

Perspectives

La hausse des taux pèsera-t-elle sur la croissance américaine?

Les hausses de taux auront une incidence, mais sont le signe d'une économie robuste – pages 4-5

La Banque du Japon a encore des munitions

Un certain optimisme semble justifié quand il s'agit de la politique de contrôle des taux de la Banque du Japon – pages 5-8

Quelle est la probabilité d'un «Frexit»?

Une victoire de Marine Le Pen serait un choc, mais sa promesse de référendum sur l'appartenance de la France à l'UE serait difficile à tenir – pages 9-10

Faits marquants de la stratégie d'investissement

Positionnement de Pictet Wealth Management face aux principales classes d'actifs – page 11

Rendements escomptés sur dix ans

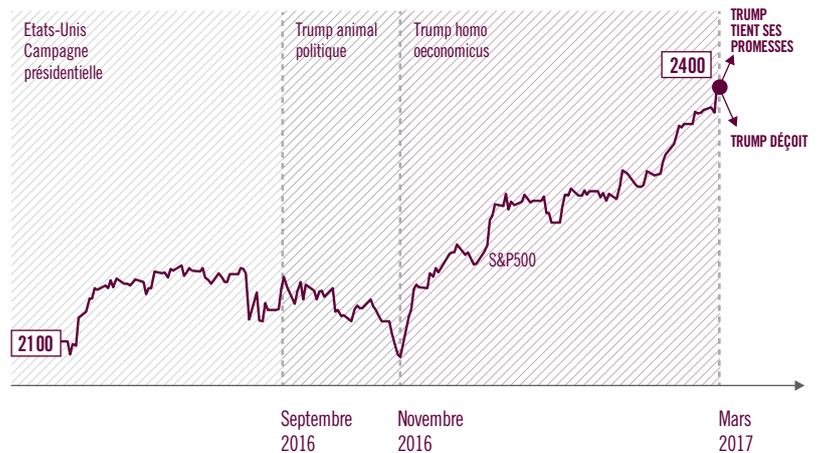
Nous prévoyons une baisse des rendements des principales classes d'actifs dans les dix prochaines années, mais les investissements alternatifs demeurent intéressants – pages 12-14

Ententes commerciales

Les fusions et acquisitions se multiplient, mais elles ne seront pas toutes couronnées de succès – pages 15-17

Les devises émergentes sous l'ère Trump

La politique commerciale du gouvernement de Trump fait planer le doute – pages 20-21



L'heure de vérité

Le monde doit apprendre à mesurer l'écart entre les propos et les actes du gouvernement de Donald Trump. Les acquisitions se multiplient et les cours des actions ont progressé depuis son élection, mais les marchés souhaitent désormais que le nouveau président tienne ses promesses. Parallèlement, les taux d'intérêt américains augmentent et l'Europe est le théâtre de campagnes électorales déléteres.

LA SÉRÉNITÉ DES MARCHÉS MISE À L'ÉPREUVE



CESAR PEREZ RUIZ

directeur des investissements
Pictet Wealth Management

«Surgissent déjà des craintes sur le report des grands projets de réforme fiscale aux Etats-Unis»

Les marchés ont une étrange capacité à mettre la charrue avant les bœufs. Encouragés par l'administration Trump sur des sujets tels la déréglementation et les réductions d'impôts, ils se sont rués sur les actifs risqués.

Mais les données objectives n'ont pas été aussi solides que les données subjectives. L'optimisme est certes justifié, avec des indices Citi Economic Surprise en hausse, particulièrement en Europe. Les indices des directeurs d'achat (PMI) pointent aussi vers une forte amélioration des secteurs manufacturiers dans les économies industrialisées. Mais certaines données objectives sont moins optimistes. Aux USA, les prêts bancaires se sont contractés ces deux derniers mois. Et la 2^e estimation du PIB du 4^e trimestre 2016 a revu à la baisse l'investissement des entreprises, paramètre important de pérennité de la croissance américaine. En Europe, de très bons PMI ont parfois contrasté avec les chiffres beaucoup plus faibles de la production industrielle. Au Japon, les commandes de machines-outils n'ont pas progressé au même rythme que les PMI manufacturiers.

Mais les marchés restent convaincus que la conjoncture mondiale se redresse et que Trump lui donnera une impulsion supplémentaire. L'amélioration des bénéfices prévisionnels (auxquels les politiques de Trump devraient contribuer) a aussi dynamisé des indices comme le S&P 500, malgré des valorisations flirtant avec leurs records. L'ambiance générale est à la reflation, ce qui donne un coup de fouet aux cycliques et aux financières. Les marchés sont si confiants dans la trajectoire ascendante des actifs risqués que les indices mesurant la volatilité des actions sont tombés à de nouveaux plus bas depuis l'élection de Trump. Le resserrement presque continu des *spreads* des obligations d'entreprise en 2016 souligne aussi la sérénité du marché.

Les données objectives devraient rattraper les données subjectives, ce qui justifie la confiance dans les actions. Et comme les prix et les taux d'intérêt augmentent, les rendements des bons du Trésor US devraient se rapprocher des 3% d'ici fin 2017. Mais le potentiel de volatilité reste, en particulier si les plans économiques de Trump laissent le marché sur sa faim. Surgissent d'ailleurs des craintes d'une bataille sur le remplacement de l'Obamacare si chronophage et laborieuse que les ambitieux projets de réforme fiscale soient reportés en 2018. Et au moment où la relance budgétaire promise est retardée, la Fed se lance dans un cycle de resserrement monétaire. Un tel mélange des genres pourrait pénaliser certaines classes d'actifs.

Mais la faible volatilité a le mérite de rendre les couvertures de risque assez bon marché. Si, malgré de possibles corrections passagères, les perspectives devaient rester assez bonnes pour les actions en 2017, il faudrait s'intéresser à d'autres domaines ne semblant pas intégrer de risques de déception. Les obligations d'entreprise, notamment *high yield*, ont profité de l'amélioration de la croissance, de la faiblesse de l'inflation et des largesses des banques centrales, ce qui a contribué à réduire les écarts de rendement par rapport aux obligations d'Etat. Mais les banques centrales normalisant leur politique, un de ces trois facteurs devrait disparaître, ce qui n'a peut-être pas été entièrement intégré. Nous avons donc cherché des moyens de protéger les portefeuilles avant l'élection française. La crainte que le crédit n'ait pas intégré le risque événementiel nous a incités à examiner des swaps sur défaillance de crédit (CDS) sur les obligations à haut rendement en euros. Bien que notre scénario de base ne privilégie pas l'or, les options d'achat d'or nous ont aussi semblé constituer une solution de couverture du risque en cas de scénario catastrophe suite aux élections européennes. En tous les cas, ce serait une erreur de rester passif à un moment où les marchés mondiaux tentent de trouver un nouvel équilibre.



BERNARD LAMBERT

Responsable de la recherche
macroéconomique / Chef économiste
Pictet Wealth Management

ÉCONOMIE AMÉRICAINE

La hausse des taux d'intérêt va-t-elle pénaliser la croissance américaine?

La montée des taux d'intérêt pèsera sur la croissance de l'économie américaine, mais les taux n'augmenteront que si cette dernière est suffisamment robuste.

En décembre dernier, la Fed a relevé son objectif de taux, pour la deuxième fois seulement en dix ans. Après un nouveau relèvement en mars, nous tablons désormais sur deux autres hausses d'un quart de point au second semestre 2017. Parallèlement, les taux à long terme ont sensiblement progressé, le taux hypothécaire à 30 ans passant de 3,5% début octobre 2016 à 4,5% à la mi-mars 2017. Mais la hausse des taux d'intérêt va-t-elle pénaliser la croissance américaine?

A première vue, cela commence déjà à être le cas. Les chiffres hebdomadaires de la Fed relatifs aux prêts bancaires ont été extrêmement faibles ces derniers temps. Entre novembre 2016 et février 2017, le total des crédits octroyés par les banques commerciales s'est contracté de USD 128,4 milliards en rythme annualisé, contre une augmentation de USD 548,4 milliards au cours des douze mois précédents. Ce brusque retournement de tendance (voir graphique) doit toutefois être

analysé avec prudence. Tout d'abord, il survient après des années de très forte expansion. Entre 2013 et 2016, les prêts bancaires ont progressé en moyenne de 6,3% par an, alors que durant la même période, le PIB nominal enregistrait une augmentation beaucoup plus modeste de 3,6%. Ensuite, la récente contraction des prêts a essentiellement concerné une composante

«Une brusque accélération de l'inflation aux Etats-Unis nous paraît improbable, en tout cas à un horizon d'un à deux ans»

très volatile, celle des «autres crédits», qui comprend les prêts sans impact économique direct significatif tels que les «Fed funds à des établissements non bancaires». Si l'on exclut cette composante, le ralentissement des prêts bancaires apparaît moins marqué (voir

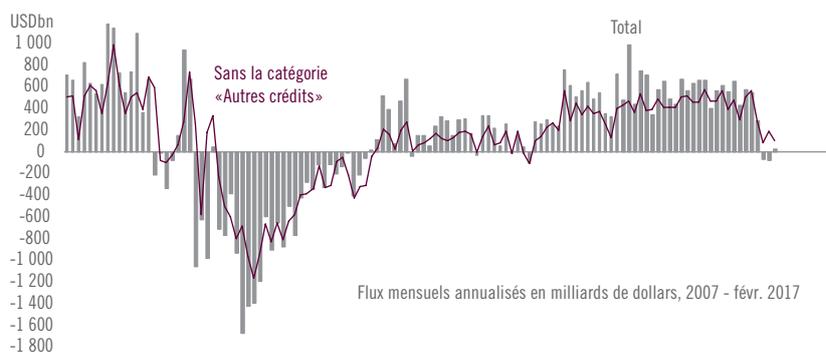
graphique), mais il n'en reste pas moins significatif et concerne la plupart des catégories de prêts. Bien qu'il soit un peu tôt pour en tirer des conclusions définitives, ce ralentissement est assez préoccupant. Il convient donc de le suivre de près. Les encours de prêts bancaires ne représentent toutefois que 32% du total de la dette privée non financière aux Etats-Unis. Et, selon les données disponibles, les financements à partir d'autres sources, notamment par le biais d'obligations d'entreprise et de titres adossés à des hypothèques, demeurent relativement robustes.

S'agissant des taux d'intérêt, il convient également de noter que la poussée des taux à long terme enregistrée depuis quelques mois est partie d'un niveau faible et reste relativement modeste pour l'instant. A la mi-mars, les rendements des bons du Trésor à dix ans n'avaient toujours pas dépassé leur niveau du second semestre 2013. Dans le même temps, l'indicateur d'accessibilité au logement,

4,5%

Taux hypothécaire à 30 ans à la mi-mars

ÉTATS-UNIS: CRÉDITS BANCAIRES



Flux mensuels annualisés en milliards de dollars, 2007 - févr. 2017

Données compilées le 13 mars 2017
Source: Federal Reserve Board, Pictet WM - AA&MR

mis à mal par la hausse des taux hypothécaires et des prix immobiliers, s'est détérioré, tout en restant à des niveaux historiquement élevés. Selon nous, une augmentation supplémentaire de 100 points de base des taux hypothécaires et de 10% des prix des logements serait nécessaire pour ramener l'indicateur d'accessibilité au logement à sa moyenne à long terme.

