se sont effondrés avant de repartir à la hausse, ce modèle a prédit avec fiabilité les tendances des prix de l'or noir.

**USD 43.6**  
Notre estimation du prix d'équilibre pour le pétrole



# Points clés de la stratégie d'investissement

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

## ALLOCATION D'ACTIFS

- Les marchés paraissent excessivement confiants à l'heure actuelle. La volatilité est exceptionnellement basse, du fait notamment d'une diminution des corrélations entre les classes d'actifs (ce qui rend l'environnement propice à une gestion active). Les corrélations devraient continuer à rester faibles, même si la volatilité de certains titres individuels augmente (sauf krach boursier).
- La volatilité pourrait effectivement s'accroître dès lors que les banques centrales commencent à supprimer leurs mesures de soutien. La croissance économique et la progression des bénéfices demeurent néanmoins robustes.
- Nous maintenons une légère surpondération des actions, à la faveur de fondamentaux porteurs, mais avons acheté des options de vente sur le S&P 500 afin de nous protéger contre les risques de baisse.

## MATIÈRES PREMIÈRES

- Les cours du pétrole ont chuté ces derniers mois. Ils se rapprochent désormais de notre estimation du cours d'équilibre (aux alentours de 44 dollars le baril), d'où la perspective des faibles fluctuations des cours, à la hausse ou à la baisse, en l'absence de choc géopolitique.

## ACTIONS

- Le fléchissement de la dynamique du marché est survenu plus tard en Europe qu'aux Etats-Unis, mais le potentiel de surperformance du premier diminue.
- Les banques centrales ont montré ces derniers temps qu'elles pouvaient devenir des sources de volatilité plutôt que de stabilité pour les marchés.
- En attendant que les marchés commencent à intégrer les bénéfices de 2018 vers la fin de l'année, les actions pourraient marquer une pause et la volatilité s'accroître. Celle-ci pourrait générer des opportunités tactiques accrues.

## OBLIGATIONS

- Les rendements souverains devraient augmenter en réponse à la normalisation des politiques monétaires et à une possible hausse de l'inflation. La réduction du bilan de la Réserve fédérale américaine (Fed) devrait marginalement contribuer à la hausse des taux américains.
- Le crédit a progressivement renchéri. Le *high yield* américain semble particulièrement exposé à une augmentation de la volatilité.
- Le haut rendement européen présente actuellement un meilleur profil risque/rendement, d'autant que la Banque centrale européenne est passablement en retard sur la Réserve fédérale dans son cycle monétaire.

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

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

\*Au 5 juillet 2017

\*\* Horizon de temps compris entre trois et six mois.

## INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

- Les hedge funds présentent un alpha significatif dans un environnement particulièrement propice aux stratégies de fusion-acquisition.
- Dans le private equity, les valorisations, la concurrence et les entrées de capitaux demeurent élevées, mais des opportunités de rendements intéressants subsistent dans des niches régionales et sectorielles ou dans le segment des sociétés de taille moyenne.
- Le cycle immobilier pourrait avoir atteint un point d'inflexion. Les actifs dont les flux de revenus peuvent augmenter parallèlement à la hausse de l'inflation devraient devenir particulièrement intéressants.

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



**CHRISTOPHER SEILERN**

Analyste financier senior  
Pictet Wealth Management

## VALEURS TECHNOLOGIQUES

# Des prix élevés, mais pas de nouvelle bulle technologique

Le mois de juin a débuté par deux séances de bourse spectaculaires, marquées par la chute des cours des valeurs technologiques. Une partie des pertes a toutefois été récupérée, et à la fin du mois, le secteur affichait toujours une performance deux fois plus élevée que celle du marché dans son ensemble cette année.

### VALEURS TECHNOLOGIQUES: DES PER PROCHES DE CEUX DU MARCHÉ PRIS DANS SON ENSEMBLE (1997-2017)



Date: 19 juin 2017  
Source: Bloomberg, Pictet Equity Research

Un des points saillants des 12 derniers mois a été l'excellente performance des titres technologiques. Les principaux médias et les spécialistes ne cessent d'ailleurs d'encenser une valeur phare du moment ou une autre, au point de parler fréquemment de «bulle».

A première vue, le risque de bulle technologique n'est pas dénué de fondement, car le ratio cours/bénéfices (PER) du secteur se situe à son plus haut depuis sept ans par rapport au marché et la prime s'élève aujourd'hui à 1,11x. Mais avant de tirer des conclusions hâtives, il convient de noter qu'elle oscille entre 1,0x et 1,10x depuis cinq ans. Et si les niveaux actuels sont élevés, ils ne sont pas non plus démesurés.

Et surtout, nous sommes très loin de ce que l'on a connu en 2000, à l'apogée de la bulle dot-com. A l'époque, le PER dans le secteur de la technologie avait dépassé 55x (plus du double de la moyenne du marché), contre 18x

aujourd'hui. Les valorisations sont certes élevées par rapport aux dernières années, mais elles n'ont rien à voir avec les niveaux de l'an 2000.

Enfin, les sociétés technologiques génèrent aujourd'hui des flux de trésorerie considérables, alors que la bulle internet s'est caractérisée par une quasi-absence de valeur fondamentale. Tout le monde savait à l'époque qu'il s'agissait d'une bulle et le climat était plus propice au jeu des chaises musicales qu'à de nouveaux investissements.

Tel n'est pas le cas aujourd'hui. Désormais, la plupart des grandes

# 18x

PER pour le secteur  
technologique américain

entreprises technologiques génèrent plus de trésorerie que les sociétés phares d'autres secteurs. Avec USD 53 milliards en 2016, les flux de trésorerie disponibles d'Apple équivalent par exemple à trois fois ceux de Johnson & Johnson, quatre ceux de Nestlé, cinq ceux d'ExxonMobil, ou de Roche.

### **RICHE EN LIQUIDITÉS**

Et cette création de liquidités n'est pas l'apanage des entreprises mûres, traditionnellement riches en liquidités. Certaines mégacapitalisations technologiques plus récentes et toujours en phase de croissance génèrent elles aussi des flux de trésorerie impressionnants. Google (17% de

parts de marché des investissements publicitaires, croissance d'environ 15%) a généré USD 28 milliards l'an dernier, Facebook (5% de parts de marché, croissance supérieure à 30%) a généré USD 12 milliards et Amazon, avec seulement 2% environ des ventes de détail aux Etats-Unis, a affiché USD 10 milliards. Certaines mégacapitalisations technologiques enregistrent donc une croissance des revenus relativement vigoureuse.

En revanche, certaines valorisations du secteur atteignent des niveaux quelque peu irréalistes. Tesla (voitures électriques), nVidia (puces pour centres de données) et même Micron (puces mémoire) ont toutes vu leurs cours augmenter bien plus vite

que leurs bénéficiaires ou leurs prévisions de croissance. Le cours de Tesla, qui n'enregistre pourtant pas de bénéfices, a augmenté de 75% entre début juillet 2016 et fin juin 2017. nVidia a quant à elle gagné 233%, tandis que ses bénéficiaires ne progressaient «que» de 132%.

