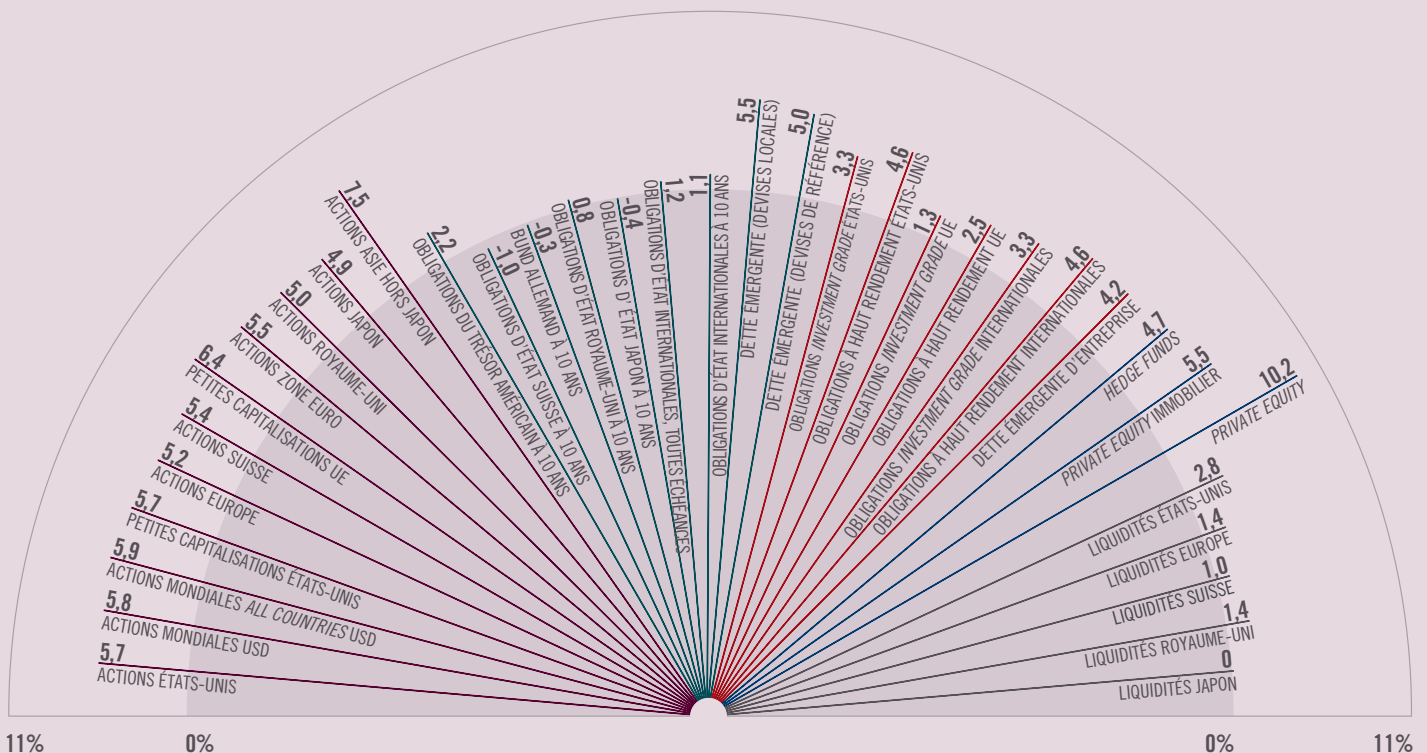


# HORIZON: VERSION ABRÉGÉE

RENTABILITÉS ANNUELLES MOYENNES ATTENDUES À 10 ANS (% , EN DEVISES LOCALES)



Les performances passées et les prévisions ne constituent pas en elles-mêmes des indicateurs fiables des performances futures.  
Les mentions légales relatives aux tiers figurent en fin de document.

## Tableau récapitulatif des rentabilités attendues pour les 10 ans à venir (Pictet Wealth Management-Asset Allocation & Macro Research/Pictet WM-AA&MR)

23.03.2018

Rentabilités attendues par monnaie sur la base d'une approche modifiée de la parité de pouvoir d'achat (PPP)\*

	Local	CHF	USD	EUR	GBP
<b>LIQUIDITÉS</b>					
Liquidités Etats-Unis	2,8%	3,3%	2,8%	2,6%	2,0%
Liquidités Europe	1,4%	2,2%	1,8%	1,4%	0,9%
Liquidités Suisse	1,0%	1,0%	0,8%	0,5%	0,0%
Liquidités Royaume-Uni	1,4%	2,8%	2,3%	2,0%	1,4%
Liquidités Japon	0,0%	1,5%	1,5%	1,2%	0,8%
<b>OBLIGATIONS D'ÉTAT</b>					
Obligations d'Etat internationales, toutes échéances	1,2%	1,5%	1,2%	0,9%	0,4%
Obligations d'Etat internationales à 10 ans	1,1%	1,4%	1,1%	0,8%	0,3%
Obligations du Trésor américain à 10 ans	2,2%	2,7%	2,2%	2,0%	1,4%
Bund allemand à 10 ans	-0,3%	0,4%	0,0%	-0,3%	-0,9%
Obligations d'Etat Suisse à 10 ans	-1,0%	-1,0%	-1,2%	-1,5%	-2,0%
Obligations d'Etat Japon à 10 ans	-0,4%	1,0%	1,0%	0,7%	0,3%
Obligations d'Etat Royaume-Uni à 10 ans	0,8%	2,2%	1,7%	1,4%	0,8%
Dette émergente (devises locales)	5,5%	6,0%	5,5%	5,3%	4,7%
Dette émergente (devise forte)	5,0%	5,5%	5,0%	4,8%	4,2%
<b>OBLIGATIONS D'ENTREPRISE</b>					
Obligations à haut rendement internationales	4,6%	4,2%	3,8%	3,5%	2,9%
Obligations à haut rendement Etats-Unis	4,6%	5,1%	4,6%	4,4%	3,8%
Obligations à haut rendement Europe	2,5%	3,2%	2,8%	2,5%	2,0%
Obligations <i>investment grade</i> internationales	3,3%	2,9%	2,5%	2,2%	1,6%
Obligations <i>investment grade</i> Etats-Unis	3,3%	3,8%	3,3%	3,1%	2,5%
Obligations <i>investment grade</i> Europe	1,3%	2,0%	1,6%	1,3%	0,7%
Dette émergente d'entreprise	4,2%	4,7%	4,2%	4,0%	3,4%
<b>ACTIONS</b>					
MSCI World USD	5,8%	6,2%	5,8%	5,5%	5,0%
MSCI AC World USD	5,9%	6,3%	5,9%	5,6%	5,1%
Actions Etats-Unis	5,7%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%
Petites capitalisations Etats-Unis	5,7%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%
Actions Europe	5,2%	5,9%	5,5%	5,2%	4,7%
Petites capitalisations Europe	6,4%	7,2%	6,7%	6,4%	5,9%
Actions zone euro	5,5%	6,2%	5,8%	5,5%	4,9%
Actions Asie hors Japon	7,5%	8,0%	7,5%	7,3%	6,7%
Actions Japon	4,9%	6,3%	6,3%	6,0%	5,6%
Actions Suisse	5,4%	5,4%	5,2%	4,9%	4,4%
Actions Royaume-Uni	5,0%	6,4%	5,9%	5,6%	5,0%
<b>ACTIFS ALTERNATIFS</b>					
<i>Private equity</i>	10,2%	10,7%	10,2%	10,0%	9,4%
<i>Private equity</i> immobilier	5,5%	6,0%	5,5%	5,3%	4,7%
<i>Hedge funds</i>	4,7%	5,2%	4,7%	4,5%	3,9%

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

# UNE APPROCHE REVUE SOUS L'ANGLE D'UN ENVIRONNEMENT DE FAIBLES RENTABILITÉS



## Christophe DONAY

Responsable de l'allocation d'actifs et de la recherche macroéconomique  
Chef stratégie