En tout état de cause, les rendements des bons du Trésor et les taux hypothécaires ne sont pas les seuls éléments importants à prendre en considération lorsqu'on cherche à évaluer l'impact de la politique monétaire sur la croissance. Il convient également de tenir compte des rendements des obligations d'entreprise, de la valorisation des actions et des taux de change. Par conséquent, afin d'estimer l'éventuel impact négatif du resserrement monétaire, il est préférable d'observer les conditions financières globales, plutôt

que de se concentrer uniquement sur les taux d'intérêt. Par ailleurs, il est intéressant de noter que même si les conditions financières sont plus resserrées qu'en 2014, elles le sont beaucoup moins qu'au début de l'année dernière. Et, globalement, elles paraissent toujours relativement accommodantes, ce qui implique que la politique monétaire devra être encore resserrée, afin d'éviter une surchauffe à un stade ultérieur.

Cela nous conduit à une conclusion importante. C'est principalement à cause de l'amélioration des perspectives de croissance (et de la légère accélération de l'inflation) que les taux d'intérêt ont augmenté – et continueront probablement d'augmenter au cours des prochains mois. Toutefois, la Fed restera extrêmement prudente. Si la croissance faiblit, elle stoppera le relèvement de ses taux à court terme, et les taux à long terme pourraient

bien céder du terrain. Alors, oui, une hausse des taux d'intérêt est certainement susceptible de peser sur la croissance, mais des augmentations de taux n'interviendront que si la croissance économique est suffisamment forte pour les supporter. En d'autres termes, un resserrement progressif de la politique monétaire en vue d'éviter une future surchauffe constitue une évolution salutaire. Le vrai danger serait une hausse inattendue de l'inflation qui contraindrait la Fed à relever ses taux plus brutalement, au risque de faire basculer l'économie vers la récession. Toutefois, bien que les politiques du président Trump soient susceptibles de booster la croissance à un moment ou à un autre, une brusque accélération de l'inflation aux Etats-Unis nous paraît improbable, en tout cas à un horizon d'un à deux ans. ■



LAURÉLINE CHATELAIN

Stratégiste obligataire
Pictet Wealth Management

MARCHÉS FINANCIERS JAPONAIS

La Banque du Japon a encore une puissance de feu

Alors que les taux obligataires mondiaux commencent à remonter, certains analystes s'interrogent sur les chances de succès du mécanisme de contrôle de la courbe des taux mis en place par la banque centrale japonaise.



JACQUES HENRY

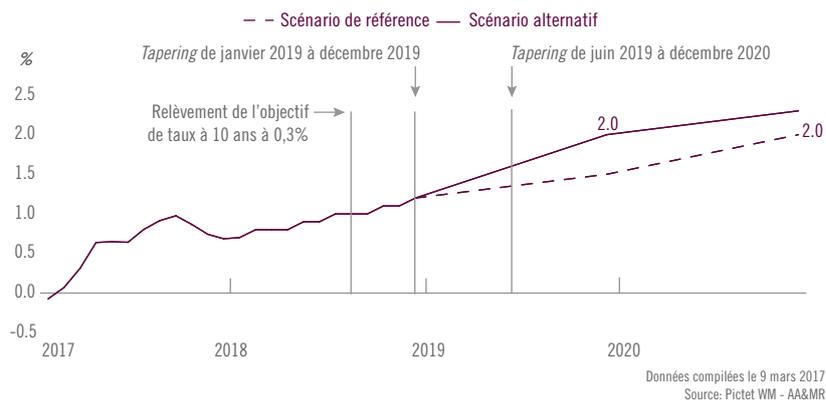
Stratégiste senior
«cross-asset allocation»
Pictet Wealth Management

En introduisant des taux de dépôt négatifs le 29 janvier 2016, la Banque du Japon (BoJ) a provoqué un repli du marché actions (les performances totales du TOPIX se sont établies à -4,4% en devise locale entre cette date et septembre 2016) ainsi qu'une appréciation du yen face au dollar américain (+16,8% au cours de la même période). Toutefois, le 21 septembre 2016, la BoJ a pris les investisseurs de court en mettant en place un nouvel outil de politique monétaire, le contrôle de la courbe des taux ou *yield curve control* (YCC). Au moment de l'annonce, la communauté des

investisseurs avait prédit que l'YCC n'aurait pas plus d'efficacité que les mesures d'assouplissement quantitatif (QE) précédentes pour permettre à la BoJ d'atteindre son objectif de 2% d'inflation sous-jacente des prix à la consommation (indice des prix à la consommation/IPC qui inclut l'énergie, mais exclut les denrées périssables). Pourtant, six mois plus tard, nous avons des raisons d'être optimistes.

L'YCC a apporté deux changements majeurs à la politique monétaire de la BoJ. Premièrement, il a fixé un objectif explicite (actuellement

GRAPHIQUE 1: INFLATION SOUS-JACENTE DES PRIX À LA CONSOMMATION (EN GLISSEMENT ANNUEL, %); PRÉVISIONS ET HYPOTHÈSES



autour de 0%) du taux des obligations d'Etat japonaises (JGB) à 10 ans. Puisque la BoJ fixe les taux directeurs et, à travers l'YCC, le taux des JGB à 10 ans, on peut dire que l'YCC contrôle effectivement toute la courbe des taux jusqu'à 10 ans. Deuxième-

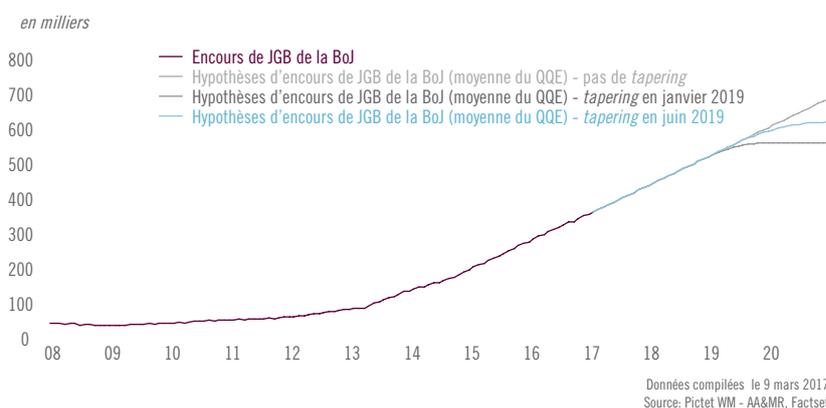
«L'inflation sous-jacente des prix à la consommation pourrait se stabiliser à environ 1% au troisième trimestre de 2018»

ment, afin que l'objectif soit crédible, la BoJ a dû introduire un nouvel outil: l'achat au comptant de JGB à un taux fixe. En d'autres termes, la BoJ est prête à acheter des montants illimités

d'obligations d'Etat: au lieu d'acheter précisément 80 000 milliards de yens d'obligations d'Etat comme elle le faisait avant l'introduction de l'YCC, elle entend désormais adopter une approche plus flexible des achats d'obligations afin de défendre son objectif de 0%.

Le 3 février 2017, dans un contexte de hausse des taux des obligations de référence dans le monde entier, le taux des JGB à 10 ans a bondi à 0,14%. La BoJ a réagi au pied levé en offrant d'acheter un montant illimité d'obligations dans la catégorie des maturités de 5 à 10 ans à un taux fixe de 0,11%, ce qui a eu pour effet de faire rechuter le taux à 10 ans (les taux des JGB s'élevaient à 0,07% le 7 mars... contre 2,5% pour les bons du Trésor américain à 10 ans). Cette initiative montre bien la

GRAPHIQUE 2: ENCOURS DE JGB DE LA BOJ EN FONCTION DES DIFFÉRENTES HYPOTHÈSES DE TAPERING



6%

Pourcentage de JGB détenus par des investisseurs étrangers au 3^e trimestre 2016

détermination et la capacité de la BoJ à défendre son objectif d'environ 0%.

Jusqu'à présent, l'YCC a eu un impact positif sur les marchés financiers japonais. Le TOPIX a enregistré une performance totale de 14,7% en devise locale entre le 21 septembre 2016 et la fin février 2017. Cette performance a été soutenue par l'affaiblissement du yen, qui s'est déprécié de 11% face au dollar américain au cours de la même période. La légère hausse du taux nominal des JGB à 10 ans et la hausse plus significative du rendement des points morts d'inflation à 10 ans ont été compensées par une baisse du taux des obligations indexées sur l'inflation. Et la hausse du rendement des points morts d'inflation ainsi que la dépréciation du yen devraient se traduire par une hausse réelle de l'inflation. Dans ces conditions, et étant donné les relèvements de taux aux Etats-Unis, la question la plus pressante pour les investisseurs est désormais de savoir si la Banque du Japon restera imperturbable.

«La BoJ pourrait ralentir ses achats d'obligations lorsqu'elle se sera rapprochée de son objectif de 2% d'inflation sous-jacente des prix à la consommation»

Pour répondre à cette question, il faut répondre à deux autres: quand la BoJ atteindra-t-elle son objectif d'inflation sous-jacente des prix à la consommation de plus de 2%? Et quel volume de JGB détiendra-t-elle d'ici là?

Le graphique 1 illustre les prévisions de Pictet Wealth Management, qui anticipe que l'inflation sous-jacente des prix à la consommation au Japon passera en territoire positif cette année et s'y maintiendra. En se basant sur nos hypothèses, l'inflation sous-jacente des prix à la consommation devrait se stabiliser autour de 1% au troisième trimestre 2018, ce qui devrait permettre à la BoJ de relever son objectif de taux des JGB à 10 ans à environ 0,3%, tout en maintenant ses achats de JGB au rythme actuel. La BoJ ne devrait pas être en mesure de réduire substantiellement ses achats tant qu'elle maintiendra un objectif de taux des JGB à 10 ans, car elle doit

BONNE NOUVELLE POUR LES ACTIONS JAPONAISES: LE YEN CONTINUE DE BAISSER

Le dispositif de contrôle de la courbe des taux adopté par la BoJ en septembre 2016 devrait maintenir le rendement nominal des obligations souveraines japonaises (JGB) à 10 ans autour de 0% en 2017. Associé à un raffermissement des tensions inflationnistes, dans le sillage du rebond des cours du pétrole l'an passé, il devrait être synonyme de déclin des taux réels nippons cette année. Inversement, aux Etats-Unis, la détente budgétaire voulue par l'administration Trump et le resserrement de la politique monétaire de la Fed annoncent une remontée des taux réels.