Dès lors quelle attitude adopter? Certaines valeurs surachetées affichant des déficits de croissance présentent clairement des risques. Parmi les autres, nombreuses sont celles qui ont la capacité de justifier leurs valorisations apparemment élevées. Certaines y parviendront bien plus rapidement que prévu. Au final, le bon sens doit primer à l'heure d'évaluer le potentiel des valeurs technologiques. ■



**FRANK BIGLER**

Responsable de la recherche actions  
*Pictet Wealth Management*

### **FUSIONS ET ACQUISITIONS EN EUROPE**

## **L'Europe en passe de rattraper les Etats-Unis**

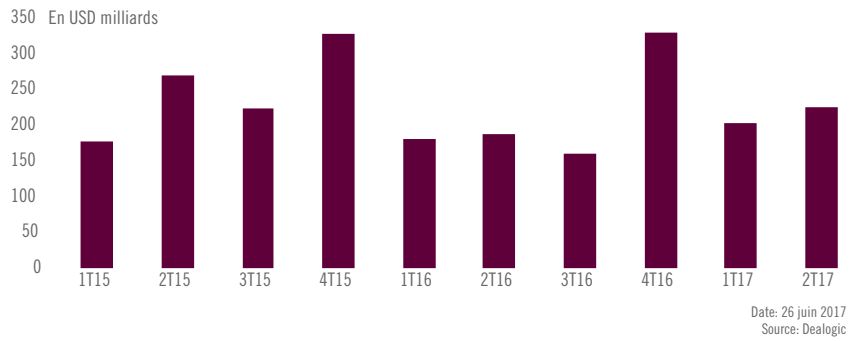
Le volume des transactions a considérablement augmenté en Europe au 1<sup>er</sup> semestre. Et certains signes semblent indiquer que cette dynamique se maintiendra pendant quelque temps encore.

L'activité est restée soutenue sur le marché européen des fusions-acquisitions au 1<sup>er</sup> semestre 2017, en raison des conditions de financement bon marché, des valorisations élevées des actions et des liquidités abondantes des entreprises. Les bons résultats publiés pour le 1<sup>er</sup> trimestre et la poursuite de la dynamique bénéficiaire au 2<sup>e</sup> trimestre, ainsi que l'atténuation des risques politiques, ont stimulé l'«enthousiasme naturel» (selon l'expression de Keynes) des entrepreneurs, comme l'attestent les indices de confiance des entreprises, qui ont atteint des niveaux plus observés depuis longtemps en Europe. Selon les estimations de Dealogic, le montant total des transactions s'élevait à USD 429 milliards fin juin, en hausse de 18% par rapport à la même période de l'année précédente. Le volume des transactions a en revanche diminué de

19% aux Etats-Unis et de 6% en Asie au cours du 1<sup>er</sup> semestre.

Le 1<sup>er</sup> trimestre a démarré très fort avec l'annonce de deux transactions de taille, de plus de USD 50 milliards à elles deux: le rachat du Suisse Actelion par le géant américain Johnson & Johnson dans le secteur de la santé, et la fusion du spécialiste français des verres optiques Essilor International et du fabricant italien de montures de lunettes Luxottica. Le rachat du groupe autoroutier espagnol Abertis par l'Italien Atlantia, spécialisé dans la gestion d'autoroutes et d'aéroports, pour USD 34 milliards, a été la plus grosse opération conclue au 2<sup>e</sup> trimestre, mais aussi la plus importante depuis le début de l'année en Europe. Des transactions de moindre ampleur ont également ponctué le 1<sup>er</sup> semestre. Si certaines d'entre elles ont été clairement motivées par des considérations

## MONTANT TOTAL DES FUSIONS-ACQUISITIONS 1<sup>ER</sup> TRIM. 2015 - 2<sup>E</sup> TRIM. 2017



stratégiques, telles que l'acquisition de parts de marché ou d'un savoir-faire technologique, la prise en compte des paramètres fondamentaux a joué pour d'autres un rôle secondaire. C'est visiblement l'approche adoptée par des groupes chinois dont la forte activité sur le marché européen des fusions-acquisitions est considérée par beaucoup comme une couverture pour dissimuler des fuites de capitaux. La Commission chinoise de réglementation bancaire y a toutefois mis un terme en imposant aux bailleurs de fonds nationaux d'évaluer le risque systémique lié aux stratégies d'acquisition des grandes sociétés.

### PERSISTANCE DE CONDITIONS FAVORABLES

Dans les mois à venir, la Banque centrale européenne devrait, tout comme la Réserve fédérale américaine, resserrer progressivement sa politique monétaire, en se montrant cependant très prudente. En Europe, les conditions de financement devraient donc rester favorables, au moins jusqu'à la fin de l'année, voire au-delà. Au cours des dernières semaines, plusieurs groupes ont émis des titres de créance pour financer d'importantes transactions annoncées fin 2016. Reckitt Benckiser a ainsi eu recours au marché pour refinancer le crédit relais de USD 8 milliards contracté en vue de finaliser l'acquisition de Mead Johnson. L'émission a été bien accueillie, avec un prix définitif inférieur de 23 points de base au prix indicatif initial et un carnet d'ordres sursouscrit 2,7 fois. Son succès met en évidence l'intérêt du marché pour ce type d'offre. Un contexte de taux bas et des investisseurs obligataires en quête de sources de rendement supplémentaire fournissent aux entreprises une occasion unique de financer des

opérations de fusion ou d'acquisition à des conditions intéressantes.

De plus, les liquidités dont disposent les entreprises devraient s'accroître au fur et à mesure de l'amélioration de la conjoncture et le cash-flow des sociétés composant l'indice Stoxx Euro 600 augmenter de 18% cette année. Les dépenses d'investissement progressent peu en revanche, les taux d'utilisation n'étant pas très élevés et les capacités de production demeurant sous-utilisées. Il n'est dès lors guère surprenant de voir le marché anticiper un accroissement du cash-flow disponible de 22% en glissement annuel par rapport aux montants de 2016, qui atteignaient USD 300 milliards. Enfin, un environnement économique favorable, malgré un léger ralentissement de la croissance attendu au 2<sup>e</sup> semestre, va certainement continuer de nourrir l'enthousiasme naturel des conseils d'administration européens et faciliter les prises de décisions stratégiques. Dans ce climat, le marché des fusions-acquisitions devrait rester dynamique. A la recherche de nouveaux relais de croissance sur un marché parvenu à maturité, les grandes sociétés produisant des biens de consommation semblent particulièrement susceptibles de conclure davantage de transactions. Les opérations se poursuivront également dans les secteurs disposant de liquidités abondantes, comme la santé et les technologies, où les entreprises s'efforcent d'élargir leur offre. Et même les sociétés de secteurs plus cycliques, qui suivent peu à peu le mouvement, pourraient devenir de plus en plus actives sur le marché des fusions-acquisitions. Le groupe automobile PSA en est un bon exemple avec le rachat d'Opel à General Motors. ■



GREGORY KUNZ

Analyste du secteur de la consommation  
Pictet Wealth Management

## La distribution alimentaire à l'aube d'une révolution

Avec le rachat audacieux de la chaîne de magasins haut de gamme Whole Foods Market, annoncé mi-juin, Amazon se met au diapason des tendances de consommation.

### Le rachat de Whole Foods par Amazon est l'un des exemples les plus frappants de la convergence des ventes physiques et en ligne. Comment interprétez-vous ce rachat?