## César Pérez Ruiz

Responsable des investissements  
CIO

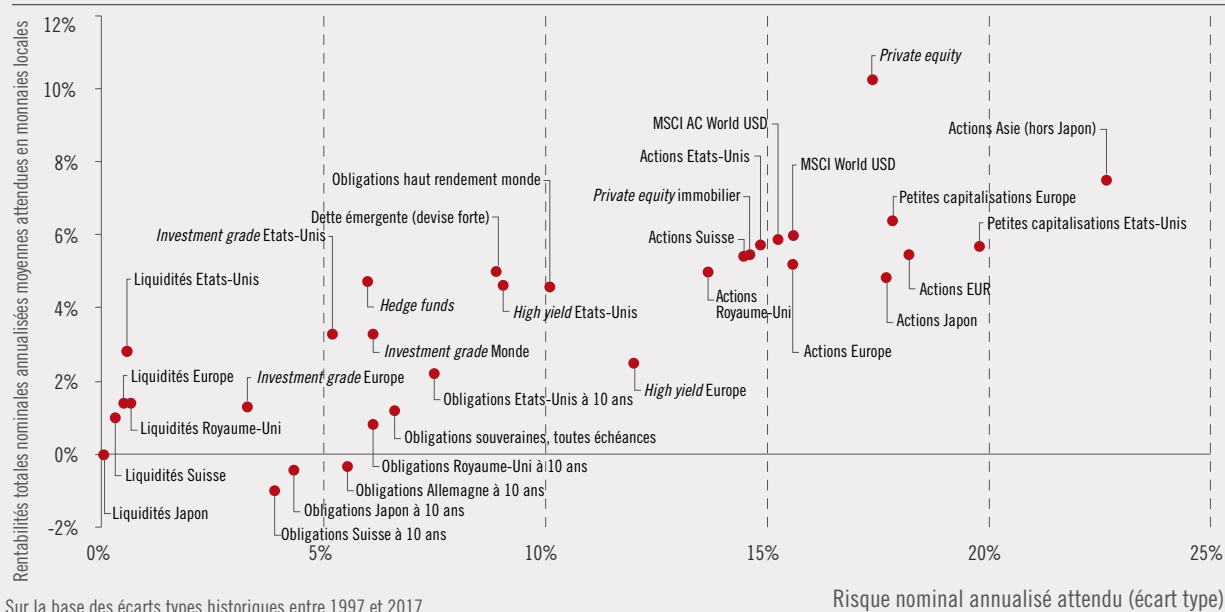
Chère lectrice,  
Cher lecteur,

Nous sommes heureux de vous proposer cette version abrégée d'*Horizon*, où Pictet Wealth Management expose les raisonnements qui sous-tendent ses prévisions de rentabilité à dix ans rapportées au risque pour quelque 35 classes d'actifs.

Cet exercice d'estimation forme la base de notre approche en matière d'allocation d'actifs stratégique – autrement dit, nos décisions fondamentales de pondération des classes d'actifs à long terme. Il constitue également un outil précieux pour répondre aux attentes des clients et assurer une communication transparente. Nous adoptons un horizon de 10 ans car les profils d'investissement de nos clients sont généralement axés sur le long terme – souvent avec une volonté de transmission à la génération suivante –, mais aussi parce que ce laps de temps couvre des cycles économiques et de marché traditionnels complets.

La principale conclusion de cette étude est la suivante: nous sommes entrés dans un environnement de faibles rentabilités, appelant une modification de notre approche en matière d'allocation d'actifs. Cette version abrégée d'*Horizon* s'adresse à ceux qui s'intéressent davantage aux conclusions chiffrées de notre analyse – et à la justification de ces conclusions – qu'à la méthodologie complexe qui les sous-tendent. Nous espérons qu'elle présente de façon accessible le chemin que nous parcourons, de notre analyse macroéconomique *top-down* initiale à la formulation de nos prévisions de rentabilités, puis à leurs implications sur la composition des portefeuilles de nos clients. ■

GRAPHIQUE 1: RENTABILITÉS ATTENDUES RAPPORTÉES AU RISQUE HISTORIQUE



## PERSPECTIVES À LONG TERME:

### Dans une perspective *top-down*: régimes économiques et facteurs macroéconomiques

Chez Pictet Wealth Management, nous basons nos prévisions de rentabilités sur un modèle de valorisation des actifs qui est fonction du régime économique sous-jacent. Sachant que le régime économique détermine les niveaux de croissance économique réelle et d'inflation – les deux moteurs des rentabilités attendues –, tout changement de régime aura inévitablement des implications majeures sur les cours et la valorisation des actifs.

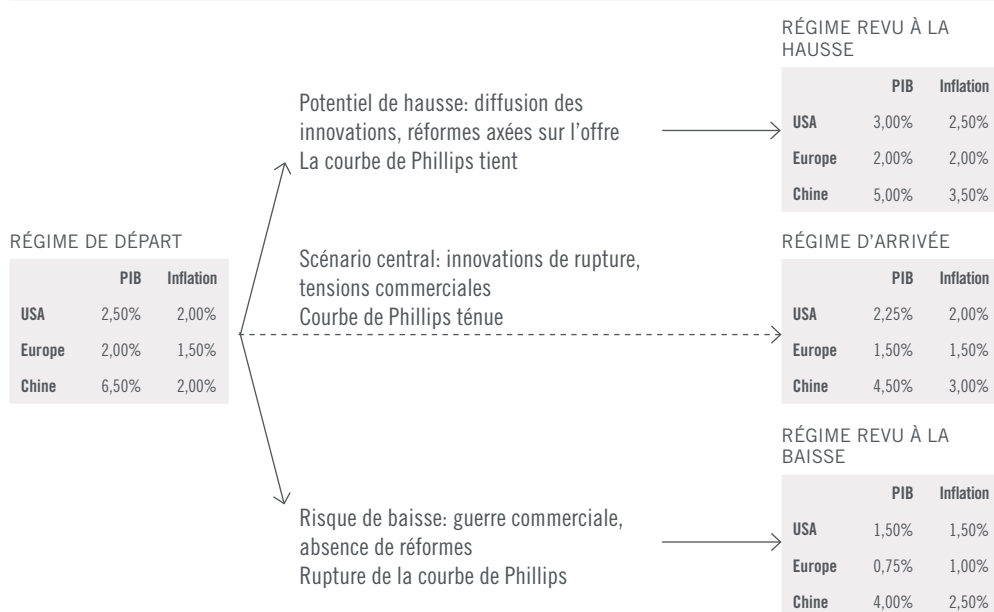
Un changement au niveau de la croissance réelle moyenne du PIB et/ou du taux d'inflation tel que mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC), par exemple, peut être la marque d'un changement de régime. Ainsi, lors de la crise des *subprimes*, le PIB réel des Etats-Unis fin 2007 a soudainement plongé d'une moyenne

relativement stable sur six ans de 2,6% à une moyenne de -1,25% entre fin 2007 et juin 2009, reflétant clairement un régime déflationniste. Après le creux atteint en juin 2009, et avec l'aide de mesures monétaires et budgétaires exceptionnelles, la croissance réelle du PIB américain a retrouvé une moyenne de près de 2%, dans un régime que l'on peut qualifier de «reflationniste».

Pour prendre un autre exemple, cette fois relatif à l'inflation, on se souviendra qu'en octobre 1973, les pays de l'Opep avaient fait flamber les cours du pétrole, provoquant une multiplication par trois du prix du brut en à peine quelques mois et une inflation endémique dans les économies occidentales.

Le contexte politique peut également engendrer un changement de régime. Aujourd'hui, la montée des populismes pourrait se traduire par une telle évolution.

GRAPHIQUE 2: TENDANCES DE LONG TERME, RÉGIMES ÉCONOMIQUES ET BALANCE DES RISQUES



Source: Pictet WM - AA&MR

---

La puissance géopolitique des Etats-Unis diminue et cette perte d'influence pourrait donner naissance à un monde multipolaire, avec à la clé de possibles changements de régimes économique et de marché.