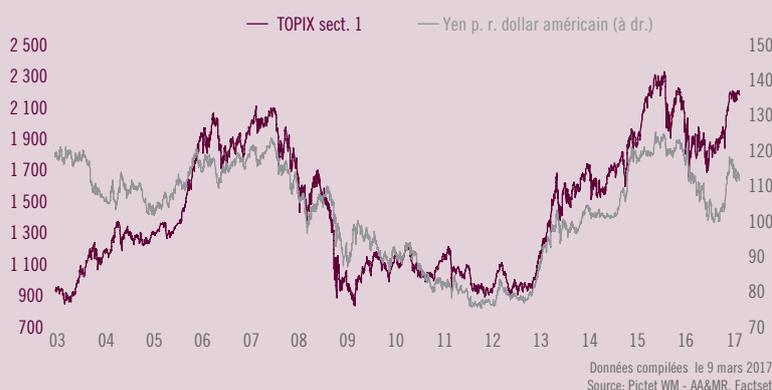
Les indicateurs avancés internationaux dénotant une amélioration des perspectives de croissance, les investisseurs devraient se montrer plus aventureux. Ce regain d'appétit pour le risque devrait réduire la probabilité d'un rapatriement des colossaux investissements japonais à l'étranger. Le différentiel de taux réels entre Etats-Unis et Japon devrait donc l'emporter et entraîner une poursuite de la baisse de la devise nippone, qui pourrait tomber à 125 yens pour un dollar cette année.

La faiblesse du yen a soutenu le marché actions de l'Archipel, en net rebond par rapport au point bas du milieu de l'année dernière. Fin février, le TOPIX n'était plus qu'à 2,1% de son record absolu de novembre 2015.

Ce sont les investisseurs étrangers qui, par leurs achats, ont permis le rallye des actions japonaises au dernier trimestre 2016. La progression a ralenti depuis lors, le TOPIX affichant une rentabilité totale de seulement 1,2% (en yens) sur les deux premiers mois de l'année 2017. Et, alors que les investisseurs étrangers font à nouveau preuve d'une certaine prudence, la BoJ poursuit ses achats, principalement par le biais d'ETF. L'institution détient désormais plus de 50% des fonds indiciels nippons en actions, soit 6,4% de la capitalisation totale du TOPIX.

Contrairement aux autres places boursières, le TOPIX a bénéficié de révisions à la hausse des prévisions de résultats des entreprises. Alors qu'en octobre, le consensus tablait sur une progression de 9% des résultats des sociétés cotées de l'indice phare, il anticipait, fin février, une hausse de 13,4%, chiffre proche de celui du Stoxx Europe 600 (hors secteur du pétrole et du gaz). La principale raison de cette amélioration? L'affaiblissement du yen. En effet, il existe une forte corrélation entre le taux de change yen/dollar et la performance du TOPIX. Après avoir progressé à 100 yens pour un dollar fin septembre 2016, la parité est retombée à 115 début mars. Et les mesures actuelles de la BoJ devraient maintenir le yen à un niveau bas, ce qui constitue un facteur de soutien important aux actions des entreprises japonaises exportatrices.

GRAPHIQUE 3: CORRÉLATION ENTRE LE TOPIX ET LE TAUX YEN/DOLLAR US



être capable de s'engager à des achats illimités pour donner de la crédibilité à cet objectif.

Pourtant, la BoJ pourrait potentiellement ralentir ses achats (en d'autres termes, procéder à un *tapering*) lorsqu'elle se sera rapprochée de son objectif de 2% d'inflation sous-jacente des prix à la consommation. Il n'est pas possible pour la banque centrale japonaise d'avoir un objectif de taux pour les JGB à 10 ans tout en achetant un montant fixe de JGB chaque année. Par conséquent, dès qu'elle manifestera son intention de réduire le rythme de ses achats d'actifs, elle devra abandonner son objectif actuel de taux des JGB à 10 ans. Mais cette décision n'interviendra sans doute pas avant 2019 et le rythme de réduction des achats d'actifs dépendra du fait que l'inflation sous-jacente d'une année sur l'autre puisse atteindre l'objectif de 2% avant la fin 2019 ou en 2020. L'annonce du *tapering* pourrait entraîner une hausse significative des taux des JGB à 10 ans sous l'effet d'un rebond des taux des obligations indexées sur l'inflation, qui ont été maintenus sous contrôle jusqu'à maintenant par la politique monétaire accommodante de la Banque du Japon.

La taille déjà substantielle de l'encours de JGB détenu par la BoJ préoccupe les investisseurs, et soulève des questions sur la capacité de l'institution à acheter encore plus d'obligations d'Etat chaque mois et à résister à une attaque spéculative sur le marché obligataire nippon. A la fin 2016, l'encours de JGB détenu par la BoJ représentait l'équivalent de 64% du PIB japonais, et la taille de son bilan correspondait à environ 90% du PIB. Seule la Banque nationale suisse possède un bilan plus important (environ 120% du PIB). En moyenne, la BoJ achète chaque mois l'équivalent de 60% des émissions brutes de JGB, un chiffre qui monte à 87%, en tenant compte du fait que la banque centrale réinvestit le produit des obligations arrivant à échéance. Actuellement, la BoJ possède 40% de l'ensemble des JGB en circulation sur le marché. Ces chiffres, bien qu'ils permettent d'expliquer les inquiétudes exprimées par les investisseurs, sont partiellement nuancés par la structure du marché des JGB. En fait, les banques japonaises sont les

principales vendeuses de JGB à la BoJ, et l'assouplissement quantitatif (QE) leur donne la possibilité de remplacer ces obligations par des dépôts détenus à la BoJ. La réglementation n'impose pas aux banques du pays de détenir des JGB (qui, pourtant, s'en servent comme garanties), les dépôts à la BoJ étant une alternative encore plus sûre. Dans ces conditions, les banques devraient être en mesure de continuer de vendre des JGB. Sachant qu'il est peu probable que le gouvernement japonais adopte une approche budgétaire moins expansive avant un certain temps, les émissions brutes de JGB devraient continuer de couvrir les achats de la BoJ.

D'après nos estimations, l'encours de JGB détenu par la BoJ devrait atteindre entre 90% et 100% du PIB d'ici la fin 2019, en fonction des différentes hypothèses de *tapering*, et la BoJ devrait finir par détenir environ 60% du total des JGB en circulation. Toutefois, ces chiffres impressionnants ne devraient pas nécessairement nuire à la crédibilité de la BoJ ni entraîner des attaques spéculatives. Premièrement, la BoJ ne devrait pas réellement subir de pertes sur ces investissements, sauf si elle les vendait avant leur maturité ou si le gouvernement japonais se retrouvait en défaut de paiement de sa dette, deux scénarios que nous jugeons hautement improbables. Deuxièmement, les investisseurs étrangers, qui ont le plus tendance à remettre en cause la faisabilité de la politique monétaire de la BoJ, détenaient seulement 6% des JGB au troisième trimestre de 2016, contre 70% pour la BoJ et les fonds de pension locaux. D'après nous, ces facteurs protègent le Japon contre le type d'attaques spéculatives auxquelles la Banque d'Angleterre a été confrontée pendant la crise du mécanisme de taux de change de 1992.

Prudence toutefois. Bien qu'une telle éventualité ne fasse pas partie de notre scénario central, une nouvelle chute des taux des obligations d'Etat forcerait la BoJ à trouver un autre lapin à sortir de son chapeau. En suivant le mécanisme de contrôle de la courbe des taux (YCC), si les taux des JGB commençaient à chuter en territoire négatif, l'institution devrait vendre des JGB afin de maintenir l'objectif de taux à 10 ans aux alentours de 0%. Ce

faisant, la BoJ enverrait au marché un signal de politique monétaire restrictive qui risquerait de compromettre à nouveau son objectif d'inflation sous-jacente de plus de 2%.

Cela étant, notre scénario central anticipe une hausse des taux souverains de référence en 2017 et une accélération de l'inflation dans le monde entier. Avec d'autres banques centrales devenant restrictives, la politique monétaire menée par la BoJ va apparaître de plus en plus accommodante. Etant donné l'orientation procyclique de sa politique monétaire, la BoJ pourrait même se retrouver contrainte d'acheter plus de JGB pour empêcher une hausse excessive du taux des JGB à 10 ans. Pourtant, la BoJ ne devrait pas changer son fusil d'épaule. L'YCC lui donne en effet la flexibilité nécessaire pour maintenir sa politique monétaire, tandis qu'une participation étrangère limitée sur le marché des JGB réduit le risque d'une chute brutale du marché obligataire. ■

**FREDERIK DUCROZET**Economiste senior Europe
Pictet Wealth Management

Quel est le risque réel d'un «Frexit»?

Les marchés font preuve de nervosité à l'approche de l'élection présidentielle française, en raison de la promesse d'un référendum sur la sortie de la France de l'Union européenne faite par la candidate en tête des sondages. Mais une telle initiative serait difficile à mettre en œuvre.

Notre scénario central reste qu'un président réformiste et pro-européen sera élu le 7 mai en France pour succéder à François Hollande. Néanmoins, une des questions les plus fréquemment posées par les investisseurs concerne les conséquences d'une éventuelle victoire de Marine Le Pen. Même si une victoire du Front National (FN) nous paraît très peu probable, elle n'est cependant pas impossible. Si, par exemple, l'abstention dépassait 40% (un niveau sans précédent dans l'histoire récente), alors le FN n'aurait besoin «que» de 3 millions de voix supplémentaires environ entre les deux tours.

Mais même si Marine Le Pen gagnait, un «Frexit» ne serait pas inéluctable, car elle se heurterait encore à de nombreux obstacles institutionnels, politiques, économiques et financiers à franchir avant de pouvoir tenir sa promesse de sortie de la zone euro et d'organiser un référendum sur l'appartenance de la France à l'Union européenne. Dans tous les cas, le cadre institutionnel et politique unique de la France offre quelques garde-fous contre une décision aussi radicale. Cela étant, il ne fait aucun doute qu'une victoire de l'extrême droite

française basée sur un programme anti-européen et anti-immigration changerait la donne pour le pays et pour l'Europe.

Sa victoire déclencherait immédiatement une immense onde de choc sur les marchés financiers internationaux, alors que les investisseurs en digéreraient les conséquences. Selon nous, les risques de redénomination (le risque qu'elle échange la dette libellée en euros contre de la dette libellée en francs français) n'ont été intégrés que modestement dans les prix, que ce soit sur les marchés des changes ou obligataires. Les réactions seraient donc très négatives à des degrés divers, tant au niveau de l'appétit pour le risque, des écarts de taux entre OAT (Obligations assimilables du Trésor) et Bunds, que des marchés boursiers, du crédit et des changes. Le secteur bancaire français serait particulièrement vulnérable aux spéculations sur la redénomination de la dette et à de potentiels contrôles des capitaux.