Pour commencer, rappelons qu'Amazon exploite depuis maintenant 10 ans Amazon Fresh, sa filiale spécialisée dans la vente en ligne de produits alimentaires. De taille limitée, elle montre néanmoins que le géant du e-commerce sait comment développer ce segment aux Etats-Unis, où il reste marginal par rapport à l'Europe et à d'autres pays: il y représente 2% des ventes, contre 17% en Corée du Sud par exemple. Fort de sa base de données, Amazon dispose déjà d'une multitude d'informations sur le comportement des consommateurs, et commence à utiliser des algorithmes d'apprentissage automatique pour gérer ses stocks de produits frais. L'acquisition de Whole Foods devrait donc permettre au Groupe d'associer le réseau de magasins à son propre site internet.

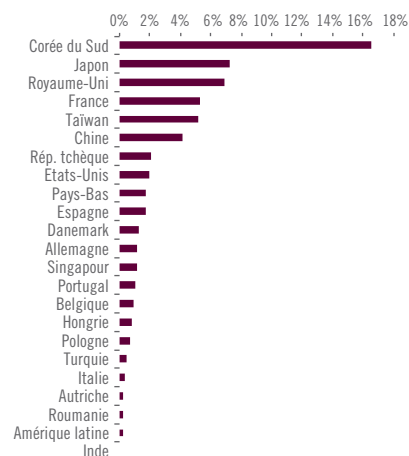
Au fond, cette opération peut être considérée comme une réponse à l'évolution de la distribution aux Etats-Unis, marquée par le déclin inexorable des centres commerciaux. Les consommateurs sont de moins en moins enclins à prendre sur leur précieux temps libre pour faire les courses, à moins d'une satisfaction particulière: s'offrir un beau sac à main dans une boutique de luxe est une chose, courir les rayons pour des T-shirts premier prix en est une autre. Dans cette optique, il est envisageable de proposer une solution de choix et de paiement en ligne pour les biens de consommation de base et les articles du quotidien, et de réserver

les magasins physiques aux produits à forte marge difficiles à vendre sur internet, comme les aliments frais de qualité. Whole Foods, qui domine le marché de la distribution alimentaire haut de gamme aux Etats-Unis et dégage une marge bénéficiaire brute de près de 35%, apparaît comme le terrain idéal pour l'expertise d'Amazon en matière d'e-commerce.

### Quelles autres possibilités Amazon est-il susceptible d'explorer avec Whole Foods?

Il pourrait utiliser les magasins de la chaîne comme pôles de distribution, ce qui lui permettrait d'étendre son actuel service de livraison de produits alimentaires, mais aussi de repenser les espaces de vente avant d'inciter les habitués du site Amazon à s'y rendre. La fusion offre en outre aux deux enseignes la possibilité de créer

### TAUX DE PÉNÉTRATION DE LA DISTRIBUTION ALIMENTAIRE EN LIGNE



Date: 31 décembre 2016  
Sources: Kantar, Statista, JP Morgan

leurs propres marques, phénomène moins courant aux Etats-Unis qu'en Europe. Ensemble, elles pourraient élaborer une offre de qualité et progressivement évincer les différentes marques nationales. Et les acteurs de la production d'aliments et de boissons seront alors probablement contraints d'adapter leur stratégie pour plaire aux nouveaux consommateurs.

### Quelles seraient les conséquences pour les autres enseignes?

L'annonce du rachat de Whole Foods par Amazon a fait grand bruit dans les conseils d'administration des autres entreprises du secteur. Selon nous, ces dernières se verront dans l'obligation de développer une solide offre en ligne et d'optimiser leurs réseaux de distribution. En d'autres termes,

l'époque où l'on ouvrait toujours plus de magasins en dur pour attirer les clients est révolue. Il s'agit désormais de proposer de véritables solutions de distribution multicanaux.

Par ailleurs, la fusion Amazon-Whole Foods pourrait catalyser le regroupement d'autres enseignes. Car si la révolution de la grande distribution implique des investissements trop lourds, les petits acteurs risquent fort de disparaître. En dépit de ses maigres marges, la distribution alimentaire génère beaucoup de liquidités, et les distributeurs, qui dépendent aujourd'hui de ces afflux de liquidités et négligent les dépenses d'investissement élémentaires, pourraient se retrouver dans une impasse.

Certaines enseignes, notamment aux Etats-Unis, auraient en outre bien besoin de redorer leurs propositions de valeur. Mais les entreprises du web, comme Amazon, qui bouleversent le secteur ne seront pas les seuls acteurs de cette révolution. Gardons à l'esprit que les enseignes à bas prix traditionnelles exercent des pressions croissantes sur les acteurs existants: Lidl a par exemple ouvert en juin son premier magasin aux Etats-Unis. Et le géant allemand, comme d'autres chaînes similaires, pourrait bien contraindre les enseignes du marché américain à modifier leur offre, en pratiquant des prix encore plus compétitifs, et éventuellement en augmentant la qualité de leurs produits. ■



**YANN GOFFINET**

Analyste financier senior  
*Pictet Wealth Management*

## SECTEUR BANCAIRE

# Rebond amorcé et secteur bancaire prêt pour les défis à venir

La nouvelle de la mort du système bancaire est très exagérée. Si la Chine présente des risques de crédit potentiellement majeurs, les banques européennes se redressent et les perspectives à court terme aux Etats-Unis paraissent favorables.

### Après votre voyage aux Etats-Unis, comment évaluez-vous le secteur bancaire américain?

Après avoir surperformé pendant quelques mois avant et après l'élection de Donald Trump en novembre dernier, les banques américaines affichent une performance un peu décevante en 2017. Pourtant, les hausses de taux d'intérêt (deux depuis le début de l'année, une troisième à venir selon la Réserve fédérale) relèvent les marges nettes d'intérêts des banques, puisqu'environ deux tiers des crédits bancaires sont indexés

sur le Libor, dont la trajectoire suit celle des taux des fonds fédéraux. Mais les investisseurs doutent de la capacité de l'administration Trump à concrétiser les promesses électorales de réformes fiscales et de dépenses d'infrastructures de nature à soutenir l'économie et les banques.

En conséquence, les rendements obligataires sont retombés, effaçant une partie de la hausse qu'ils avaient enregistrée après les élections de novembre. On observe d'ailleurs une corrélation étroite entre la performance des banques et les rendements obligataires: de

fait, la performance relative des valeurs bancaires tend à évoluer parallèlement aux rendements des emprunts d'Etat à 10 ans. (C'est le cas en Europe comme aux Etats-Unis.) Les banques devraient donc retrouver de l'attrait lorsque les rendements obligataires repartiront clairement à la hausse, comme nous l'anticipons.

Le marché ne nous semble pas intégrer de possible résurgence des mesures de relance budgétaire (réforme fiscale ou dépenses d'infrastructures), alors même qu'augmentent les pressions sur les Républicains pour faire passer les mesures proposées par Donald Trump à l'approche des élections de mi-mandat l'an prochain, ce qui pourrait aider les banques américaines. Quant à la croissance des crédits bancaires, elle a ralenti ces derniers mois, mais pourrait retrouver de la vigueur sous les effets d'allègements fiscaux ou de la simple dissipation des incertitudes.

D'autres développements affectant les banques américaines semblent peu pris en compte par les marchés. Les réglementations adoptées après la crise financière leur imposent des exigences de fonds propres et de liquidités élevées afin de les rendre plus sûres. Aujourd'hui, le mouvement de balancier pourrait à nouveau favoriser un cadre réglementaire moins contraignant. Début juin, le département du Trésor américain a présenté une centaine de propositions visant à assouplir les réglementations imposées au secteur et deux tiers de ces propositions ne nécessitent pas l'aval du Congrès. Une fois adoptées, elles devraient se traduire, pour les banques, par une accélération de la création de crédit, une baisse des dépenses et un allègement des exigences de fonds propres et de liquidités. Ainsi, après des années de durcissement du cadre réglementaire, une dérégulation se profile à l'horizon. Comme le dit l'adage, *personnel is policy*. Autrement dit, l'administration veillera à nommer aux postes clés les bons experts. On pense notamment à Randal Quarles, perçu comme favorable aux banques, et pressenti au poste de principal superviseur bancaire de la Réserve fédérale américaine.