L'innovation est un facteur susceptible d'induire des changements de paradigme parfois radicaux sur la croissance économique. La conjugaison du choc d'innovation technologique en cours et de la mondialisation modifie la dynamique économique mondiale parce ce qu'elle réunit quatre caractéristiques: elle est disruptive, déflationniste, d'envergure mondiale, et ses effets exponentiels devraient se matérialiser sur la durée.

Le graphique 2 reflète notre scénario central en termes d'inflation et de croissance du PIB, et les risques qui y sont associés. Ces hypothèses prennent en compte des innovations de rupture, une certaine constance dans les relations entre l'activité économique, la croissance des salaires et l'inflation (telles qu'exprimées par la courbe de Phillips) et l'absence de guerre commerciale déclarée.

Notre analyse macroéconomique appelle quelques commentaires sur trois éléments clés: la politique monétaire, l'inflation et la dette mondiale.

#### **Politique monétaire: l'avènement d'une nouvelle ère**

Nous arrivons au terme d'une période marquée par des mesures de politique monétaire exceptionnelles. Et s'ils n'ont pas forcément créé de la croissance, les rachats massifs d'actifs par les banques centrales depuis la crise de 2007/2008 ont peut-être évité une dépression.

Les autorités monétaires demeurent néanmoins vigilantes et accommodantes. Outre une sortie graduelle de l'assouplissement quantitatif, nos prévisions prennent en compte une normalisation des taux directeurs des banques centrales (voir graphique 3) vers des taux finaux globalement bas, avec toutefois d'importants écarts d'un pays à l'autre.

Si la possibilité d'une résurgence des dynamiques déflationnistes en cas de fléchissement conjoncturel ou de crise financière ne peut être écartée, force est de constater que ce risque a sensiblement diminué. Pour autant, si les pressions déflationnistes devaient réapparaître, la capacité des banques centrales à influencer le cours des choses serait compromise en raison des efforts déployés ces dernières années, notamment en zone euro, où les capacités d'assouplissement monétaire supplémentaire sont limitées.

De nouveaux outils et de nouvelles stratégies pourraient voir le jour si tout le reste devait échouer, y compris le ciblage du niveau des cours des actifs et de l'inflation et une coordination plus explicite entre les banques centrales, mais les efforts devraient désormais se concentrer sur les mesures budgétaires et monétaires (à l'image des allègements fiscaux récemment adoptés aux Etats-Unis).

La normalisation comporte aussi de multiples implications politiques. Les Etats ont largement profité des politiques monétaires accommodantes, qui réduisaient les coûts d'emprunt et rendaient l'augmentation de l'endettement plus justifiable - une manne que les responsables politiques n'ont pas hésité à exploiter.

Mais cette situation ne pouvait pas durer. Si la croissance du PIB demeure globalement correcte, la perspective de taux d'intérêt plus élevés et de contraintes budgétaires normales implique un arbitrage difficile entre hausses d'impôts et baisse des dépenses/augmentation de l'endettement. Cet environnement économique pourrait au final se répercuter sur les banques centrales et compromettre implicitement leur indépendance sur le front des relèvements de taux.

### Inflation: comportement erratique et nouvelle dynamique à l'échelle mondiale

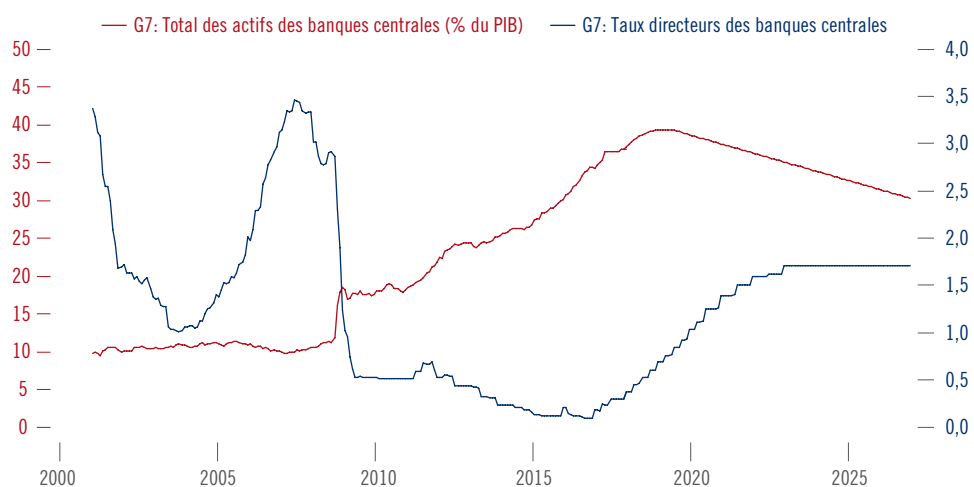
L'inflation détruit de la valeur et suscite par conséquent une vigilance constante de la

part des banques centrales. La capacité des autorités monétaires et des responsables politiques à cibler l'inflation a été entravée par le comportement inattendu de la courbe de Phillips, qui met en lien les taux d'inflation et certaines mesures de sous-emploi des ressources économiques, telles que le taux de chômage ou l'écart de production.

Au lendemain de la crise, la plupart des économies développées ont connu un épisode de «déflation manquée», soit une augmentation soudaine et très significative des écarts de production, non suivie d'une baisse proportionnelle des taux d'inflation. A l'inverse, après plusieurs années de reprise économique et de baisse du chômage, l'inflation et les salaires n'ont pas répondu à la hausse des taux d'utilisation des capacités - un épisode appelé le «mystère de l'inflation manquée».

Ces anomalies ont conduit de nombreux observateurs à douter de la pertinence de la courbe de Phillips dans les circonstances actuelles. Tout comme le nouveau président

GRAPHIQUE 3: BILANS ET TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES DU G7



Source: Pictet WM - AA&MR, Thomson Reuters

de la Réserve fédérale américaine Jerome Powell ou son prédécesseur Janet Yellen, nous ne partageons pas cet avis. A l'analyse, l'évolution la plus récente de la courbe de Phillips (soit son aplatissement) par rapport aux normes historiques semble tenir à certains facteurs mondiaux, parmi lesquels le cycle des matières premières, la mondialisation et l'innovation, et à certains changements structurels sur le marché de l'emploi. Dans ce contexte, l'inflation devrait augmenter de façon progressive, avec toutefois un risque d'exportation de l'inflation asiatique vers les marchés développés, en particulier de Chine, sur fond de contraction de la main-d'œuvre et de hausse des coûts du travail.

#### **Dettes mondiale: des niveaux gérables, mais la Chine inquiète**

Des niveaux d'endettement excessifs augmentent la vulnérabilité économique et peuvent par conséquent déjouer les prévisions économiques.

Il n'existe aucun consensus quant au seuil à partir duquel les niveaux d'endettement commencent à affecter la croissance ou à déclencher un mouvement de désendettement. Certes, la dette alimente la croissance, mais il arrive un moment où les effets négatifs l'emportent sur les effets positifs, les investissements et la consommation diminuant quand le revenu du secteur privé est affecté au service de la dette. Des niveaux d'endettement élevés augmentent la vulnérabilité des entreprises non financières et des ménages face aux fluctuations du cycle conjoncturel, de l'inflation et des taux d'intérêt, et favorisent l'incertitude.

Les niveaux de dette actuels nous paraissent gérables. L'Europe est très hétérogène, mais certains pays affichent des niveaux de dette

préoccupants et se sont moins désendettés que les Etats-Unis ou le Royaume-Uni. L'endettement de la Chine a de quoi inquiéter les marchés mondiaux—même si une analyse approfondie devrait apaiser les craintes des observateurs

L'endettement de la Chine est préoccupant pour quatre raisons: l'impact potentiel à l'échelle mondiale d'un assèchement du crédit, le taux de croissance de la dette, les niveaux d'endettement des entreprises non financières, et l'essor du système bancaire parallèle. Il convient toutefois de souligner que la dette chinoise est pour l'essentiel une dette domestique et que la dette d'entreprise non financière est détenue pour deux tiers par des entreprises d'Etat. ■

«De nouveaux outils et de nouvelles stratégies pourraient voir le jour, y compris le ciblage du niveau des cours des actifs et de l'inflation et une coordination plus explicite entre les banques centrales.»