La plus grande incertitude est liée à la forme exacte que prendrait un Frexit, en commençant par les négociations avec Bruxelles sur la nouvelle relation que Marine Le Pen souhaiterait entre la France et l'Union européenne. Encore plus incertaines seraient les modalités d'un référendum sur l'appartenance à l'UE, ce qui serait synonyme d'abandon de l'euro et d'un retour au franc, dans la mesure où le FN n'a pas publié de plan détaillé en la matière. Plus les incertitudes perdureront, plus les pressions sur le secteur bancaire français et l'économie du pays dans son ensemble s'accroîtront. Ce saut dans l'inconnu

pourrait ouvrir les yeux des électeurs français sur les risques réels qu'un Frexit soulèverait.

Il serait probablement difficile pour la BCE de répondre aux tensions financières liées aux initiatives françaises en vue d'une sortie de l'euro. La position officielle de Francfort est que les Opérations monétaires sur titres (l'OMT, programme de crise de la BCE jamais utilisé à ce jour) seraient l'outil politique adapté pour gérer spécifiquement un retour des risques de redénomination. A terme, le pro-

«Il serait extrêmement difficile d'organiser un référendum juridiquement contraignant sur l'appartenance à l'UE ou à la zone euro.»

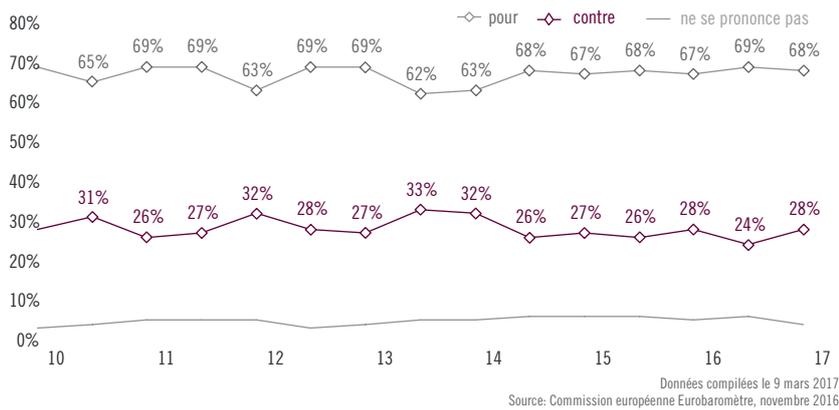
gramme d'assouplissement quantitatif de la BCE (QE) pourrait être étendu si une crise française produisait des conséquences systémiques sur la stabilité financière et l'objectif d'inflation à moyen terme. Mais la France n'est pas la Grèce et la BCE aurait probablement des difficultés à limiter la contagion qui en résulterait, à moins que le Conseil européen ne lui apporte un soutien politique explicite dans la prise de mesures plus radicales.

Enfin, on ne peut pas discuter des conséquences d'une victoire de Marine Le Pen sans mentionner les élections législatives des 11 et 18 juin, qui pourraient compliquer encore les choses. Les sondages sur la question sont peu nombreux, mais la

68%

Niveau de soutien des Français à l'euro

SOUTIEN À L'EURO EN FRANCE, 2010 À 2016



fragmentation croissante de l'électorat pointe vers une forte poussée du nombre de sièges du FN, qui en compte actuellement deux. Cela étant, une des conséquences d'une victoire de Marine Le Pen serait le renforcement du concept français de «front républicain», qui a vu les partis de centre droit et de centre gauche trouver des accords locaux pour assurer que des candidats du FN ne soient pas élus.

Pour résumer, le Front National aurait beaucoup de mal à obtenir la majorité parlementaire, ce qui conduirait à une cohabitation entre la présidente Le Pen et un parlement hostile. En théorie, elle devrait alors former des alliances avec de grands partis pro-européens tout en débutant des négociations avec Bruxelles. Ce qui pourrait la contraindre à des compromis en début de processus. La présidente française pourrait aussi dissoudre l'Assemblée nationale et convoquer de nouvelles élections, mais sans certitude de changement de la situation.

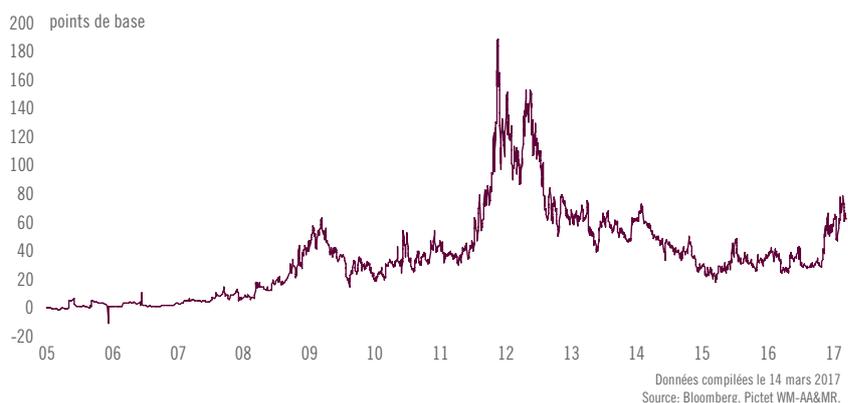
D'autres obstacles constitutionnels et juridiques nous incitent à penser qu'il serait extrêmement difficile (voire impossible) d'organiser un référendum juridiquement contraignant sur l'appartenance à l'UE ou à la zone euro. L'article 11 de la Constitution française devrait vraisemblablement être activé. Cet article permet au président d'organiser un référendum dans des conditions très spécifiques, comme l'avait fait le général de Gaulle en 1962. L'autre option pour organiser un référendum, le «référendum d'initiative populaire», est moins probable selon nous, car elle requiert le soutien d'un cinquième des parlementaires et d'un dixième des électeurs. Il est important de noter que la sortie de l'UE étant synonyme d'une modification de la constitution française (l'article 88-1 précise que «la République participe à l'Union européenne»), un référendum exigerait probablement l'approbation de la Cour constitutionnelle. Même si Marine Le Pen trouvait

un moyen de contourner cette dernière, l'organisation d'un référendum constitutionnel demanderait encore le soutien d'une majorité des trois cinquièmes des deux chambres... ou un autre référendum. On ne peut exclure des exceptions à ces procédures, mais elles seraient, et le mot est faible, controversées.

Dernier argument, et non des moindres, il faut garder à l'esprit qu'en dépit de tous les gros titres sur l'eurosepticisme, le soutien à l'euro a été globalement stable en France au cours des dernières années. Il s'établit à 68%, contre 28% d'opinions défavorables fin 2016, selon le sondage d'opinion Eurobaromètre de la Commission européenne. Si, malgré tous ces obstacles, un référendum était organisé en France sur l'appartenance à l'UE, son résultat serait très incertain, mais un vote en faveur du maintien serait probablement largement renforcé si, comme nous le soupçonnons, les conditions de marché s'étaient fortement détériorées pendant la campagne du référendum.

Quoi qu'il en soit, une victoire de Marine Le Pen serait un véritable choc pour la France et la zone euro, mais elle ne conduirait pas mécaniquement à une sortie de l'UE, et encore moins à une dislocation de cette dernière, ni à un abandon de l'euro par la France. Ainsi, même dans l'éventualité d'une victoire, les marchés financiers pourraient finir par se stabiliser, puis se redresser, si le scénario du pire venait à être évité. Toutefois, les conséquences économiques de la victoire de l'extrême droite en mai se feraient probablement sentir pendant longtemps. ■

SPREADS DES OBLIGATIONS D'ÉTAT FRANÇAISES À 10 ANS PAR RAPPORT AUX BUNDS



Points clés de la stratégie d'investissement

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

ACTIONS DES PAYS DÉVELOPPÉS

Pour l'heure, notre scénario central pour 2017 se matérialise comme attendu: l'amélioration des bénéfices alimente une progression des marchés actions.

- › Nous maintenons la surpondération des actions des marchés développés.
- › Bien que les investisseurs étrangers demeurent prudents, de bonnes raisons nous semblent justifier un positionnement positif à l'égard des actions japonaises.
- › La rotation en faveur des segments *value* et cycliques au détriment des valeurs défensives a marqué le pas ces deux derniers mois, mais cette pause devrait s'avérer temporaire.

ACTIONS DES PAYS ÉMERGENTES

Les actions développées devraient surperformer les actions émergentes en 2017, pour une volatilité moindre. Les actifs émergents pourraient toutefois offrir des opportunités attrayantes dans une optique tactique.

EMPRUNTS D'ÉTAT

Les rendements des obligations d'Etat de référence devraient rester orientés à la hausse cette année.

OBLIGATIONS D'ENTREPRISE

Dans les obligations, nous privilégions le crédit, à haut rendement en particulier, lequel offre une plus grande protection contre la hausse des rendements des emprunts d'Etat. Compte tenu toutefois du niveau actuellement élevé des valorisations, il paraît judicieux d'attendre un accès de volatilité pour profiter de points d'entrée plus intéressants.

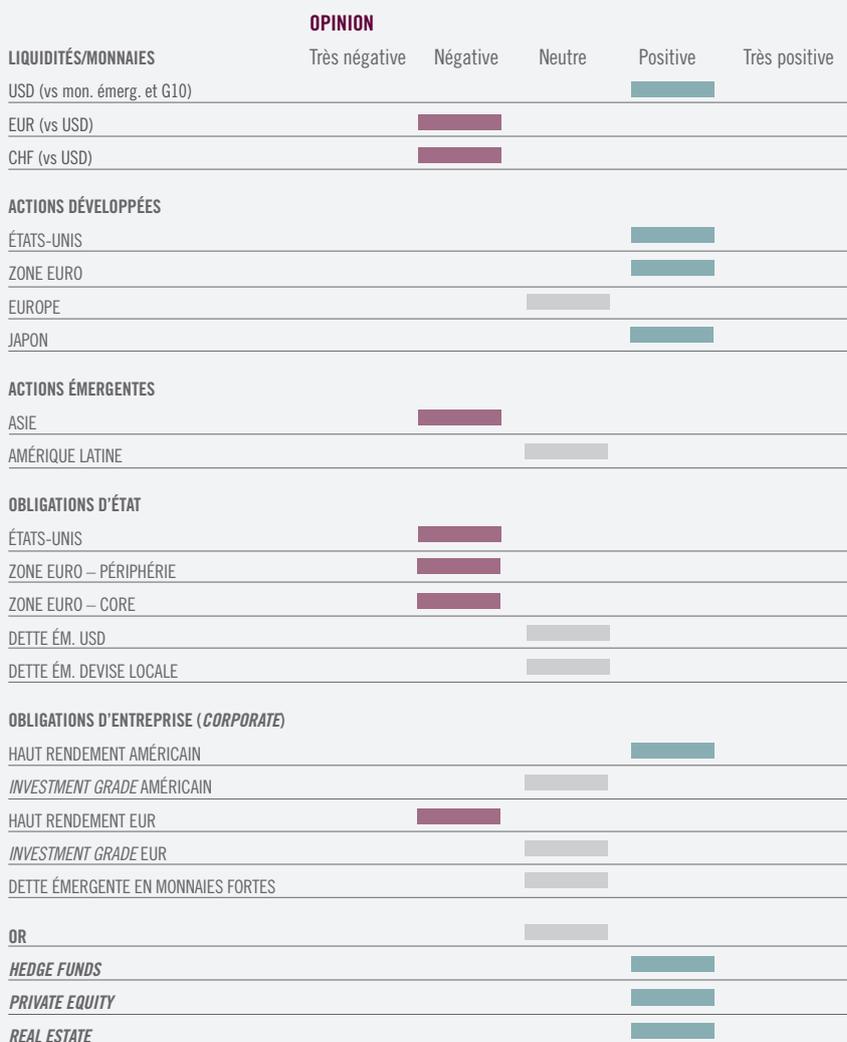
OR

Notre scénario central ne plaide pas en faveur de l'or actuellement. Toutefois, les options d'achat représentent une solution relativement avantageuse pour constituer des protections contre des risques plus extrêmes.

INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

- › Les *hedge funds* devraient surperformer les portefeuilles 50/50 traditionnels cette année. Nous privilégions les stratégies *long/short*, CTA (*Commodity Trading Advisors*) et *distressed credit*.

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



*Au 10 mars 2017

** Positionnement tactique: horizon d'investissement de 3 à 6 mois.

- › Le *private equity* devrait continuer d'afficher de jolies performances.
- › L'immobilier haut de gamme pourrait être exposé de manière asymétrique aux risques géopolitiques et macroéconomiques. Des opportunités attrayantes, dans des segments de niche notamment, abondent toutefois.

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.



CHRISTOPHE DONAY

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

RENTABILITÉS ATTENDUES

Des prévisions de rentabilité en baisse, mais des alternatives qui conservent un certain potentiel

La dernière édition d'*Horizon* vient de paraître. Elle présente les prévisions de rentabilité de Pictet Wealth Management (PWM) pour les principales classes d'actifs durant les dix prochaines années. Ici, Christophe Donay, revient sur les principales conclusions du rapport.

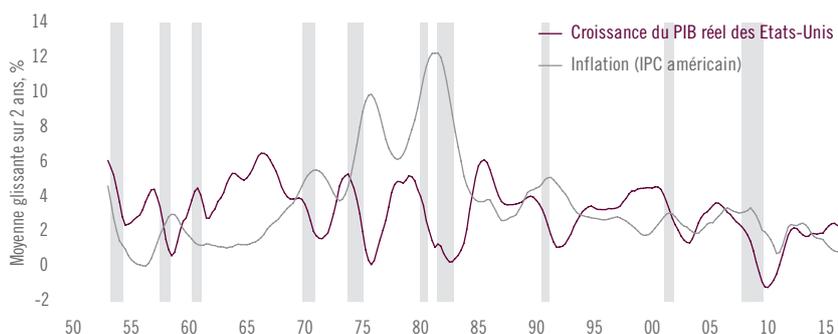
Quels sont les principaux messages portés par les dernières prévisions de rentabilité de PWM?

Le message le plus important concerne les investisseurs, qui vont devoir s'habituer à une rentabilité plus faible. Par exemple, dans les dix prochaines années, la moyenne des rentabilités annuelles des actions développées devrait être inférieure d'un tiers à la moyenne des 50 dernières années, avec un recul de la rentabilité nominale annuelle moyenne des actions américaines de près de 7% (moyenne historique sur dix ans), à tout juste 5% (en dollars). Cela s'explique en partie par le contexte actuel de faible croissance du PIB nominal, qui va peser sur la croissance des bénéfices des entreprises, ainsi que par des

valorisations des bénéfiques assez élevées. Les actions devraient toutefois continuer à offrir des perspectives de placement intéressantes, avec des rentabilités annuelles moyennes en devises locales attendues de 5% pour les actions suisses et celles de la zone euro, à 7% pour les actions asiatiques (hors Japon).

Les obligations d'Etat devraient enregistrer les baisses de rentabilité les plus spectaculaires. Pour la prochaine décennie, les bons du Trésor américain devraient finir par afficher moins de la moitié des 4,8% de rentabilité annuelle enregistrés au cours des dix dernières années. Si nous prenons le début du marché haussier pour les bons du Trésor américain comme point de départ (1981), le repli des rentabilités attendues sera encore plus marqué. Cela s'explique assez simplement. Après un recul quasi continu des taux d'intérêt à long terme pendant 35 ans, les taux amorcent un resserrement dans les pays développés en lien avec une normalisation de la croissance mondiale. Cela ne signifie pas que les obligations d'Etat doivent être bannies des portefeuilles des investisseurs. Leur corrélation très faible avec les actions implique qu'elles peuvent encore jouer un rôle important dans la protection des portefeuilles contre la volatilité des marchés à risque. La hausse des taux d'intérêt signifie toutefois qu'à la différence du passé, cette protection aura un coût.

GRAPHIQUE 1: CROISSANCE DE L'ÉCONOMIE RÉELLE ET RÉGIMES D'INFLATION AUX ETATS-UNIS, 1953–2016



Source: Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), Pictet WM - AA&MR
Données allant du 1^{er} janvier 1953 au 30 juin 2016

*Horizon présente également les perspectives de long terme de PWM, où la notion de «*changement de régime*» occupe une place importante. Que signifie cette expression pour vous?*

D'après nos observations, les tendances de marché et économiques dites de long terme durent une dizaine d'années. Au terme de ces dix ans, il se produit ce que nous appelons un «*changement de régime*», qui se caractérise par la convergence d'un certain nombre de facteurs différents qui induit une modification radicale des perspectives de croissance économique et d'inflation, ainsi que pour différentes classes d'actifs.

Le dernier grand «*changement de régime*» a probablement été déclenché par la crise financière de 2008-2009. Cependant, les effets de cette crise s'estompant, une «*normalisation*» progressive de l'inflation et de la croissance devrait se produire dans les prochaines années dans les grandes économies, pour se

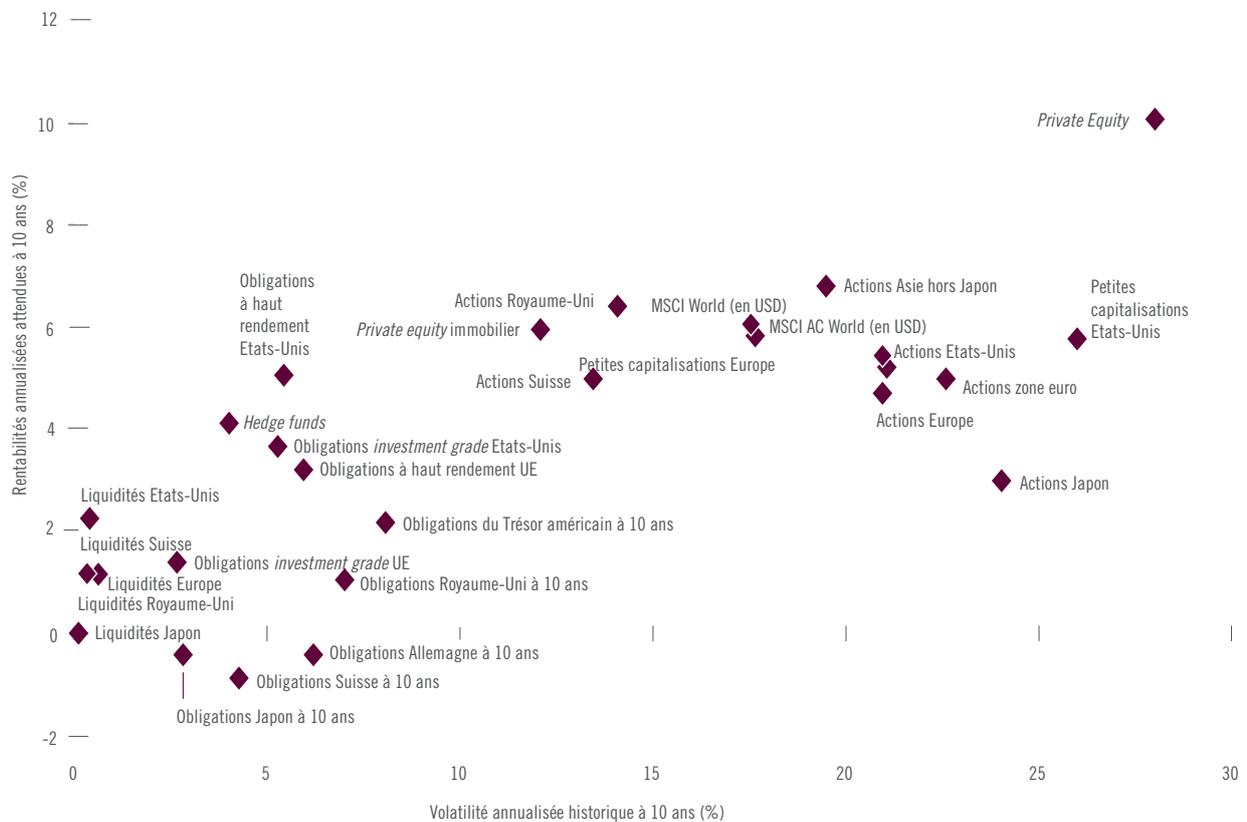
stabiliser à des niveaux plus faibles que ceux enregistrés par le passé. Nous prévoyons une croissance réelle annuelle d'environ 2,25% aux Etats-Unis et 1,25% en Europe au cours des dix prochaines années. L'inflation restera également historiquement faible, s'établissant à 2% en moyenne aux Etats-Unis et à 1,25% en Europe.

A contrario, notre scénario central prévoit une hausse moyenne des prix à la consommation de 3,0% par an en Chine pour les dix ans à venir, soit une progression d'un demi-point par rapport à ces dix dernières années. La Chine cesserait ainsi d'exercer des pressions baissières sur les prix mondiaux. Mais le cas de la Chine mérite que l'on s'y attarde quelque peu. Nos prévisions de croissance annuelle moyenne de 4,5% à l'horizon 2025 sont nettement inférieures aux prévisions officielles de la Chine de croissance du PIB de 6,5% cette année, et n'ont plus rien à voir avec la croissance annuelle moyenne de

8,6% enregistrée durant la période 2008-2015. Cela s'explique en partie par le vieillissement rapide de la population du pays, ainsi que par un ancien modèle de croissance portée par les investissements qui n'est plus tenable. Dans cette édition, nous mettons également l'accent sur les risques que pose l'endettement très important de la Chine pour une transition fluide de l'économie vers un modèle plus durable et plus local.

Nos lecteurs noteront une différence significative par rapport aux précédentes éditions d'*Horizon*, à savoir que nous ne séparons plus les rentabilités anticipées qui intègrent un choc d'innovation de celles qui ne l'intègrent pas. Nous pensons en effet que nous vivons déjà les prémices d'un choc d'innovation technologique radical, qui fait par conséquent partie intégrante de nos prévisions de rentabilité pour les dix prochaines années. Les débats restent toutefois animés quant à

GRAPHIQUE 1: RENTABILITÉS ANTICIPÉES PAR RAPPORT AU RISQUE HISTORIQUE



* Ni les résultats passés ni les prévisions ne constituent un indicateur fiable des performances futures.