## D'où pourrait venir une nouvelle crise financière?

Sur les marchés développés, on trouve aujourd'hui des poches de risque dans des segments tels que le crédit à la consommation, les cartes de crédit et le crédit automobile aux Etats-Unis, et éventuellement au Royaume-Uni. Le bas niveau des taux d'intérêt a aussi encouragé l'endettement des entreprises, outre-Atlantique notamment, par le biais de rachats d'actions pour certaines grandes capitalisations, ou via l'émission d'emprunts à haut rendement pour des sociétés moins solides.

Mais la Chine constitue le risque le plus important. Le pays a répondu aux turbulences du marché financier à l'été 2015 et début 2016 en accélérant les prêts à l'économie pour calmer les marchés. Aujourd'hui, la dette des entreprises représente à elle seule près de 170% du PIB, tandis que le total de la dette chinoise dépasse probablement 250% du PIB, un taux très élevé pour un pays se situant à ce stade de développement. La Banque des règlements internationaux soulignait d'ailleurs récemment que le ratio dette/PIB de la Chine avait atteint un niveau important et constituait désormais un risque majeur. Et les banques chinoises sont naturellement exposées à cette montagne de dette. Si les autorités disposent des ressources nécessaires pour assurer la stabilité économique du pays encore un an ou deux, elles commencent à mettre un frein aux prêts excessifs et à la spéculation financière, en espérant que leurs efforts n'aient pas un impact négatif significatif sur l'économie au sens large. L'heure de vérité pourrait donc bientôt sonner.

## Quid des banques européennes?

Les banques européennes se situent en phase de rebond. Exception faite des problèmes de qualité des actifs observés dans certains pays comme l'Italie, les grandes banques sont désormais bien capitalisées et leur rentabilité, aidée par la reprise de la zone euro, s'améliore. Même les révisions à la hausse des prévisions de bénéfices pour le secteur ont suivi celles du marché actions au sens large

**GRAPHIQUE 1: CORRÉLATION ENTRE LA PERFORMANCE RELATIVE DE L'INDICE S&P 500 BANKS ET LE RENDEMENT DES OBLIGATIONS DU TRÉSOR US À 10 ANS**



Date: 23 juin 2017  
Source: Pictet Equity Research, Bloomberg

cette année (+5% pour les estimations de bénéfices prévisionnels).

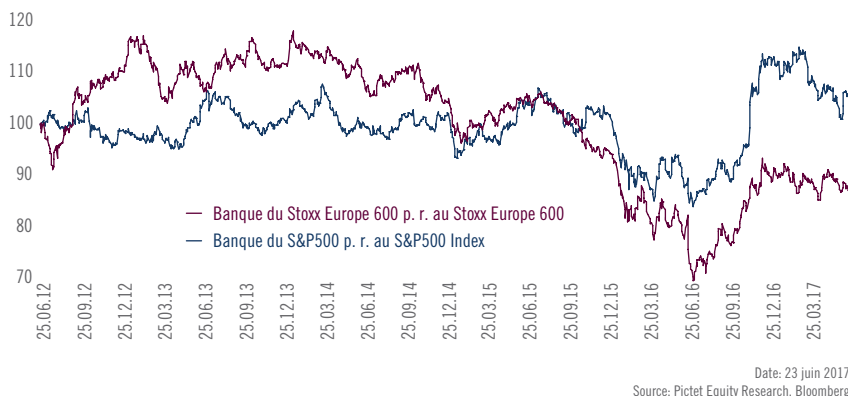
Des opérations d'assainissement significatives ont par ailleurs été entreprises au sein du secteur récemment. Le rachat de Banco Popular par Banco Santander en Espagne a ainsi été salué comme un modèle du genre par les investisseurs. En substance, les autorités européennes ont pris le contrôle de Banco Popular début juin, au détriment des actionnaires et des détenteurs d'obligations juniors de l'établissement, et l'ont revendue dans les 24 heures à Santander pour 1 euro symbolique. L'opération s'est parfaitement déroulée et aurait pu devenir le modèle de référence pour d'autres banques défaillantes. Mais les mêmes autorités européennes ont ensuite autorisé la recapitalisation de Banca Monte dei Paschi par l'Etat italien. Cette utilisation d'argent public pour permettre le transfert d'actifs sains de deux banques vénètes à Intesa Sanpaolo et protéger les détenteurs d'obligations avant leur liquidation n'est pas conforme aux nouvelles règles et montre que des progrès restent à faire sur le front de l'union bancaire européenne.

### Quelles seraient les conséquences d'un resserrement de la politique de la BCE pour les banques européennes l'an prochain?

L'embellie sur le plan économique devrait encourager la Banque centrale européenne (BCE) à annoncer un programme de retrait progressif des liquidités injectées l'an prochain. Il faudra toutefois rester attentif à tout signe de resserrement monétaire, car il pourrait s'ensuivre un élargissement de l'écart de rendement des emprunts souverains de certains pays périphériques, avec à la clé des répercussions sur leurs établissements bancaires.

La BCE pourrait en outre revenir sur la politique de taux négatifs, qui établit le taux de facilité de dépôt à -0,40% depuis mars 2016. Les taux négatifs, introduits pour soutenir les prêts et l'inflation, ont pénalisé les banques présentant les réserves excédentaires les plus importantes (généralement des banques des pays du cœur de la zone euro), la plupart

## GRAPHIQUE 2: PERFORMANCE RELATIVE DES BANQUES AMÉRICAINES ET EUROPÉENNES DEPUIS 2012 (BASE = 100)



renonçant à faire payer les clients déposant de l'argent chez elles. En conséquence, même un ajustement mineur du taux de dépôt pourrait avoir un impact positif sur les marges nettes d'intérêts des banques et contribuerait à améliorer le sentiment à l'égard du secteur.

### Dans une perspective à plus long terme, que pensez-vous de la désintermédiation, autrement dit de la diminution du rôle des banques en tant qu'intermédiaires dans les transactions financières?

La question se pose surtout en Europe, où le financement sur le marché des capitaux demeure moins développé qu'aux Etats-Unis. Grâce aux efforts de l'Union européenne pour établir une «union des marchés des capitaux», le Vieux continent pourrait progressivement rattraper son retard. Le Brexit complique certes les choses, mais la volonté de faciliter l'accès à des sources de financement autres que les prêts bancaires pour divers types d'emprunts est bel et bien là.

L'expérience américaine sur les 30 dernières années montre que le développement du financement de marché peut aller de pair avec la concentration des banques. Mais l'approfondissement du marché aux Etats-Unis a également permis aux institutions financières d'alléger leur bilan et ainsi d'améliorer la rentabilité de leurs actifs et de leurs fonds propres. Et le processus ne devrait pas être très différent en Europe. La désintermédiation

pourrait également entraîner une nouvelle vague de consolidations transfrontalières, comme l'affirment divers dirigeants d'établissements bancaires. La désintermédiation pourrait aussi améliorer le montant des commissions, au détriment des marges d'intérêts. Elle pourrait également profiter aux activités de gestion d'actifs et de banque d'affaires. ■





**NADIA GHARBI**

Economiste Europe  
Pictet Wealth Management

## ÉCONOMIE SUISSE

# La Banque nationale suisse reste sur ses gardes

Après avoir résisté au choc du franc, l'économie suisse devrait voir son inflation et sa croissance repartir à la hausse. Cependant, la Banque nationale suisse (BNS) reste confrontée à un certain nombre de défis.