---

## RENTABILITÉS ATTENDUES

«Alors que les banques centrales poussent les taux d'intérêt à court terme à la hausse, les rentabilités des obligations d'Etat à 10 ans devraient atteindre des plus bas historiques.»

### Vue d'ensemble par classe d'actifs

Les conclusions de nos estimations des rentabilités attendues confirment les théories d'investissement établies et l'expérience: des rentabilités supérieures exigent une prise de risques accrue.

Bien sûr, le risque d'investissement diminue sur la durée, le temps – comme le reflète notre horizon à 10 ans – lissant les fluctuations de performance à court terme. Nos rentabilités attendues ne sont pas sensibles au cycle conjoncturel pour cette même raison. Une période de 10 ans étant suffisamment longue pour couvrir un cycle conjoncturel complet, nous n'avons pas besoin d'anticiper les fluctuations de conjoncture dans le cadre de notre modèle de rentabilités attendues.

Les classes d'actifs individuelles présentent généralement des caractéristiques de risque/rentabilité propres, distinctes les unes des autres. Il ne s'agit toutefois que de généralités, et non de règles absolues.

Ainsi, les actions sont généralement considérées comme plus risquées que les obligations pour une rentabilité attendue et une volatilité plus élevées, mais les titres individuels présentent des profils de risque/rentabilité très variables. Au sein des obligations, les emprunts souverains sont considérés comme bien moins risqués que les obligations à haut rendement, tandis que les liquidités constituent la classe d'actifs la moins risquée de toutes.

Notre analyse nous permet néanmoins de dégager quelques observations génériques sur les perspectives propres à chaque classe d'actifs.

### Liquidités: les banques centrales poussent les taux d'intérêt à court terme à la hausse

Notre scénario économique central à 10 ans prend en compte une normalisation des taux d'intérêt, tant à court qu'à long terme. Compte tenu de la taille actuelle des bilans des banques centrales, ce processus de normalisation devrait s'étendre sur plus de 10 ans, ce qui signifie que les taux à court terme devraient rester plutôt bas. La Fed a d'ores et déjà commencé à relever ses taux et des mouvements similaires sont attendus dans d'autres zones monétaires, avec à la clé une hausse des taux à l'échelle mondiale. Ce processus se traduira partout par des rendements positifs et des rentabilités accrues pour les liquidités au cours des 10 prochaines années.

### Obligations d'Etat: des rentabilités moroses en perspective

Une analyse sur le long terme montre que les rendements souverains nominaux suivent de près la trajectoire de croissance du PIB nominal. Mais les politiques monétaires menées ces dernières années ont déformé cette relation. L'action des banques centrales (généralement sous la forme de rachats massifs d'obligations d'Etat) a exercé des pressions à la baisse sur les taux à long terme, désormais anormalement bas par rapport à la croissance du PIB nominal. Alors que les banques centrales poussent les taux à court terme à la hausse, les rentabilités des obligations d'Etat à 10 ans devraient atteindre des plus bas historiques. Les obligations allemandes, japonaises et suisses seront destructrices nettes de valeur au cours des 10 prochaines années. Avec le relèvement des taux des *Fed funds*, la protection des portefeuilles via les obligations du Trésor américain aura un coût, avec une rentabilité attendue à 10 ans d'à peine 2,2%.



### **Obligations d'entreprise: le haut rendement conserve son attrait**

Sauf événement majeur tel que la crise financière de 2008-2009, le rendement le plus récent de l'*investment grade* américain constitue historiquement un assez bon indicateur de la rentabilité attendue à 10 ans pour le crédit *investment grade*.

Les obligations *high yield* (HY, haut rendement) présentent des caractéristiques propres à la fois aux obligations et aux actions. La forte corrélation entre les écarts de rendement des obligations *high yield* et l'indice VIX de volatilité des actions en est une bonne illustration. Dans les périodes de tensions sur les marchés financiers, les *spreads* du haut rendement tendent à augmenter parallèlement à la prime de risque des actions. Mais ce parallèle entre le VIX et les écarts de rendement du HY a ses limites: le VIX est considéré comme l'«indice de la peur» pour les grandes sociétés cotées du S&P 500, de catégorie *investment grade* généralement, alors que l'univers du haut rendement américain est essentiellement composé de petites et moyennes capitalisations.

L'analyse montre toutefois que sur une période de 10 ans, les rentabilités du haut rendement américain suivent une trajectoire plus proche de celle des obligations *investment grade* que le S&P 500. On observe en outre de longues périodes au cours desquelles les emprunts *high yield* surperforment les actions (entre 2008 et 2014, par exemple) et vice versa. Le faible écart entre les rentabilités des actions sur 10 ans et celles du HY depuis 2014 est sans précédent sur les 20 dernières années.

Contrairement à l'*investment grade* américain, les rendements ne constituent pas un bon indicateur des rentabilités

futures pour le *high yield* américain, un rendement plus élevé ne représentant que ce que les investisseurs exigent en compensation du risque de défaut supplémentaire. Dans l'établissement de nos prévisions de rentabilités, le taux de défaut est moins important que le taux de perte final des obligations à haut rendement. Le taux de perte combine le taux de défaut avec un éventuel taux de recouvrement, sachant qu'un événement de crédit n'implique pas nécessairement une faillite conduisant à une perte totale du capital – comme c'est le cas avec les actions.

### **Actions: une classe d'actifs toujours attrayante en dépit de rentabilités plus faibles**

Tirées par la croissance des bénéficiaires, les actions continueront d'afficher des rentabilités robustes, mais inférieures aux niveaux enregistrés au cours des dernières décennies. Les actions des marchés développés se traitent actuellement à des multiples à peine inférieurs à leurs pics historiques, mais les valorisations et les perspectives économiques offrent peu de soutien, à ce stade, dans une optique de rentabilité à long terme. Sur une période de 35 ans, les *blue chips* américaines ont dégagé une rentabilité totale nominale moyenne annuelle de 8,6%, contre notre prévision à 10 ans de 5,3%.

S'agissant de la croissance des profits au sein des indices élargis des marchés actions développés, nous anticipons une convergence de la croissance bénéficiaire vers celle du PIB nominal sur les 10 ans à venir, à trois exceptions près. Dans les **économies émergentes**, la croissance du PIB nominal n'est pas systématiquement synonyme de croissance bénéficiaire pour les entreprises locales. Nous en tenons compte dans nos prévisions, mais plus

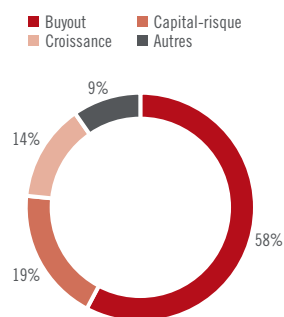
«Les rentabilités totales nominales annuelles moyennes attendues à 10 ans des principales classes d'actifs seront toutes inférieures aux rentabilités annuelles moyennes glissantes depuis 1950.»

l'économie est mature, plus la croissance du PIB nominal se rapproche de la progression des profits. Une forte exposition extérieure peut parfois protéger les valorisations. C'est notamment le cas au Japon. Le pays souffre depuis de nombreuses années d'une faible croissance nominale, mais grâce à leur forte exposition aux marchés non domestiques, les sociétés nippones affichent une croissance bénéficiaire largement supérieure au niveau suggéré par le PIB nominal du pays. Dans les **petites capitalisations**, la conjugaison d'une croissance nominale faible et de valorisations élevées nous incite à anticiper des rentabilités totales moyennes à 10 ans inférieures à la moyenne à long terme de 8,6% pour le S&P 500. Les bénéfices des petites capitalisations progressent généralement plus vite que l'économie au sens large.

#### Actifs alternatifs: les fruits de la prime d'illiquidité

Les classes d'actifs alternatives, et en particulier les *hedge funds* et le *private equity*, présentent des caractéristiques exceptionnelles au sein de notre analyse des rentabilités attendues. Avec une rentabilité attendue de 10,2% pour une volatilité de 17%, le *private equity* sort clairement du lot.