Données collectées le 16 décembre 2016
Source: PWM - AA&MR, Global Financial Data

l'impact prévisionnel de ce choc sur la croissance économique mondiale. Notre scénario central anticipe ainsi un impact limité de ce choc d'innovation sur la croissance mais, pour autant, nous ne prévoyons pas du tout de stagnation séculaire ou de déflation.

Toutefois, si nos projections tiennent compte d'un choc d'innovation, elles n'intègrent aucun «effet Trump» éventuel. Le programme de la nouvelle administration américaine en matière de baisse des impôts et de réformes reste en effet assez flou, de même que l'impact d'éventuelles mesures protectionnistes. Tout ce que nous pouvons dire est que la politique de Donald Trump pourrait nous amener à modifier nos perspectives de long terme et nos prévisions de rentabilité pour les dix prochaines années.

A l'aune des récentes innovations politiques de ces dernières années, vous avez écrit que vous ne vous attendiez pas à un «saut quantique» en matière de politique monétaire dans les années à venir. Vous avez toutefois déclaré par le passé qu'un tel saut était souhaitable...

Bien que les banques centrales aient joué un rôle majeur en contribuant à sauver le monde d'une catastrophe financière, il est évident qu'elles ne peuvent pas résoudre TOUS les problèmes économiques, et que leurs actions ne suffisent pas à dynamiser la croissance et l'inflation de façon durable. C'est la raison pour laquelle les politiques fiscales sont progressivement mises en avant dans les pays développés. Les banques centrales devraient continuer à offrir un soutien monétaire pour combattre les forces déflationnistes lorsque celles-ci referont surface, le cas échéant. Mais un «saut quantique» de politique monétaire nécessiterait probablement un nouveau ralentissement de l'économie mondiale, par exemple un atterrissage brutal de la Chine, une crise politique en Europe ou une récession aux Etats-Unis. A plus long terme, que de nouvelles formes de politique monétaire aident la réalité économique ou pas, les questions soulevées par l'accumulation massive des actifs des banques

centrales demeurent. Il est de plus en plus admis que ces dernières devraient pouvoir utiliser leur bilan excédentaire pour mettre en œuvre les nouvelles formes de politique monétaire qui émergent.

Dans le contexte de perspectives relativement modestes que vous présentez, vers quoi les investisseurs peuvent-ils se tourner pour améliorer les rentabilités?

Il n'y a pas de secret; pour de meilleurs résultats, il faut prendre plus de risques, en se tournant par exemple vers des actifs alternatifs. Selon nos calculs, le *private equity*, par exemple, pourrait offrir les meilleures performances annuelles, toutes classes d'actifs confondues, dans les dix prochaines années, avec une rentabilité annuelle moyenne potentielle de plus de 10% en dollars. Mais le *private equity* comporte une prime d'illiquidité importante et aussi l'un des risques de volatilité les plus élevés, y compris par rapport aux petites capitalisations américaines. Cela tient au fait que le capital-investissement est très différent des autres classes d'actifs. Il cible généralement les entreprises de second plan, qui sont plus volatiles que les grandes capitalisations. Toutefois, contrairement aux grandes capitalisations, le *private equity* n'est pas coté en bourse, ce qui fait que les accès de volatilité du marché ne transparaissent pas forcément dans les valorisations. En outre, contrairement aux autres classes d'actifs, qui permettent d'estimer les rentabilités pour un simple placement unique sur dix ans, ce dernier implique des investissements répartis dans le temps au fil des placements du fonds de *private equity*. En résumé, le *private equity* offre des perspectives de résultats relativement importants, mais comporte des risques accrus. Il en va de même pour les obligations à haut rendement (HY) et les obligations des marchés émergents.

Les conclusions d'*Horizon* sont les suivantes: les conditions sont réunies pour que les rentabilités d'un portefeuille classique 60/40 (60% d'actions américaines, 40% de bons du Trésor américain) chutent de moitié dans les dix prochaines années par

rapport à la décennie précédente. Et il ne suffira sans doute plus d'ajuster les objectifs de volatilité par le biais de portefeuilles à parité de risque pour tenter de dynamiser les performances. Nous insistons par conséquent sur la nécessité pour les investisseurs de diversifier leurs portefeuilles. Certains segments offriront toujours de meilleurs résultats mais tout dépendra du niveau de risque que l'on est prêt à accepter. ■



FRANK BIGLER

Responsable de la recherche actions
et obligataire
Pictet Wealth Management

FUSIONS-ACQUISITIONS

Boom des fusions-acquisitions: et après?

Alors que l'on décèle déjà des signes d'exubérance, sur fond d'opérations géantes annoncées en cascade, les investisseurs ont intérêt à se focaliser sur celles qui sont réellement judicieuses.

L'augmentation des activités de fusion-acquisition ces derniers mois illustre bien la résurgence récente des instincts primaires dans le monde des affaires. Les fusions-acquisitions affichent une progression régulière depuis le plus bas de 2009. Et bien qu'en recul par rapport à une année 2015 exceptionnelle, le marché mondial des fusions-acquisitions a enregistré la quatrième meilleure année de son histoire en 2016, le volume de transactions atteignant USD 3800 mia selon les chiffres fournis par Dealogic, plateforme financière. En Europe, l'activité s'est nettement redressée ces derniers temps, avec des annonces majeures telles que la fusion entre Johnson & Johnson et le groupe pharmaceutique suisse Actelion, ou l'union entre les fabricants de produits optiques Essilor et Luxotica, que l'on attendait depuis longtemps. A elles deux, ces opérations représentent un montant total de USD 57 mia. Durant les deux premiers mois de 2017, la valeur annoncée des opérations de fusion-acquisition en Europe a atteint USD 160 mia, soit un niveau équivalent à celui du premier trimestre 2016, ce qui montre clairement que le marché est en plein essor. Et la hausse des fusions-acquisitions en 2017 aurait été encore bien plus importante si Kraft Heinz n'avait pas renoncé à son offre sur Unilever, opération évaluée à USD 143 mia.

Des dynamiques similaires sont à l'œuvre aux Etats-Unis. Après s'être affaibli pendant l'été, le volume des transactions s'y est redressé encore plus qu'en Europe. La valeur cible des transactions s'élevait à USD 238 mia pour les seuls mois de janvier et février, niveau proche de celui atteint au premier trimestre 2016. La plus grosse opération annoncée

concerne l'acquisition de Mead Johnson par Reckitt Benckiser, estimée à USD 17 mia. Dans un contexte de hausse des prix, le secteur américain de l'énergie a lui aussi connu de nombreuses opérations, la valeur cible des transactions s'élevant à USD 60 mia pour les deux premiers mois de 2017.

Les trois ingrédients clés des opérations – la volonté, la motivation et les moyens – sont aujourd'hui bien ancrés de part et d'autre de l'Atlantique. Par conséquent, les fusions-acquisitions devraient continuer sur leur lancée.

Les acteurs du marché s'attendent à ce que les liquidités importantes dont les entreprises américaines disposent à l'étranger servent à financer des activités de fusion-acquisition lorsqu'il sera clair que la réforme de l'impôt sur les sociétés voulue par l'administration Trump créera des conditions favorables au rapatriement de ces liquidités. L'heure est donc à l'optimisme, notamment dans les secteurs de la santé et des technologies de l'information, qui bénéficient de liquidités importantes détenues à l'étranger. Selon nos estimations, le total des liquidités détenues à l'étranger par les leaders de ces deux secteurs s'élève à plus de USD 500 mia.

La Chine, qui joue un rôle de plus en plus important sur la scène mondiale, constitue un autre moteur pour les fusions-acquisitions. L'an dernier, les entreprises chinoises ont participé à des activités de fusion-acquisition pour USD 225 mia, chiffre record deux fois supérieur au niveau de 2015. La plus grosse transaction jamais réalisée a été l'acquisition par ChemChina de l'entreprise agrochimique suisse Syngenta pour USD 46 mia. Mais les motivations des acteurs chinois

peuvent être différentes de celles des Occidentaux. En particulier, il semble que les fusions-acquisitions soient l'un des canaux privilégiés pour la fuite des capitaux hors de Chine. Et malgré les efforts des autorités chinoises pour lutter contre cette fuite des capitaux, les sociétés chinoises vont probablement continuer à transférer des actifs à l'étranger.

«Les trois ingrédients clés des opérations – la volonté, la motivation et les moyens – sont aujourd'hui bien ancrés»

En Europe et en Amérique du Nord, la quête de croissance est la principale motivation de bon nombre des opérations auxquelles nous assistons actuellement. Après la période de forte croissance qui a précédé la crise financière, les sociétés ont évolué dans un contexte de croissance atone pendant la majeure partie de ces 10 dernières années. L'augmentation du chiffre d'affaires des sociétés cotées de l'indice S&P500 a chuté à 3% au cours des trois dernières années, étant même négative pour le Stoxx Europe 600 sur la même période, contre une moyenne annuelle supérieure à 5% entre 2003 et 2008. Ce contexte a donc peu à peu alimenté un désir de compléter la croissance organique par des activités de fusion-acquisition.

Le troisième facteur expliquant la hausse des fusions-acquisitions au niveau mondial correspond évidemment aux capitaux disponibles pour y procéder et au coût de ces liquidités. Depuis la crise financière, les politiques monétaires menées par les banques centrales ont permis d'injecter des quantités considérables de liquidités sur les marchés. La hausse de l'offre de capitaux financiers a eu pour conséquence directe d'en faire diminuer le coût. Actuellement, le coût de la dette avant impôts s'élève à environ 3% pour bien des entreprises, soit 1% à 2% après impôts. Comme ce chiffre correspond peu ou prou à l'inflation, cela signifie que la dette est gratuite. De plus, le coût des fonds propres, qui s'était envolé après la crise financière, est en train de retomber à des niveaux plus normaux grâce à une combinaison de facteurs: la faiblesse des taux d'intérêt sans risque et la diminution des primes de risque des actions. Tout bien considéré, on peut estimer que le coût moyen pondéré du capital s'élève actuellement à 6% environ en Europe et en Amérique du Nord, contre 10% environ pour les niveaux historiques.