La Suisse s'est montrée plus résistante qu'attendu face au «choc du franc» (l'envolée du franc suisse survenue début 2015). Mais si le PIB réel a augmenté de 1,3% en 2016, l'économie du pays devrait progresser de 1,4% en 2017 et de 1,7% en 2018, soit des prévisions encore décevantes.

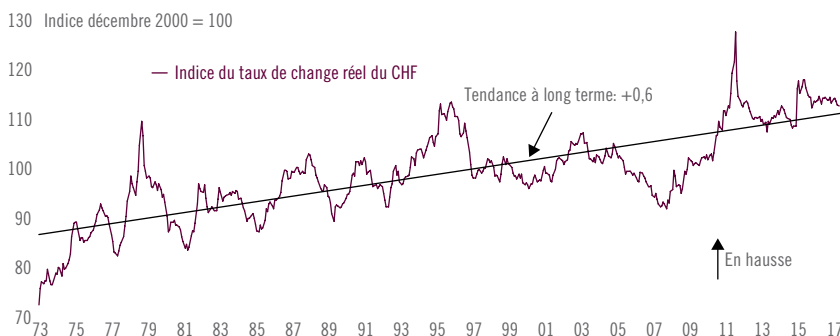
La demande intérieure devrait profiter à la croissance en 2017 et, bien que la vigueur de la monnaie helvétique continue de peser sur les exportations, son impact devrait s'atténuer quelque peu et pourrait être en partie contrebalancé par la hausse de la demande mondiale. L'an dernier, les bonnes performances de la Suisse en matière d'exportations ont principalement été tirées par l'industrie chimique et pharmaceutique. Sous réserve que la monnaie ne s'apprécie pas à nouveau fortement, la croissance des exportations devrait être plus globale cette année. La situation sur le marché du travail continue aussi de s'améliorer, quoiqu'à un rythme modéré, le taux de chômage ayant baissé à 3,2%, après un pic à 3,5% mi-2016. Mais les entreprises restent prudentes en matière de recrutement, en particulier dans le secteur manufacturier.

La Suisse devrait afficher une inflation positive après des années en territoire négatif en raison de la chute des prix des matières premières et de la vigueur du franc. Nous tablons ainsi sur une inflation de 0,5% en moyenne cette année et de 0,9% en 2018. Les prix des logements poursuivent aussi leur progression, mais plus lentement qu'auparavant.

Depuis l'abandon du taux plancher face à l'euro début 2015, la BNS n'a pas modifié sa politique monétaire accommodante, qui repose sur deux piliers: un taux d'intérêt négatif (actuellement à -0,75%) et la volonté d'intervenir sur le marché des changes au besoin. L'an dernier, sa politique monétaire l'a conduite à acheter quelque CHF 67 milliards en devises étrangères. En tout, avec les fluctuations des valorisations ainsi que les revenus des intérêts et des dividendes, les réserves de change de la BNS ont augmenté de CHF 86 milliards en 2016.

A court terme, la banque centrale ne devrait pas modifier sa politique monétaire de manière significative. Si elle croît légèrement, l'inflation reste proche de zéro et l'écart de production est négatif. Par ailleurs, aux yeux de la BNS, sa monnaie reste «fortement surévaluée». Enfin, de par sa taille et son économie ouverte, la Suisse est très dépendante des événements survenant à l'étranger. La banque centrale est donc peu susceptible de normaliser sa politique monétaire avant la Banque centrale européenne (BCE). D'après nos prévisions de sortie progressive de l'assouplissement quantitatif de la part de la BCE, la BNS pourrait procéder à un premier relèvement de taux vers la mi-2018. Entre-temps, la banque centrale suisse devrait continuer à privilégier les interventions sur le marché des changes

### INDICE DU TAUX DE CHANGE EFFECTIF RÉEL DU CHF



Date: 10 juin 2017  
Source: Pictet WM – AA&MR, SNB

pour parer aux pressions haussières excessives sur le franc.

### PERTES DE CHANGE

Outre ses taux d'intérêt en territoire négatif, la BNS est confrontée à plusieurs défis. Elle est la troisième plus grande détentrice de réserves de change au monde. Son bilan a été multiplié par sept depuis la crise financière et éclipse désormais le PIB suisse. En tant que valeur refuge, la monnaie helvétique reste

vulnérable aux pressions haussières, obligeant la BNS à intervenir périodiquement sur le marché des changes. L'un de ses principaux défis sera donc de gérer la croissance de son bilan. Un autre consistera à maîtriser les fluctuations de ses résultats annuels. Le bilan de la BNS est plus exposé qu'auparavant à la volatilité du marché, et en particulier aux fluctuations du taux de change. Il est impossible à la banque centrale d'éviter les pertes, car elle ne couvre pas les fluc-

tuations de change en raison de l'appréciation de la monnaie qui en découlerait. Cependant, les pertes occasionnelles ne sont pas foncièrement problématiques pour la BNS, qui pourrait continuer à mener ses activités même si ses fonds propres passaient en territoire négatif pendant un certain temps. Cela étant dit, plus la surévaluation de la monnaie durera, plus la situation deviendra compliquée à gérer pour la BNS. ■



### PASCAL FRANC

Gérant d'investissement senior  
*Pictet Wealth Management*

### ACTIONS SUISSES

## Des actions chères, mais qui le valent bien

Le marché suisse doit la belle performance de ces dernières années à un ensemble de sociétés dotées d'une grande adaptabilité et évoluant dans un environnement favorable. Mais combien de temps cela peut-il durer?

Le Swiss Performance Index (SPI), indice de référence des actions suisses, a affiché au cours des 30 dernières années une performance totale annuelle (mesurée en francs suisses) supérieure de 2% en moyenne à celle de l'indice MSCI World. Et cette surperformance se poursuit en 2017. Un ensemble d'entreprises de premier ordre, capables de réaliser de bonnes performances en période de prospérité comme en temps de crise, et bénéficiant de la stabilité politique de la

Suisse, ainsi que de ses atouts durables en matière d'infrastructures, d'éducation et de fiscalité, soutiennent la belle performance de l'indice.

Les sociétés composant le SPI se caractérisent en général par un modèle économique équilibré, à l'épreuve des cycles conjoncturels, et par des produits innovants, réputés pour leur fiabilité. Elles se distinguent également par leur solidité financière, grâce à un important cash-flow disponible, à une excellente maîtrise des coûts et à

### SWISS PERFORMANCE INDEX P. R. AU MSCI WORLD (PÉRIODE ALLANT DE 1986 AU 16 JUIN 2017)



Date: 20 juin 2017

Source: Pictet Equity Research, Bloomberg

une politique de distribution des dividendes inscrite dans la durée. Aussi diverses soient-elles, ces sociétés ont très tôt donné une dimension internationale à leurs activités, en privilégiant souvent les marchés en forte croissance, à l'exemple du fabricant d'ascenseurs Schindler, présent en Chine depuis les années 80 déjà.