GRAPHIQUE 4: RÉPARTITION DES ACTIFS SOUS GESTION DU PRIVATE EQUITY PAR CATÉGORIE



Source: Pictet WM - AAMR, Prequin  
\*Au deuxième trimestre 2017

Mesurer les rentabilités des *hedge funds* n'est pas chose facile. Contrairement à l'investissement dans des actions cotées, investir de façon optimale dans des *hedge funds* peut se révéler compliqué, bon nombre d'entre eux étant fermés aux nouvelles souscriptions. Les deux grands indices de *hedge funds* présentent également, et pour cette même raison, des limites. La classe d'actifs est loin d'être homogène, et l'on observe une très grande dispersion des rentabilités entre les différentes stratégies (CTA, *long/short equity*, *distressed debt*, etc.). Choisir la bonne stratégie peut sensiblement améliorer le rapport entre le risque et les rentabilités attendues.

Il existe une différence majeure entre le capital privé et la plupart des autres classes d'actifs: n'étant pas coté en bourse, le capital privé n'offre pas la même liquidité. Mais cela ne semble pas avoir entravé sa croissance, puisque les actifs sous gestion y ont été multipliés par sept depuis 2000, pour atteindre USD 4,915 milliards.

Même s'il se diversifie progressivement, le capital privé reste concentré sur deux grands segments comptant pour près des trois quarts de la classe d'actifs. De fait, bien que les infrastructures (8%) et la dette privée (13%) aient progressé récemment, le *private equity* (57%) et le *private equity* immobilier (17%) continuent de dominer.

Le *private equity* ne constitue pas une catégorie homogène du capital privé (voir graphique 4). Le financement de jeunes pousses représente le segment le plus visible; pourtant, le capital-risque représente moins de 20% du *private equity*. La classe d'actifs se concentre essentiellement sur le financement d'opérations de *buyout*, qui représente près de 60% du total. Le *buyout*

diffère sensiblement du financement de start-ups: il consiste à racheter des activités existantes pour les rendre plus rentables et à les développer avant de les revendre. C'est le cœur du *private equity*.

L'attrait du *private equity* est dû à ses niveaux de rentabilité élevés. A l'échelle mondiale, il affiche une rentabilité totale annualisée de 13,5%, nette de frais, depuis 2010, contre 9,7% pour l'indice MSCIAC World Total Return. L'écart de rentabilité du *private equity* par rapport aux marchés cotés est plus important encore sur les 20 dernières années (13%, contre 6,5%). L'excédent de rentabilité du *private equity*, généralement considéré comme une prime d'illiquidité, découle de quatre facteurs.

Premièrement, il est rare d'avoir un contrôle direct sur une société lorsque l'on investit dans des actions cotées. Dans le cas du *private equity*, l'objectif d'un fonds est d'influencer de façon significative la gestion de l'entreprise afin d'augmenter sa rentabilité par rapport à celle de ses pairs.

Le deuxième facteur est directement lié à l'illiquidité de ce type d'investissement. L'investissement n'est pas liquide, mais l'investisseur dispose de fenêtres d'opportunités pour se retirer et optimiser ses rendements.

L'effet de levier constitue le troisième moteur. Une société mieux gérée peut supporter une dette plus lourde qui lui permet d'amplifier la rentabilité pour les investisseurs. A l'heure actuelle, l'effet de levier du secteur mondial du *buyout* est environ deux fois plus important en termes du rapport valeur d'entreprise/fonds propres qu'au sein qu'au sein de l'indice MSCIAC World.

Le quatrième facteur tient à l'allocation sectorielle. La répartition sectorielle n'est pas la même sur les marchés cotés et sur les marchés privés. Le *private equity* cible des investissements dans des secteurs de croissance et/ou dans des sociétés susceptibles d'être optimisées ou redressées.

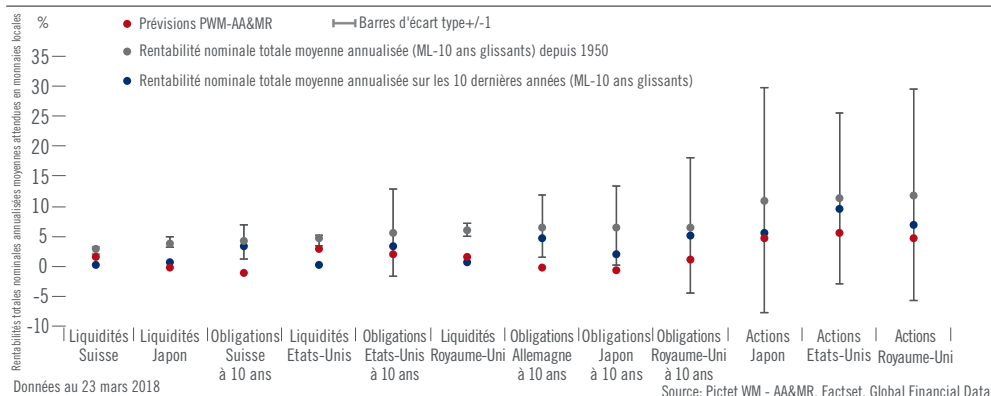
### **Des rentabilités en baisse comme nouvelle norme**

La baisse généralisée des rentabilités constitue l'un des thèmes centraux de cette édition d'*Horizon*. Les rentabilités totales nominales annuelles attendues à 10 ans des principales classes d'actifs sont toutes inférieures aux rentabilités annuelles moyennes glissantes sur 10 ans de ces dernières décennies. Les rentabilités moyennes sur les 10 dernières années sont également inférieures aux moyennes depuis 1950 pour la plupart des classes d'actifs.

Le graphique 5 reflète les rentabilités nominales annuelles totales moyennes sur 10 ans glissantes historiques en monnaies locales des classes d'actifs pour lesquelles des données depuis 1950 sont disponibles, rapportées aux rentabilités sur les 10 dernières années, ainsi que leur fourchette d'écart type de +/-1 depuis 1950 et nos prévisions à 10 ans.

Comme le montre le graphique, les rentabilités totales nominales annuelles attendues à 10 ans des principales classes d'actifs sont toutes inférieures aux rentabilités annuelles moyennes sur 10 ans glissantes depuis 1950. En outre, les rentabilités moyennes sur les 10 dernières années sont inférieures aux moyennes depuis 1950. Nos rentabilités attendues sont supérieures aux rentabilités moyennes des 10 dernières années dans trois segments seulement: les liquidités suisses, les liquidités américaines et les liquidités britanniques.

GRAPHIQUE 5 : RENTABILITÉS ATTENDUES RAPPORTÉES AUX RENTABILITÉS TOTALES NOMINALES ANNUELLES MOYENNES GLISSANTES EN MONNAIES LOCALES DEPUIS 1950, BARRES D'ÉCART TYPE DE +/-1 ET MOYENNES SUR LES 10 DERNIÈRES ANNÉES

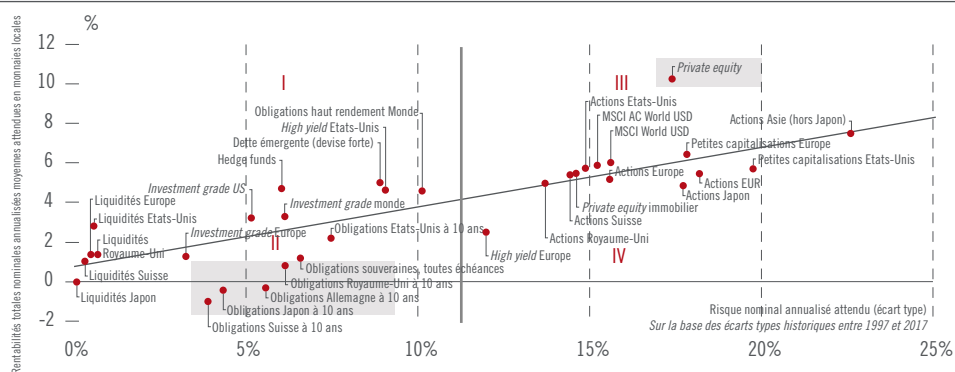


\* Les performances passées et les prévisions ne constituent pas en elles-mêmes des indicateurs fiables des performances futures.