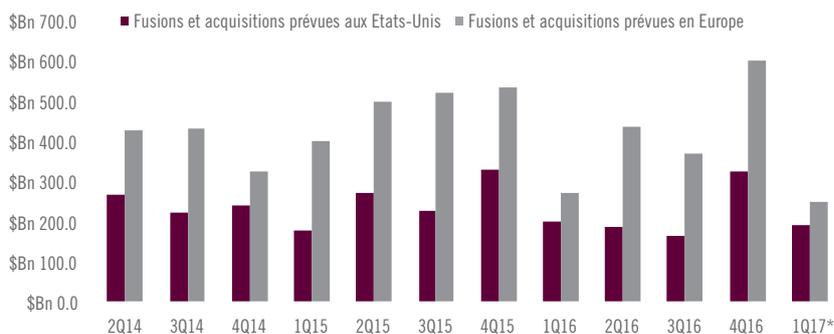
SIGNES DE MATURITÉ DU CYCLE

Tandis que les conditions actuelles favorisent fortement les fusions-acquisitions, une combinaison de facteurs (abondance du capital, motivations sous-jacentes partagées et regain d'optimisme) pourrait, à terme, engendrer de l'exubérance. Les multiples

de transaction (valeur d'entreprise [VE]/EBITDA) ont progressé, passant d'un ratio de 10,7x en 2010 à 12,7x l'an dernier. La prime moyenne d'acquisition a elle aussi augmenté progressivement et se situe aujourd'hui largement au-dessus de 30%. Dans certains cas, des transactions ont été conclues à plus de sept fois les ventes, à l'image du rachat par L'Oréal de marques appartenant à Valeant, ou de l'acquisition de Dollar Shave Club par Unilever. Le *private equity* semble indiquer que les valorisations des transactions commencent à devenir excessives. En 2016, la part du *private equity* sur le marché mondial des fusions-acquisitions a chuté à 4,2%, son plus bas niveau depuis 2009, et ce malgré des réserves de liquidités record et une pression croissante de la part des clients désireux de faire travailler cet argent.

Dans le contexte actuel d'abondance du capital financier et de résurgence des instincts primaires, les investisseurs devraient redoubler de prudence lorsque des acheteurs leur promettent de la création de valeur. Comme de nombreuses études le suggèrent, la plupart des acquisitions ne génèrent pas les rendements prévus sur le long terme et peuvent même se révéler désastreuses. En 2015, par exemple, Microsoft a dû supprimer presque l'équivalent de la valeur intégrale de son acquisition de Nokia. Procter & Gamble subit une restructuration en profondeur depuis trois ans, le groupe se focalisant principalement

GRAPHIQUE 1: FUSIONS-ACQUISITIONS CIBLÉES, 2E TRIMESTRE 2014 À FIN FÉVRIER 2017



*Données au 31 décembre 2016

Données compilées le 9 mars 2017
Source: Dealogic, Citi Research

sur la vente d'activités rachetées au cours des quinze dernières années. Et ce phénomène touche l'ensemble des secteurs. Souvenons-nous du cycle des matières premières de la période 2004-2008, où tant d'opérations se sont soldées par des pertes catastrophiques dans les secteurs de l'énergie et des métaux industriels.

FUSIONS-ACQUISITIONS QUI FONCTIONNENT

Il existe de nombreux moyens pour essayer d'évaluer le retour sur investissement potentiel d'une opération de fusion-acquisition. Estimer le rendement futur des capitaux investis dans la nouvelle entité est certainement le moyen le plus fiable. Si le dénominateur (le capital investi) peut être estimé assez précisément, le numérateur (le gain de croissance et les synergies) peut être hautement hypothétique et se révèle souvent largement inférieur aux prévisions.

«La plupart des acquisitions ne génèrent pas les rendements prévus et peuvent même se révéler désastreuses.»

Nous avons identifié deux types de stratégies d'acquisition pour lesquelles les chances de succès sont plus importantes. La première concerne les sociétés qui acquièrent des innovations et les intègrent à leur propre

activité. En substance, la société acheteuse tire parti des nouveaux actifs au sein de sa structure. Ce faisant, l'acquéreur améliore les perspectives de la société acquise. On observe régulièrement de telles stratégies de consolidation dans les secteurs de la santé et des technologies de l'information, mais aussi dans d'autres comme les médias. La stratégie de croissance de Disney repose sur une création de propriété intellectuelle plus cohérente et à plus grande échelle que celle de ses concurrents. La valeur combinée de Pixar, Marvel et Lucasfilm, que Disney a acquis entre 2006 et 2012, s'élevait à USD 15 mia, mais ces marques génèrent USD 40 mia de ventes au détail rien qu'avec leurs produits de consommation.

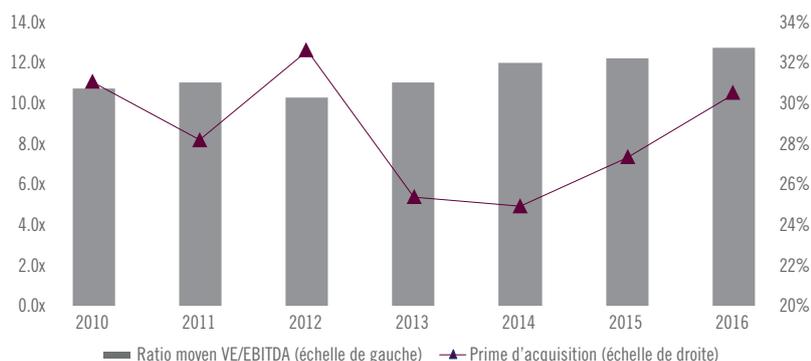
La seconde stratégie consiste à acquérir des parts de marché puis à profiter de cette position pour augmenter les prix. Ces transactions, appelées «fusions entre égaux», sont généralement de grande ampleur. La consolidation opérée dans l'industrie de la bière, qui a commencé il y a plus de 40 ans avec l'acquisition de Miller Brewing par Philip Morris, en est un parfait exemple. Aujourd'hui, les trois brasseurs leaders, AB InBev, Heineken et Carlsberg, représentent 45% des recettes mondiales et 60% du bénéfice d'exploitation. La concentration sectorielle a été renforcée en 2015 lorsque les deux premières de ces sociétés ont fusionné. La principale conséquence de ce type d'opération est un plus

grand pouvoir de fixation des prix, ce qui au final améliore la génération de flux de trésorerie. AB InBev, premier brasseur et consolidateur mondial, a généré une performance totale trois fois supérieure à celle du marché ces 15 dernières années. Ces deux stratégies ont un point commun: les paramètres utilisés pour calculer les rendements sont moins nombreux et volatils. Cela facilite la prise de décision des investisseurs qui se demandent s'ils doivent prendre ce risque de fusion-acquisition. ■

USD
160MIA

Valeur annoncée des transactions de fusion-acquisition en Europe au cours des deux premiers mois de 2017

GRAPHIQUE 2: FUSIONS-ACQUISITIONS MONDIALES – VALORISATIONS ET PRIMES D'ACQUISITION



Données compilées le 9 mars 2017
Source: Dealogic, Citi Research



CESAR PEREZ RUIZ

Directeur des investissements
Pictet Wealth Management

GESTION DIVERSIFIÉE

Faire face à l'imprévu grâce aux stratégies de gestion diversifiée

Dans les périodes d'incertitude, il convient d'adopter une approche souple en matière d'allocation du capital, en exploitant toute la panoplie de corrélations

Le calme observable sur les marchés, qui se manifeste par la faible volatilité des cours des actions, contraste avec les incertitudes considérables qui entourent l'accession de Donald Trump à la présidence des Etats-Unis et les effets de la reflation. Toutefois, les interventions des banques centrales sous forme d'injections massives de liquidités ont soutenu les performances de toutes les classes d'actifs: les rendements obligataires se sont repliés (et les cours ont augmenté), de telle sorte que la stratégie consistant à protéger les portefeuilles avec des obligations classiques

est devenue coûteuse à l'heure du resserrement des politiques monétaires, en premier lieu aux Etats-Unis. Par tant, et compte tenu des incertitudes actuelles, les stratégies d'allocation du capital plus souples connaissent un retour en grâce, tout comme les stratégies de gestion diversifiée, qui recèlent du potentiel.

Notre scénario central repose sur l'hypothèse d'une hausse des prix qui devrait soutenir la reflation de l'économie mondiale. Le gouvernement Trump devrait adopter d'importantes mesures de relance budgétaire, dont les effets devraient se faire

LE TYPE DE PROTECTION REQUIS DÉPEND DU SCÉNARIO

SCÉNARIO	CROISSANCE DU PIB AMÉRICAIN	RENDEMENTS OBLIGATAIRES	DOLLAR	MATIÈRES PREMIÈRES	ACTIONS
Ralentissement de la hausse des marchés provoquée par l'élection de D. Trump	Ralentissement, mais pas de contraction	Stable/En baisse	Stable/En baisse	Stable/En hausse	Stable/En baisse
Hausse des marchés provoquée par l'élection de D. Trump	Progresse au même rythme que l'inflation	Hausse	Hausse	Hausse	Hausse
Nouvelle bulle technologique	Progresse plus rapidement que l'inflation	Hausse	Hausse	Baisse	Hausse
Fin de la nouvelle bulle technologique (stagflation)	Ralentit alors que l'inflation progresse légèrement	Baisse	Stable	Stable	Baisse
Récession ou cygne noir	Contraction de la croissance	Baisse	Hausse	Baisse	Baisse
Resserrement des politiques des banques centrales (hausse des taux réels)	Accélération	Hausse	Hausse	Baisse	Baisse
Choc d'inflation (baisse des taux réels)	Ralentissement	Hausse	Baisse	Hausse	Hausse

Source: Pictet WM – CIO Office, 3 March 2017.

sentir davantage en 2018 que cette année. Le rebond de la croissance et de l'inflation devrait par ailleurs soutenir les cours des actions et pénaliser les obligations d'Etat, et la hausse du dollar amorcée il y a quatre ans se poursuivre.

Mais ce scénario favorable aux actions ne signifie pas que les facteurs de risque ont disparu. En effet, le gouvernement Trump est tellement imprévisible qu'il convient d'envisager d'autres scénarios, comme le montre le graphique ci-contre. Ces scénarios alternatifs sont plus ou moins probables, mais le plus réaliste est celui de la fin de la hausse des marchés actions provoquée par l'élection de Donald Trump. A mesure que les propositions les plus radicales du nouveau président seront vidées de leur substance ou bloquées par le Congrès, il y a fort à parier que nous assisterons à un ralentissement de la hausse récente des marchés actions, ne serait-ce que temporairement. En Europe, nous restons optimistes quant aux résultats des élections importantes qui auront lieu cette année, mais il faudra faire face à certains risques et saisir les opportunités tactiques qui se présenteront grâce à une allocation du capital diversifiée et adaptée.

Le marché des obligations d'entreprise est très prisé des partisans de la gestion diversifiée à l'heure actuelle. Les programmes d'achat d'actifs des banques centrales ont entraîné un resserrement considérable des *spreads* de crédit l'an dernier, y compris sur le marché européen du haut rendement, et ce malgré les risques relatifs aux élections européennes. La montée du nationalisme dans le paysage politique européen, un gouvernement américain peu accommodant et le lancement officiel du Brexit remettent en question l'existence même de l'Union européenne. Fondamentalement, les stratégestes doivent composer avec des perspectives économiques plus encourageantes qui pourraient favoriser les actifs risqués, mais avec des perspectives politiques plus incertaines à court terme. Les rendements obligataires restent faibles, suggérant que le marché sous-estime peut-être le risque politique à cause des distorsions provoquées par des liquidités abondantes.