Les entreprises suisses ont en outre démontré leurs facultés d'adaptation face à la vigueur du franc, en particulier après la brutale appréciation qui a suivi l'abandon du cours plancher par rapport à l'euro en janvier 2015 («choc du franc fort»). Si elles ont résisté malgré la baisse de leur chiffre d'affaires libellé en francs suisses, c'est, dans une large mesure, en raison du faible poids des charges libellées dans la monnaie helvétique pour des multinationales comme Nestlé, Clariant ou Novartis (dont respectivement 2%, 4% et 10% des charges totales sont comptabilisés en Suisse). En dépit du franc fort, les exportations de marchandises ont à nouveau progressé en 2016, où le recul subi par le secteur horloger a été compensé par les exportations de produits pharmaceutiques et chimiques, moins sensibles

à l'évolution des prix et représentant plus de 40% des exportations suisses.

Mais la qualité a souvent un prix, ce qui est effectivement le cas s'agissant des actions suisses. Dernièrement, les sociétés du SPI se sont approchées de leurs plus hautes valorisations relatives sur dix ans. Cependant, compte tenu des signes de reprise en Europe et de la stabilisation du franc (bien qu'à un niveau élevé), les entreprises cotées en Suisse devraient bien se comporter en 2017, avec une progression du bénéfice par action estimée à près de 16%. Le SPI comprend plusieurs grandes capitalisations qui recèlent encore du potentiel et qui pourraient bénéficier de différents catalyseurs, ainsi qu'un certain nombre de sociétés caractérisées par leur solidité – mais aussi par une valorisation élevée – auxquelles il vaudra la peine de s'intéresser quand un point d'entrée s'ouvrira.

L'indice SPI Mid & Small Caps (SPISMC) se compose quant à lui de quelque 180 petites et moyennes capitalisations couvrant environ 18% de la capitalisation totale du marché actions suisse. Cet indice a surperformé les indices mondiaux encore plus nettement

que le SPI, en affichant au cours des 20 dernières années un taux de croissance annuel composé supérieur à 10%, contre 5% pour l'indice MSCI World. Et cette surperformance s'est encore accrue depuis le choc du franc fort.

A la différence du SPI, principalement composé de valeurs défensives de secteurs tels que l'industrie pharmaceutique, la chimie et la finance, le SPISMC comprend de très nombreux titres cycliques, par conséquent relativement volatils et peu liquides. Les estimations du bénéfice par action pour les petites et moyennes capitalisations suisses (+19% en 2017) font apparaître une prime élevée, qui reflète les récents succès des entreprises concernées, tout en laissant entrevoir des valorisations excessives. Les prévisions de croissance du chiffre d'affaires et de résultat opérationnel semblent d'ailleurs indiquer que de nombreuses moyennes capitalisations cycliques intègrent un scénario de croissance régulière pour les dix prochaines années. Face à un tel optimisme, les petites et moyennes capitalisations cycliques suisses, quelle que soit leur qualité, ne peuvent guère se permettre de décevoir les investisseurs. ■



**LAURÉLINE CHATELAIN**

Stratégiste revenu fixe  
Pictet Wealth Management

## OBLIGATIONS D'ENTREPRISE

# Augmentation des risques pour les obligations US à haut rendement

L'accroissement de la volatilité, l'instabilité des prix du pétrole et le resserrement des conditions de crédit menacent un secteur de plus en plus onéreux.

Les obligations US à haut rendement ont réalisé une bonne performance. Ainsi, l'indice BofA Merrill Lynch (BofAML) US High Yield a enregistré un rendement total de 7% (en dollars US) entre l'élection de Donald Trump en novembre 2016 et le 26 juin 2017. La corrélation posi-

tive entre la performance des titres à haut rendement et celle des actions est traditionnellement assez forte (en d'autres termes, ces deux actifs ont tendance à progresser ensemble). A titre d'exemple, l'indice S&P 500 a affiché un rendement de 14% durant la même période.

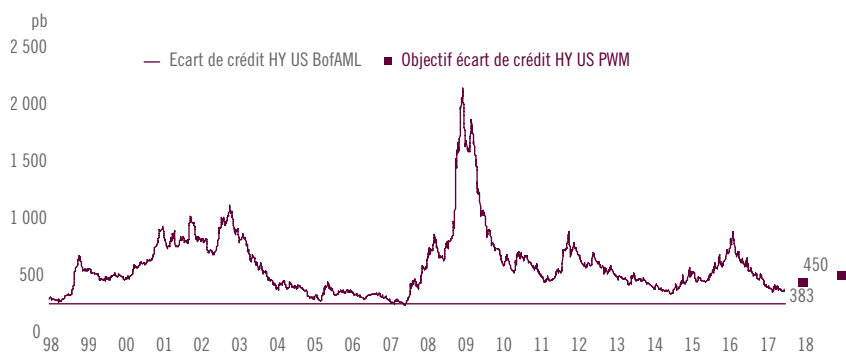
Le rendement du *high yield* US peut se décomposer en deux éléments principaux. Le premier est le taux sans risque, qui correspond au rendement des bons du Trésor US à cinq ans, soit la durée moyenne de l'indice BofAML US High Yield. Le deuxième est l'écart de crédit, qui représente la prime exigée par les investisseurs pour assumer le risque de crédit supplémentaire. Ajouté au coupon, l'écart de crédit détermine l'essentiel du rendement total d'une obligation *high yield*.

En raison de leur corrélation étroite avec les actions, les obligations US à haut rendement sont très sensibles aux mouvements de la volatilité implicite de l'indice S&P 500 VIX (VIX), avec un élargissement des écarts par rapport aux bons du Trésor US lors des pics de volatilité. Le haut rendement US est par ailleurs influencé par l'évolution macroéconomique aux Etats-Unis et dans le monde, dans la mesure où les écarts se resserrent lorsque l'économie accélère et s'élargissent lorsqu'elle ralentit. La part importante du secteur de l'énergie dans l'indice *high yield* US (14%), et principalement celle des producteurs de pétrole de schiste, explique en outre sa sensibilité aux prix de l'or noir. Les écarts relatifs par rapport au *high yield* US s'élargissent en cas de baisse significative du cours du pétrole, comme on l'a observé début 2016 lorsqu'il est tombé à 26 dollars le baril. Une nouvelle chute de son prix en dessous des 40 dollars le baril (le 26 juin, le prix de l'indice West Texas est passé sous les 44 dollars) pourrait constituer un risque pour la performance du haut rendement US, si elle devait entraîner un nombre accru de défauts de paiement parmi les émetteurs du secteur de l'énergie.

420-  
450pb

Notre estimation de l'écart relatif p. r. aux obligations US à haut rendement fin 2017

## ÉCART DE CRÉDIT RELATIF AU HAUT RENDEMENT US DE BOFAML ET OBJECTIF DE PICTET WEALTH MANAGEMENT POUR L'ÉCART DE CRÉDIT RELATIF AU HAUT RENDEMENT US D'ICI À FIN 2017 ET FIN 2018



Date: 25 juin 2017

Source: Pictet Wealth Management AA&MR, Factset

Le taux de défaut constitue un facteur important pour le calcul du rendement total dans le domaine du *high yield* US, car un défaut se traduit pour les investisseurs par une perte égale au montant de la valeur du principal de l'obligation, déduction faite du taux de recouvrement à l'issue de la liquidation de la totalité des actifs de la société. En mai 2017, le taux de défaut du *high yield* US s'est établi à 3,9%. Et selon les calculs de Moody's basés sur les tendances actuelles, il pourrait diminuer encore, pour tomber à environ 2,7% d'ici à la fin 2017.