Certaines observations confirment la nouvelle phase de baisse des rentabilités:

- Dans les obligations, seules les obligations du Trésor américain à 10 ans et les obligations britanniques à 10 ans présentent des rentabilités attendues globalement comprises entre la moyenne historique et un écart type complet en dessous de la moyenne historique.
- Reflet du changement de régime en cours pour les emprunts d'Etat à long terme, toutes les autres obligations d'Etat à 10 ans (suisses, allemandes et japonaises) présentent des rentabilités attendues proches ou inférieures d'un écart type complet à leur moyenne historique depuis 1950.
- Les classes d'actifs présentant des rentabilités attendues de plus d'un écart type complet inférieures à leurs moyennes historiques sont les liquidités japonaises, les obligations suisses à 10 ans, les liquidités américaines, les liquidités britanniques et les Bunds allemands à 10 ans.
- Dans les actions, les valeurs américaines ont généré les meilleurs profils de risque/rentabilité pour les investisseurs, avec une rentabilité totale moyenne de 11,3% depuis 1950 et un écart type de 14,3%. Les actions nippones et britanniques ont dégagé des rentabilités moyennes d'ampleur comparable à celle des actions américaines sur la même période, de 11,0% et 12,0% respectivement, mais avec un risque plus élevé.
- Depuis 1950, les Bunds allemands à 10 ans ont offert une rentabilité moyenne sur 10 ans glissants d'un peu plus d'un point de pourcentage supérieure à celle des obligations du Trésor américain équivalentes (6,7% contre 5,6%), pour un risque moindre (5,2% contre 7,3%). Les obligations d'Etat suisses présentent pour leur part la plus faible dispersion historique des rentabilités, mesurée en écart type, par rapport à tous les autres segments souverains à 10 ans.

GRAPHIQUE 6: RENTABILITÉS TOTALES NOMINALES ANNUELLES ATTENDUES POUR LES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS ET RISQUE EN MONNAIES LOCALES\*



Source: Pictet WM - AA&MR, Factset, Global Financial Data

### Evaluer le rapport risque/rentabilité

Les rentabilités attendues ne sont guère significatives si elles ne sont pas rapportées au risque. Celui-ci se mesure généralement par la dispersion des rentabilités annuelles par rapport à la rentabilité moyenne à 10 ans (écart type). Le graphique 6 reflète l'importante variance des profils de risque/rentabilité parmi les 35 classes d'actifs couvertes par notre analyse.

A partir de ces prévisions de risque/rentabilité, nous avons tracé une ligne verticale scindant l'univers d'investissement en deux parties. D'une manière générale, les actifs figurant dans la partie gauche présentent globalement un risque de moitié inférieur à celui des actifs figurant dans la partie droite et génèrent par conséquent, en vertu des dynamiques de risque/rendement, des rentabilités inférieures.

Nous avons également tracé une ligne de tendance, ou ligne de régression, ascendante. Les classes d'actifs figurant sous la ligne de tendance présentent des ratios de risque/rentabilité d'environ

50% inférieurs à ceux des classes d'actifs situées au-dessus. Les limites définies par ces deux lignes forment quatre quadrants, distingués par les chiffres romains I, II, III et IV, auxquels nous pouvons attribuer des caractéristiques génériques.

Bien qu'ils présentent de faibles rentabilités, les actifs des quadrants I et II peuvent éventuellement être utilisés pour limiter le risque au sein de portefeuilles composés notamment d'actifs figurant dans les quadrants III et IV. Leur attrait peut toutefois varier en fonction des régimes sous-jacents.

- Au sein des classes de liquidités affichant un écart type de moins de 1% dans le quadrant I, les liquidités américaines devraient offrir la rentabilité la plus élevée, à 2,8%, contre 1,4% pour les liquidités britanniques, suisses et européennes et 0,0% pour les liquidités nippones.
- Plus haut dans le quadrant I, les obligations d'entreprises américaines de catégorie *investment grade* devraient offrir une

---

rentabilité de 3,3%, équivalente à celle des obligations d'entreprises internationales de même catégorie, mais pour un risque moindre de 5,2%, contre 6,1.

- A écart type équivalent d'environ 6%, les *hedge funds* offrent une rentabilité attendue de 4,7%, contre 3,3% pour les obligations d'entreprises internationales de catégorie *investment grade*. A rentabilité équivalente, ils présentent un risque inférieur à celui des actifs assimilables aux actions: 9,1% pour les obligations à haut rendement américaines et 10,1% pour les obligations à haut rendement internationales. Il convient toutefois de garder à l'esprit que seuls les investisseurs axés sur le long terme devraient envisager l'introduction de *hedge funds* dans leur allocation d'actifs, en raison de la nature illiquide de ces véhicules d'investissement et du temps nécessaire pour qu'ils atteignent leur plein potentiel.
- Au sein du crédit à haut rendement, les obligations *high yield* américaines du quadrant I surclassent les obligations *high yield* européennes du quadrant IV, avec une rentabilité attendue de 4,6% et un écart type de 9,1%, contre 2,5% et 12,0%, respectivement. Les obligations internationales à haut rendement se situent entre les deux, avec une rentabilité attendue de 4,6% et un écart type de 10,1%.
- Dans la zone grisée du quadrant II, les obligations suisses, japonaises et allemandes à 10 ans paraissent peu attrayantes, avec des rentabilités attendues négatives de -1,0%, -0,4% et -0,3% et des écarts types allant de 3,9% à 5,6%. Nous incluons les obligations britanniques à 10 ans dans ce groupe, même si nous anticipons une rentabilité légèrement positive de 0,8%.

- En dehors de la zone grisée, les obligations du Trésor américain à 10 ans semblent présenter le profil de risque/rentabilité le plus intéressant parmi les emprunts d'Etat de même échéance. C'est l'une des raisons clés - outre leur liquidité élevée - pour lesquelles les obligations du Trésor américain à 10 ans demeurent la classe d'actifs privilégiée pour limiter le risque des portefeuilles comportant des actifs des quadrants III et IV. Elles devraient dégager une rentabilité de 2,2%, avec un écart type de 7,5%. Compte tenu de leur statut de valeur refuge et de leur liquidité élevée, les obligations du Trésor américain à 10 ans restent des actifs de choix au sein d'un portefeuille, jouant un rôle de protection lors de changements de régime associés à une récession économique, à un krach financier ou à une augmentation du risque systémique - mais uniquement dans le cadre d'événements non inflationnistes. Un choc associé à une hausse soudaine des pressions inflationnistes pousserait les taux à la hausse, avec à la clé une dévalorisation des obligations du Trésor américain à 10 ans (soit l'opposé de l'objectif visé au sein d'un portefeuille).

Les actifs figurant dans les quadrants III et IV présentent des caractéristiques très différentes. La plupart affichent des ratios de risque/rentabilité proches de la ligne de tendance moyenne. De son côté, le *private equity* se profile comme un actif à rentabilité élevée pour un risque comparable à celui des actions traditionnelles. Il présente un profil de risque/rentabilité attrayant et fait un peu cavalier seul dans la zone grisée du quadrant III, bien au-dessus de la ligne de tendance.