Notre approche face à cette situation consiste à trouver des opportunités tactiques dans certains secteurs, tout en cherchant à en protéger d'autres, souvent par le biais d'options d'achat. La baisse temporaire des marchés et le regain de volatilité induit par l'issue du référendum sur le Brexit nous ont permis de prendre nos bénéfices sur des positions reposant sur des options de vente initiées antérieurement. Désormais, des options d'achat sur l'or permettraient de protéger les portefeuilles à moindre coût contre un «cygne noir» imprévisible, tandis que les inquiétudes électorales immédiates nous commanderaient d'initier des positions sur dérivés sur le marché européen du haut rendement.

«Les stratégestes doivent composer avec des perspectives économiques plus encourageantes, mais avec des perspectives politiques plus incertaines à court terme»

Il est également possible de construire des portefeuilles diversifiés. Les résultats de nos travaux de recherche révèlent que les deux instruments affichant la corrélation négative la plus forte avec une baisse du S&P 500 sont l'indice de volatilité VIX et le taux de change JPY/USD. Cette forte décorrélation devrait également profiter à certains secteurs de l'univers des *hedge funds*, à l'heure où le rebond escompté de l'inflation pourrait provoquer une hausse des taux obligataires.

Bien sûr, les corrélations ne sont pas figées dans le temps et il est difficile de prévoir les poussées de volatilité. La seule certitude est que les corrélations entre les différentes classes d'actifs ne reflètent pas pleinement l'hypothèse d'un regain de volatilité. Partant, il convient d'explorer la gamme complète des stratégies diversifiées, tant en matière de protection des portefeuilles qu'en termes de performance. ■



LUC LUYET

Stratège changes
Pictet Wealth Management

DEVISES

Devises émergentes: la question Trump

La virulence de la rhétorique de l'administration Trump en matière de commerce assombrit les perspectives de certaines devises, qui doivent également faire face à la remontée des taux américains.

Depuis l'élection de Donald Trump le 8 novembre dernier et malgré les remarques cinglantes à l'égard des soi-disant «manipulateurs de devises» tels que la Chine pendant la campagne électorale, les devises émergentes sont restées relativement stables (le panier Deutsche Bank EM FX cédant environ 1,3% face au dollar entre le 8 novembre et le 10 mars).

Cette bonne tenue s'explique en partie par le lien entre perspectives de croissance et devises émergentes: extrêmement sensibles au commerce international, les économies émergentes réagissent bien à l'embellie de la conjoncture mondiale.

Pour mieux comprendre les risques qui les menacent, il faut étudier certains points faibles des économies émergentes. Ayant tendance à accuser un déficit courant et à présenter une dette extérieure importante, ces pays dépendent beaucoup des conditions de financement, et donc des liquidités mondiales. Or, le volume de liquidités est généralement très influencé par les politiques américaines. En conséquence, la ligne adoptée par l'administration Trump pourrait avoir des répercussions importantes sur les perspectives des devises émergentes.

Malheureusement, difficile de trouver une mesure unique des liquidités mondiales, même si les orientations des banques centrales et l'appétit des investisseurs pour le risque constituent deux bons indicateurs des conditions de financement sur les marchés.

La détermination de l'administration Trump à adopter des mesures de relance budgétaire alors même que l'économie américaine est proche du

plein emploi devrait entraîner un regain d'inflation. Quels que soient les changements à venir au sein du conseil des gouverneurs de la Fed, le raffermissement des tensions inflationnistes devrait être traité par des relèvements de taux, avec à la clé des tensions haussières sur le dollar. L'effet combiné de la hausse des taux d'intérêt et de la progression du billet vert augmentera les coûts de financement des économies émergentes et risque de peser sur leurs perspectives de croissance. Les capitaux devenant plus difficiles à attirer, les devises locales seront sous pression.

L'impact sur l'appétit pour le risque s'avère plus complexe à évaluer. La remontée des taux pourrait lui porter préjudice, mais la détente de la politique budgétaire américaine (synonyme de croissance plus forte, et donc de regain d'appétit pour le risque) devrait rééquilibrer la situation. Notre scénario central donne l'avantage au pouvoir de la relance budgétaire et, au regard du récent retour en force des instincts primaires au sein des entreprises américaines, cela semble justifié. Dans un contexte de solide appétit pour le risque, les investisseurs cherchent des rendements supérieurs que les économies émergentes en forte croissance peuvent offrir. Cela étant, le durcissement des conditions monétaires devrait finir par ralentir la croissance américaine et modérer le goût pour le risque, ce qui aura des répercussions sur les économies émergentes.

Au final, les liquidités mondiales devraient diminuer dans l'année à venir et les économies émergentes pourraient avoir plus de mal à financer leur déficit courant. Même si une

raréfaction brutale des liquidités est peu probable à brève échéance, les économies émergentes, dont les réserves externes sont faibles, seront davantage menacées par une dépréciation de leurs devises. La Turquie, l'Afrique du Sud et la Colombie souffrent d'un mélange de déficits courants importants et de réserves de change inadéquates au regard de leur dette extérieure à court terme. Leurs devises sont donc particulièrement vulnérables aux chocs exogènes.

«Notre scénario central table toutefois sur des mesures protectionnistes d'ampleur limitée»

Mais la politique commerciale des Etats-Unis pourrait s'avérer plus perturbante encore pour le monde émergent. En effet, le président Trump a affirmé haut et fort qu'il souhaitait augmenter les taxes à l'importation.

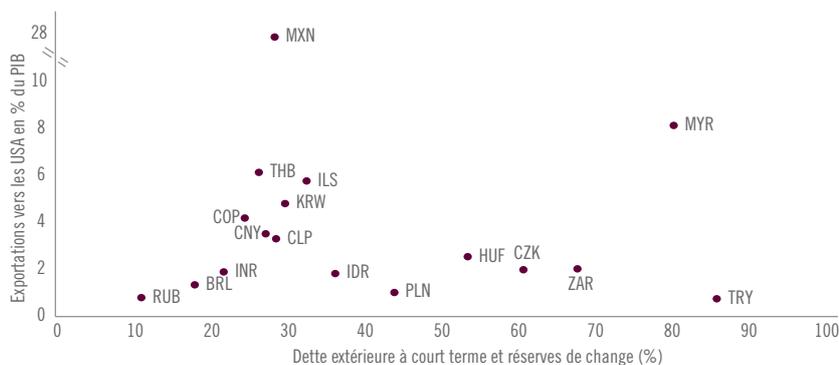
Certes, les droits de douane actuellement appliqués par les Etats-Unis sont globalement moins élevés que ceux imposés aux biens et services américains par les autres pays. Mais une guerre commerciale en bonne et due forme entre Washington et ses grands partenaires (notamment la Chine) risque de perturber le commerce international et de malmener les économies émergentes et leurs devises. Notons toutefois que cette situation nuirait également à l'économie

des Etats-Unis, les entreprises américaines dépendant très largement de la chaîne logistique internationale. Quoi qu'il en soit, la menace doit être prise au sérieux. Le protectionnisme faisait partie des piliers de la campagne de Donald Trump et les membres républicains de la Chambre des représentants militent pour une refonte de la fiscalité actuelle (et notamment pour l'introduction d'une taxe d'ajustement aux frontières): il ne semble donc pas déraisonnable d'anticiper des tensions commerciales dans un avenir proche.

Une hausse des droits de douane porterait préjudice aux pays dont les exportations vers les Etats-Unis représentent une part non négligeable du PIB. Mais le mécanisme de la taxe frontalière va plus loin, puisqu'il taxe les importations tout en subventionnant les exportations. S'il était mis en place, les économies émergentes qui commercent beaucoup avec les Etats-Unis seraient considérablement pénalisées. Le Mexique, la Malaisie et la Thaïlande s'avèrent particulièrement vulnérables concernant ces deux critères.

Notons également que des politiques protectionnistes auraient tendance à accentuer l'inflation locale et à réduire le déficit courant actuel des Etats-Unis. Le billet vert pourrait donc gagner du terrain, portant un nouveau coup aux devises émergentes. Cela étant, notre scénario central table toutefois sur des mesures protectionnistes d'ampleur limitée. ■

PAYS ÉMERGENTS: ADÉQUATION DES RÉSERVES DE CHANGE PAR RAPPORT AUX EXPORTATIONS VERS LES ÉTATS-UNIS



Données compilées le 9 mars 2017
Source: Pictet WM - AA&MR, Thomson Reuters

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
ÉTATS-UNIS	2.4	2.6	1.6	2.0	2.2	2.3	2.3
ZONE EURO	0.9	1.6	1.7	1.5	1.6	1.5	1.6
Allemagne	1.6	1.5	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
France	0.7	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
Italie	0.2	0.7	1.0	0.8	0.9	1.0	1.0
Espagne	1.4	3.2	3.2	2.4	2.5	2.2	2.1
SUISSE	2.0	0.8	1.3	1.4	1.5	1.7	1.6
ROYAUME-UNI	3.1	2.2	2.0	1.3	1.6	1.1	1.3
JAPON	-0.1	0.6	0.8	0.8	1.1	0.7	1.0
CHINE	7.3	6.9	6.7	6.2	6.5	6.0	6.2
BRÉSIL	0.1	-3.9	-3.6	1.0	0.8	1.7	2.2
RUSSIE	0.7	-2.8	-0.2	1.1	1.1	1.4	1.5

INFLATION (%)

	2014	2015	2016	2017E		2018E	
				PWM - AA&MR*	Bloomberg prévisions du consensus	PWM - AA&MR*	Bloomberg prévisions du consensus
ÉTATS-UNIS	1.6	0.1	1.3	2.4	2.5	2.5	2.4
ZONE EURO	0.4	0.0	0.2	1.7	1.7	1.4	1.5
Allemagne	0.8	0.1	0.4	1.9	1.8	1.6	1.7
France	0.6	0.1	0.3	1.5	1.4	1.3	1.3
Italie	0.2	0.1	-0.1	1.2	1.2	1.1	1.2
Espagne	-0.2	-0.6	-0.3	2.1	1.9	1.4	1.5
SUISSE	0.0	-1.1	-0.4	0.4	0.3	0.9	0.7
ROYAUME-UNI	1.5	0.0	0.8	3.0	2.6	1.5	2.6
JAPON	2.7	0.8	-0.3	0.3	0.6	0.5	0.9
CHINE	2.0	1.4	2.0	2.2	2.3	2.3	2.3
BRÉSIL	6.3	9.0	8.7	5.4	4.8	5.2	4.6
RUSSIE	7.8	15.6	7.1	5.2	4.8	5.0	4.3

* Pictet Wealth Management - Asset Allocation & Macro Research

Contributeurs: Christophe Donay, Jacques Henry, Luc Luyet, Lauréline Chatelain, Cesar Perez Ruiz, Bernard Lambert, Frederik Ducrozet et Frank Bigler.

Edition: Isidore Ryan. Rédaction achevée le 14 mars 2017.

Relecture: Sabine Jacot-Descombes

Mise en page: Production Multimédia, Forth Studio

Paper: Printed on FSC-Certified paper.

Avertissement: 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).

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

Tous droits réservés. Copyright 2017.