Historiquement, les conditions du crédit accordé aux grandes et moyennes entreprises constituent un indicateur avancé important pour le cycle de défaut. L'assouplissement de ces conditions stimule normalement la croissance du crédit. Or, les conditions du crédit ont tendance à devenir plus restrictives lorsque la Réserve fédérale (Fed) resserre sa politique monétaire. La Fed a relevé ses taux à trois reprises depuis fin 2015. Nous anticipons une nouvelle hausse en 2017 et trois autres en 2018. La banque centrale américaine pourrait également commencer à réduire son bilan (de 30 milliards de dollars en 2017, puis de 379 milliards de dollars en 2018 selon nos estimations).

### LE TAUX DE DÉFAUT DEVRAIT AUGMENTER

En même temps, il semble désormais moins probable que le Congrès adopte cette année des mesures significatives en matière de fiscalité ou de dépenses. Nous n'attendons plus qu'une relance budgétaire équivalente à 1% du PIB

américain à partir de 2018. La politique budgétaire est donc peu susceptible de stimuler suffisamment la croissance américaine pour compenser le ralentissement induit par l'approche plus restrictive de la Fed. Par conséquent, nous anticipons une hausse du taux de défaut à environ 5% dans le secteur du haut rendement US d'ici à fin 2018.

Pictet Wealth Management a élaboré un modèle multifactoriel des écarts de crédit du *high yield* US permettant de prévoir les niveaux de ces écarts sur la base des facteurs mentionnés ci-dessus ainsi que de son scénario macroéconomique pour 2017-2018 (cf. graphique). En supposant que le VIX reste à son faible niveau actuel d'environ 10, l'écart de crédit du *high yield* US pourrait s'élargir et passer de 383 points de base (pb) au-dessus des bons du Trésor au 26 juin à une fourchette de 420 à 450 pb d'ici à fin 2017 et à 500 pb à fin 2018. Toutefois, si le niveau de volatilité implicite devait progresser à 14 environ, l'écart de crédit du *high yield* US pourrait s'élargir davantage encore.

Compte tenu de nos anticipations de hausse pour les rendements des bons du Trésor américain, cet élargissement risque de déboucher sur des rendements totaux négatifs pour le haut rendement US. Par ailleurs, les investisseurs doivent se souvenir que le haut rendement US devient particulièrement illiquide en période de tensions sur le marché. Le dénouement des positions devient alors extrêmement difficile, raison pour laquelle Pictet Wealth Management a adopté une vue négative de cette classe d'actifs. ■



**EDGAR VAN TUYLL**

Responsable des stratégies quantitatives  
Pictet Wealth Management

## INVESTISSEMENT QUANTITATIF

# Aimeriez-vous qu'un rat gère votre argent?

Certains sont persuadés que les marchés seront bientôt dominés par les algorithmes et les données. Mais l'automatisation a ses limites, et le facteur humain aura toujours sa place.

La croissance exponentielle de la puissance des ordinateurs et les progrès théoriques, sans parler de certaines avancées concrètes observées dans d'autres domaines que les investissements, ont permis à l'apprentissage automatique (*machine learning*) de connaître une véritable renaissance. Selon un rapport sur l'industrie des *hedge funds* de HFR (*HFR Global Hedge Fund report*), les actifs détenus dans des *hedge funds* gérés par ordinateur ont doublé pour atteindre USD 918 milliards, entre fin 2008 et fin 2016.

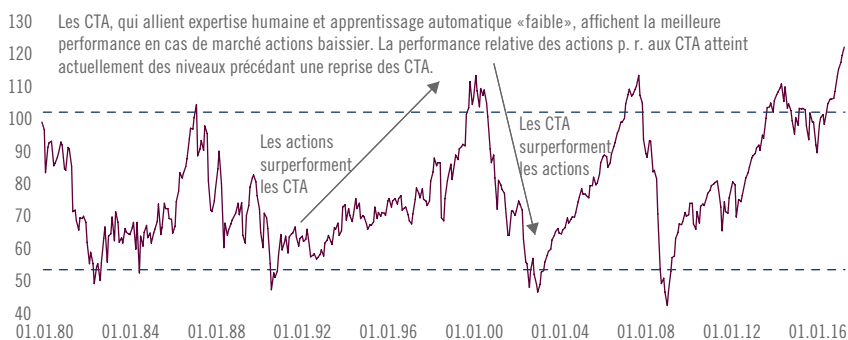
La dernière fois que l'apprentissage automatique (branche de l'intelligence artificielle/IA qui permet aux ordinateurs d'apprendre sans programmation explicite) a trouvé une application dans le monde des investissements remonte au début des années 1990, quand les fonds quantitatifs ont commencé à recourir massivement à l'IA «faible» (des machines axées sur une tâche simple, dotées d'une certaine propension à apprendre à partir de nouvelles données). Depuis, l'apprentissage automatique, et sa capacité à détecter les opportunités dans les données numériques, continuent de susciter un vif intérêt. A juste

titre, selon notre point de vue. Mais si certains fonds quantitatifs bien établis (utilisant l'IA faible pour des problèmes spécifiques, sous la supervision d'experts humains) devraient continuer de se développer rapidement, les nouvelles formes de *quants* recourant à une IA «forte» (où la machine peut traiter tous les problèmes sans intervention humaine) ne sont sans doute qu'une mode.

Tout d'abord, à l'image de personnes ne disposant d'aucune expérience, les machines ont tendance à utiliser des modèles basés sur des tendances historiques qui n'ont aucune efficacité prédictive. Il est ainsi frappant de constater que Quantopian, plate-forme communautaire dont les membres créent et gèrent des programmes de trading, n'a jusqu'à présent investi que dans 15 stratégies quantitatives... alors qu'elle compte environ 120 000 membres.

Deuxièmement, si le trading algorithmique a connu d'énormes progrès et si les stratégies de suivi de tendance basées sur des *quants* ont rapporté 9,5% annualisés depuis 1980 (tel que mesuré par l'indice Barclay Hedge CTA), les rendements n'ont atteint qu'un décevant 0,5% en termes annualisés depuis 2009, les opportunités s'étant raréfiées en raison des politiques d'assouplissement monétaire, de la faiblesse inhabituelle de la volatilité et des corrélations élevées. Les portefeuilles équilibrés traditionnels se sont nettement mieux comportés. Et si certains fonds utilisent une méthode quantitative de sélection des actions continuent de bien performer, il convient néanmoins de noter que ce sous-segment s'est littéralement effondré en 2007 (une année avant la crise financière), notamment parce que ces fonds suivaient tous des stratégies quasiment identiques axées sur un important effet de levier. Les gérants de

### PERFORMANCE RELATIVE DES CTA ET DES ACTIONS, 1980-2017



— Performance relative du MSCI World et des CTA\* (Barclay CTA index), base 100 en 1980 (\* CTA: Commodity Trading Advisor)

Date: 30 mai 2017  
Source: Pictet Quantitative Strategy, Thomson Reuters, MSCI

fonds quantitatifs en ont depuis lors tiré les leçons, mais les machines reposant uniquement sur des *back-tests* (tests rétroactifs) sans raisonnement fondamental risquent de commettre les mêmes erreurs de débutant.