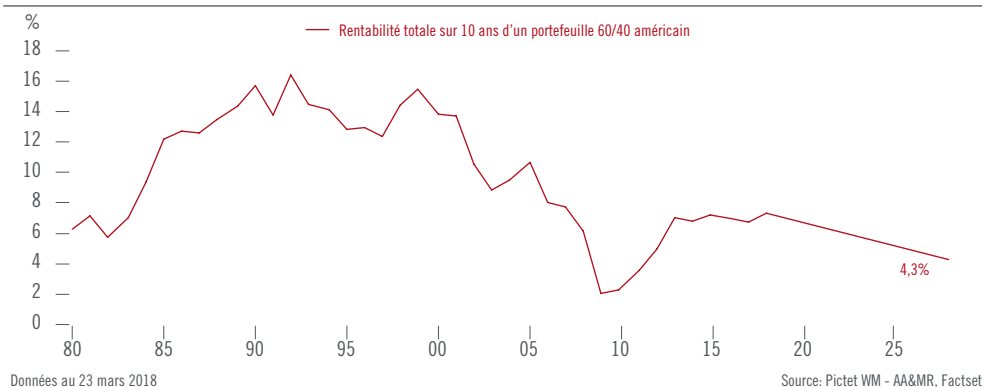
- Le *private equity* offre une rentabilité annuelle moyenne attendue sensiblement plus élevée que celle des petites capitalisations européennes, à 10,2% contre 6,4%, pour un niveau de risque comparable (environ 17%). Il convient par ailleurs de noter que le *private equity* génère de l'alpha depuis que nous intégrons la classe d'actifs à nos investissements, soit 25 ans.
- Le *private equity* immobilier devrait générer une rentabilité annuelle moyenne proche de celle des actions américaines (5,5% contre 5,7%) pour un risque moindre (14,6% contre 14,9%). Comme les *hedge funds*, les investissements en *private equity* et en *private equity* immobilier sont des actifs illiquides et ne devraient être envisagés que dans une optique de long terme.
- Au sein des actions, les profils de risque/rentabilité sont assez similaires parmi les grandes capitalisations des marchés développés. Avec des rentabilités attendues de 5,7% et 5,4%,

respectivement, les actions américaines et suisses surclassent légèrement les actions européennes et japonaises, qui affichent des rentabilités annuelles moyennes attendues de 5,2% et 4,9%, respectivement. Elles l'emportent également sur le front du risque, avec des écarts types de 14,9% et 14,5% contre 15,6% et 17%, respectivement. Ces niveaux de risque mettent en évidence la nature défensive du marché actions suisse, dominé par les grandes valeurs de la pharmaceutique et de la consommation courante.

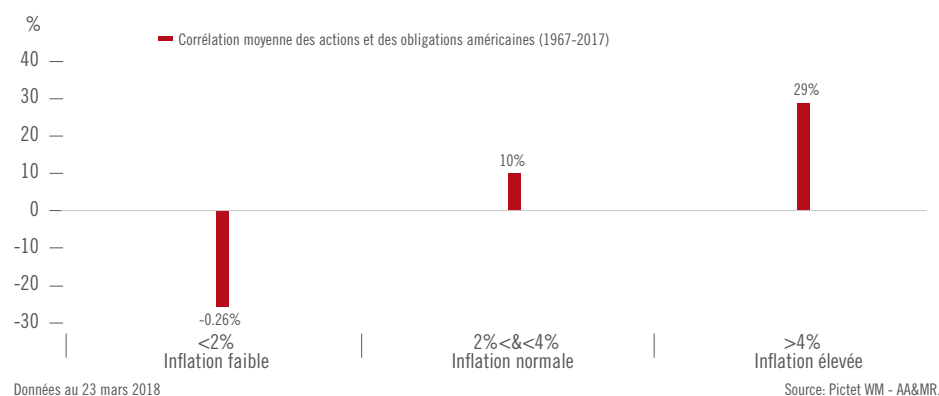
- Dans les petites capitalisations, l'Europe dans le quadrant III surclasse les Etats-Unis dans le quadrant IV, avec des rentabilités attendues de 6,4% contre 5,7% et un risque de 17,8% contre 19,8%.
- Les marchés émergents peuvent s'avérer rémunérateurs en fonction des régimes - du dollar américain en particulier - sous-jacents, au prix toutefois de risques à long terme généralement significatifs. En conséquence, les actions d'Asie (hors

«Le *private equity* se profile comme un actif à rentabilité élevée, pour un risque comparable à celui des actions traditionnelles.»

GRAPHIQUE 7: RENTABILITÉ HISTORIQUE ANNUALISÉE À 10 ANS D'UN PORTEFEUILLE 60/40 AMÉRICAIN ET PRÉVISIONS À 10 ANS\*



GRAPHIQUE 8: COEFFICIENT DE CORRÉLATION RAPPORTÉ À L'INFLATION



Japon) présentent la rentabilité attendue la plus élevée de tous les actifs (7,2%), mais aussi le niveau de risque le plus élevé (22,6%). La classe d'actifs devrait donc afficher des chiffres inférieurs à la moyenne, sous la ligne de tendance dans le quadrant IV, tant en termes de rentabilité que de risque.

#### Construction de portefeuille et corrélations

Cet exercice d'estimation des rentabilités attendues vise à déterminer notre approche de la construction de portefeuille à long terme: autrement dit, notre politique d'allocation d'actifs stratégique. Le faible niveau des rentabilités attendues devrait avoir un impact considérable sur l'allocation d'actifs stratégique.

Historiquement, un portefeuille diversifié était composé de deux grandes classes d'actifs: les actions et les obligations à long terme, d'où le portefeuille modèle classique 60/40 (60% d'actions américaines et 40% d'obligations du Trésor). Nos prévisions à 10 ans pour ces deux actifs étant inférieures à la moyenne à long terme - en particulier pour les

obligations du Trésor américain à 10 ans, dont la rentabilité attendue de 2,2% est proche du décile le plus bas sur les 200 dernières années (voir graphique 7) -, un portefeuille 60/40 standard devrait générer une rentabilité nominale d'environ 4,3% par an.

Nous envisageons par conséquent de modifier notre approche d'investissement à partir du portefeuille efficient classique de type 60/40. Bien que ce portefeuille modèle se soit révélé très rentable par le passé, nous penchons en faveur d'une approche de long terme assimilable à celle des fonds de retraite britanniques (*endowment policies*), à forte teneur en actifs alternatifs, afin d'optimiser les profil de risque/rentabilité des principales classes d'actifs. [Cf. Perspectives]

Nous entendons par conséquent augmenter notre allocation à long terme dans les classes d'actifs illiquides telles que le *private equity* (un bon actif de substitution aux actions) et le *private equity* immobilier (un bon actif de substitution aux obligations à long terme) - tout en restant attentifs aux conditions de liquidité et de risque bien sûr.



---

Dans le cadre de la construction de portefeuille, l'analyse des rentabilités attendues de Pictet Wealth Management couvre désormais 35 classes d'actifs (la première édition d'*Horizon*, qui remonte à 2014, n'en couvrait que 11). Cette couverture étendue nous donne une plus grande flexibilité.

La diversification constitue un élément clé dans l'optimisation du profil de risque/rentabilité d'un portefeuille. Dans une perspective de gestion du risque, le fait de ne pas être exclusivement (ou exagérément) exposé à une classe d'actifs unique présente des avantages évidents, mais pour que la diversification soit véritablement efficace, comprendre les corrélations entre les différentes classes d'actifs est également primordial.

Les avantages de la diversification seraient nuls si toutes les classes d'actifs d'un portefeuille évoluaient dans la même direction (corrélation parfaite, +1). Ils apparaissent en revanche dès que la corrélation est inférieure à 1. La réduction du risque est déjà significative lorsque la corrélation est de zéro (actifs évoluant indépendamment les uns des autres). Elle l'est encore plus lorsque la corrélation devient négative.

L'une des raisons pour lesquelles le portefeuille classique 60/40 fait figure de modèle tient à la corrélation historiquement négative des actions et des obligations – mais telle n'a pas toujours été la norme. L'inflation joue sur ce front un rôle déterminant, comme le montre le graphique relatif aux actifs américains.

Les facteurs de corrélation revêtent une importance majeure dans la construction de portefeuilles équilibrés et la prise

en compte des facteurs historiques mis en évidence dans le graphique 8 peut s'avérer judicieux. Si la matrice offre une indication des corrélations traditionnelles entre actifs et groupes d'actifs, estimer les corrélations futures demeure une tâche complexe. Premièrement, parce que les estimations de corrélation historiques sont largement fonction de la période prise en compte. Et deuxièmement, parce que les corrélations ne sont pas stables dans le temps et peuvent, par exemple, découler de situations de crise ou d'autres facteurs. ■

GRAPHIQUE 9: CORRÉLATIONS HISTORIQUES DES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS (CORRÉLATIONS SUR 20 ANS, SUR LA BASE DE DONNÉES TRIMESTRIELLES)

20 dernières années	ICE BofAML US Treasury Bill	ICE BofAML Current US Treasury (10-Y)	Bloomberg Barclays Global Treasury (7-10 Y) - GDP Weighted	ICE BofAML US Government (All Maturity)	Bloomberg Barclays Global Treasury	ICE BofAML Global Broad Market	ICE BofAML US Corporate	ICE BofAML Global Corporate	ICE BofAML US High Yield	Bloomberg Barclays Global High Yield	S&P 500 (1970)	Russell 2000	MSCI World Index	MSCI Japan	MSCI EM (Emerging Markets)	MSCI AC Asia ex JP	MSCI AC World ex USA	MSCI World ex USA	HFRX Global Hedge Fund (USD)	Private Equity (US Buyout)	US Private Equity Real Estate	
ICE BofAML US Treasury Bill	100%																					
ICE BofAML Current US Treasury (10-Y)	14%	100%																				
Bloomberg Barclays Global Treasury (7-10 Y) - GDP Weighted	-1%	55%	100%																			
ICE BofAML US Government (All Maturity)	28%	98%	56%	100%																		
Bloomberg Barclays Global Treasury	9%	59%	90%	61%	100%																	
ICE BofAML Global Broad Market	10%	56%	90%	58%	98%	100%																
ICE BofAML US Corporate	-2%	43%	54%	44%	53%	64%	100%															
ICE BofAML Global Corporate	-1%	23%	75%	25%	76%	85%	82%	100%														
ICE BofAML US High Yield	-24%	-46%	1%	-46%	-6%	6%	49%	48%	100%													
Bloomberg Barclays Global High Yield	-21%	-48%	11%	-46%	-2%	10%	46%	52%	96%	100%												
S&P 500 (1970)	-16%	-60%	-12%	-60%	-18%	-12%	8%	22%	67%	70%	100%											
Russell 2000	-17%	-62%	-16%	-60%	-23%	-18%	3%	15%	65%	69%	91%	100%										
MSCI World Index	-13%	-59%	-1%	-58%	-6%	0%	15%	35%	70%	75%	97%	89%	100%									
MSCI Japan	-15%	-48%	-2%	-50%	-6%	-4%	2%	23%	40%	46%	65%	64%	73%	100%								
MSCI EM (Emerging Markets)	-10%	-53%	6%	-51%	-7%	0%	19%	34%	71%	77%	78%	78%	84%	68%	100%							
MSCI AC Asia ex JP	-9%	-46%	4%	-45%	-5%	2%	18%	32%	62%	68%	74%	73%	80%	66%	95%	100%						
MSCI AC World ex USA	-9%	-55%	9%	-53%	4%	11%	22%	45%	71%	77%	88%	84%	97%	77%	89%	84%	100%					
MSCI World ex USA	-9%	-54%	9%	-53%	5%	12%	20%	45%	68%	75%	89%	84%	97%	78%	85%	80%	100%					
HFRX Global Hedge Fund (USD)	21%	-45%	-8%	-39%	-13%	-3%	21%	30%	54%	61%	58%	58%	63%	52%	66%	61%	65%	64%	100%			
Private Equity (US Buyout)	-6%	-51%	-10%	-50%	-18%	-15%	-6%	11%	50%	55%	77%	73%	79%	62%	69%	63%	77%	76%	59%	100%		
US Private Equity Real Estate	19%	-15%	-12%	-15%	-12%	-9%	-11%	-2%	8%	9%	28%	25%	29%	24%	18%	16%	27%	28%	38%	54%	100%	

Données au 23 mars 2018

Source: Pictet WM - AA&MR, Factset

## MENTIONS LÉGALES

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

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

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

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

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

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

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

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

Tous droits réservés. Copyright 2018.

Distributeurs: Banque Pictet & Cie SA, Pictet & Cie (Europe) S.A.

STOXX Limited («STOXX») est la source des indices Stoxx 600 et Euro Stoxx ainsi que des données qu'ils contiennent. STOXX n'a pas été impliqué dans la création des informations publiées et décline toute responsabilité (pouvant découler d'une négligence ou d'un autre motif) – y compris concernant l'exactitude, la pertinence, le bien-fondé, l'exhaustivité, le caractère opportun et l'adéquation à une fin spécifique – concernant les informations publiées, ou en relation avec une erreur, omission ou interruption dans les indices STOXX mentionnés dans ce document ou dans ses données. Toute diffusion des informations relatives à STOXX est interdite.

ICE-BofA Merrill Lynch. Les données indiciaires référencées dans le présent document sont la propriété d'ICE Data Indices, LLC, de ses filiales («ICE Data») et/ou de ses fournisseurs et Pictet bénéficie d'une licence d'utilisation. ICE Data et ses fournisseurs n'assument aucune responsabilité en lien avec leur utilisation.

NYSE Euronext. Tous les droits sur les indices NYSE Euronext et/ou les marques des indices NYSE Euronext appartiennent à NYSE Euronext et/ou à ses concédants de licence. NYSE Euronext et ses concédants de licence déclinent toute responsabilité en cas d'erreur ou d'omission dans les indices NYSE Euronext ou les données sous-jacentes. Aucune autre distribution des données NYSE Euronext et aucune autre diffusion des marques des indices NYSE Euronext dans le but de créer ou d'exploiter un produit financier ne sont autorisées sans l'accord préalable écrit de NYSE Euronext.

Bloomberg Index Services Limited.

SIX Swiss Exchange AG («SIX Swiss Exchange») est la source de l'indice SMI\_SPI et des données qu'il contient. SIX Swiss Exchange n'a pas été impliqué dans la création des informations publiées et décline toute responsabilité (pouvant découler d'une négligence ou d'un autre motif) – y compris concernant l'exactitude, la pertinence, le bien-fondé, l'exhaustivité, le caractère opportun et l'adéquation à une fin spécifique – concernant les informations publiées, ou en relation avec une erreur, omission ou interruption dans l'indice SMI\_SPI ou dans ses données. Toute diffusion des informations relatives à SIX Swiss Exchange est interdite.

Les informations de MSCI ne peuvent être utilisées qu'en interne, elles ne peuvent être reproduites ou diffusées et ne peuvent être utilisées comme base ou élément constitutif d'un quelconque instrument, produit ou indice financier. Les informations MSCI ne constituent pas un conseil d'investissement ou une recommandation d'investissement et ne peuvent être, en tant que telles, considérées comme fiables. Les données historiques et les analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie dans le cadre d'une analyse des performances futures ou de prévisions. Les informations MSCI sont fournies «en l'état» et leur utilisateur assume la responsabilité de leur utilisation. MSCI, chacune de ses filiales et les autres personnes impliquées dans ou concernées par la compilation, le calcul ou la création des informations MSCI (ci-après collectivement les «Parties MSCI») ne fournissent aucune garantie (notamment d'originalité, d'exactitude, d'exhaustivité, de caractère opportun, de non-violation, de valeur marchande ou d'adéquation à une fin spécifique) sur ces informations. Les Parties MSCI ne peuvent être tenues pour responsables d'un dommage, notamment direct, indirect, spécifique, fortuit, punitif ou consécutif (y compris le gain manqué). (www.msci.com).

@ 2018, Markit Economics Limited. Tous les droits réservés et de propriété intellectuelle appartiennent à «Markit Economics Limited», ou selon les indications fournies par Markit à Pictet.

Les droits de propriété de la TOPIX Index Value et des TOPIX Marks appartiennent à Tokyo Stock Exchange, Inc. Tokyo Stock Exchange, Inc. possède l'ensemble des droits et du savoir-faire relatifs au TOPIX tels que le calcul, la publication et l'utilisation de la TOPIX Index Value et des TOPIX Marks. Aucun produit n'est parrainé, soutenu ou promu par Tokyo Stock Exchange, Inc.





Suivez nous sur LinkedIn pour recevoir nos dernières infos.

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



Suivez-nous sur notre blog Pictet Wealth Management.

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



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

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



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

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