### SYMBIOSE AVEC LES HUMAINS

Troisièmement, chaque fois qu'une nouvelle technologie révolutionnaire est apparue (machines à vapeur, électricité, énergie nucléaire), on a toujours pensé qu'elle finirait par prendre la place des travailleurs. Mais, à chaque fois, la réalité s'est avérée bien plus complexe; au lieu de remplacer les humains, une symbiose a dû s'installer entre humains et machines pour permettre le progrès. Il en ira de même dans le domaine de la gestion des investissements.

Un quatrième problème concerne l'apprentissage automatique lui-même. Le *machine learning* est certes capable de brasser des quantités considérables de données et d'élaborer des recommandations d'investissement sur la base des développements macroéconomiques, des performances des sociétés et des évolutions des cours dans le passé. Mais l'apprentissage automatique n'est pas précis à 100%. Quel est son taux d'erreur? Et quel pourcentage les investisseurs peuvent-ils tolérer quand une machine est incapable de justifier ses erreurs? Nous ne le savons pas encore. Pour toutes ces raisons, il est évident que l'apprentissage automatique ne peut se passer de la main humaine. Le *machine learning* peut certes être utilisé pour trouver des relations entre des données souvent très disparates. Mais il serait insensé de se fier aveuglément aux machines.

Un cinquième problème réside dans les limites de la technologie. Les réseaux neuronaux artificiels sont un modèle de calcul utilisé dans l'apprentissage automatique. Comme d'autres méthodes d'apprentissage automatique qui ne nécessitent pas de programmation explicite, les réseaux neuronaux peuvent être utilisés pour effectuer une large variété de tâches telles que la vision par ordinateur et la reconnaissance vocale. Des tâches qui peuvent difficilement être accomplies avec la programmation ordinaire par règles. A l'heure actuelle, les réseaux neuronaux ne sont toutefois capables que de répliquer plus ou moins le nombre de connexions neuronales

(synapses) d'un rat (160 milliards), soit un nombre toujours largement inférieur à celui des connexions présentes dans le cerveau humain (entre 100 000 et 500 000 milliards chez un adulte). Voulez-vous qu'un rat gère votre argent?

### UN SAVANT IDIOT

Certains des plus grands spécialistes de l'IA au monde, comme le professeur Qiang Yang de l'université des sciences et des technologies de Hong Kong, reconnaissent volontiers que l'IA fonctionne moins bien dans certaines conditions. C'est notamment le cas lorsqu'il n'y a pas suffisamment de données historiques exploitables ou lorsqu'il manque des règles ou des méthodes pour mesurer les résultats. L'IA fonctionne actuellement comme un savant idiot spécialisé dans un seul domaine, et pas comme un polymathe. Elle ne serait donc pas particulièrement utile pour aider une *hedge fund* à gérer de l'argent sans recours à l'expertise humaine. La gestion au jour le jour, la faculté de raisonner à une échelle plus large, la créativité, le développement de relations significatives font partie des domaines dans lesquels l'IA n'est pas d'une grande aide. Comme l'a écrit ce professeur dans un récent numéro du Pictet Report (hiver 2016), «les robots sont incapables d'apprendre par eux-mêmes – ils ne peuvent pas non plus innover comme les humains (...). Les ordinateurs ne remplaceront pas totalement les êtres humains, qui resteront les innovateurs. Les robots resteront les assistants qui aident les humains à prendre leurs décisions.»

Même les superordinateurs les plus puissants d'aujourd'hui sont encore loin de pouvoir résoudre les problèmes de calcul les plus complexes dans des domaines comme la génomique et la finance. Certains observateurs estiment que la prochaine avancée ne pourra être réalisée qu'avec des ordinateurs quantiques basés sur des principes totalement différents de ceux sur lesquels les ordinateurs traditionnels se basent. Mais les ordinateurs quantiques n'en sont encore qu'à leurs balbutiements. Un ordinateur quantique vraiment utile suppose qu'une solution soit apportée à des problèmes complexes, comme la question très technique de la «décohérence quantique». Il faudra également une multiplication du nombre de qubits (bits quantiques, les composants de l'in-

### L'ESSOR RAPIDE DES QUANTS

Les fonds quantitatifs sont le segment le plus en vue de l'industrie des investissements, avec près de USD 1000 milliards d'actifs en gestion en 2016, selon le *HFR Global Hedge Fund report*. Ces fonds sont gérés par des algorithmes, des formules mathématiques qui visent à réduire la nécessité d'un jugement humain en répliquant celui-ci ou en développant de nouvelles formes de prise de décision.

Parmi les fonds quantitatifs, on trouve les fonds à bêta intelligent ou «smart beta» (type de fonds indiciel qui va au-delà du critère de la capitalisation de marché), les fonds à bêta alternatif ou «alternative beta» (une version longue/courte du «smart beta») et les *hedge funds* quantitatifs (dont beaucoup sont des fonds qui appliquent une stratégie de suivi de tendance). Les fonds quantitatifs sont les *hedge funds* qui ont connu le plus d'entrées de capitaux en 2016, selon HFR, et les fonds à bêta intelligent sont les ETF (fonds indiciels) qui ont enregistré la croissance la plus rapide l'année passée. Certains *hedge funds* quantitatifs ont récemment tenté l'expérience d'un apprentissage automatique «total», avec une machine apprenant à investir sur la base de sa propre analyse des données, sans aucune intervention humaine, à l'exception de la phase initiale de formation.

formatique quantique), bien que l'informatique quantique se développe de manière exponentielle, avec une puissance doublant à chaque qbit supplémentaire. Si l'IA a manifestement déjà commencé à révolutionner le monde des investissements, les gérants d'actifs ne risquent cependant pas de perdre leur travail de sitôt. ■

**Contributeurs:** Christophe Donay, Lauréline Chatelain, Cesar Perez Ruiz, Frederik Ducrozet, Jean-Pierre Durante, Frank Bigler, Gregory Kunz, Yann Goffinet, Luca Desantis, Edgar van Tuyl, Pascal Franc, Christopher Seilern and Nadia Gharbi.  
**Edition:** Isidore Ryan. Rédaction achevée le 30 juin 2017.  
**Relecture:** Sabine Jacot-Descombes  
Imprimé sur papier certifié FSC.

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

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

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

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

Les informations, opinions et estimations contenues dans ce document reflètent une appréciation émise à la date de publication initiale, et sont susceptibles d'être modifiées

sans notification préalable. Le groupe Pictet n'a en aucun cas l'obligation d'actualiser ou de tenir à jour les informations figurant dans le présent document. Lorsque celui-ci mentionne la valeur et le rendement d'un ou de plusieurs titres ou instruments financiers, ces données reposent sur des cours provenant de sources d'informations financières usuelles, et sont susceptibles de fluctuer. La valeur de marché des instruments financiers peut varier en fonction de changements d'ordre économique, financier ou politique, des fluctuations des taux de change, de la durée résiduelle, des conditions de marché, de la volatilité ainsi que de la solvabilité de l'émetteur ou de celle de l'émetteur de référence. L'illiquidité d'un marché peut rendre certains investissements difficilement réalisables. De même, les fluctuations des taux de change peuvent avoir un effet positif ou négatif sur la valeur, le prix ou le rendement des investissements mentionnés dans le présent document. Pour tout investissement sur un marché émergent, il convient de noter que les pays émergents présentent une situation politique et économique nettement moins stable que celle des pays développés, et sont ainsi exposés à un risque plus élevé de connaître des bouleversements politiques ou des revers économiques.

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

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

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

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

Tous droits réservés. Copyright 2017.

