

Investors' Outlook – Janvier/Février 2017

2017 sera-t-elle une année décisive
pour l'Europe ?

- > Des jalons importants pour l'avenir politique de l'Europe
- > La couronne suédoise compte parmi nos favoris
- > « High yield » : dopé par les prix pétroliers, la croissance et le recul des défaillances

- 6 Commentaire de marché
2017 sera-t-elle une année décisive pour l'Europe ?
- 8 Thème spécial
Des jalons importants pour l'avenir politique de l'Europe
- 12 Macro highlights
Accélération aux États-Unis, stabilité dans la zone euro et décélération en Chine
- 14 Obligations
- 15 Actions
- 16 Matières premières
- 17 Monnaies
- 18 Prévisions
- 19 Données du marché
- 20 Auteurs

Impressum

Édition : Vontobel Asset Management, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurich
Rédaction : Investment Communications
Auteurs : Fabrizio Basile, CFA, Directeur Fixed Income Strategy
Christophe Bernard, Stratège en chef de Vontobel
Dr Reto Cueni, Senior Economist
Stefan Eppenberger, CFA, Stratège Investment & Commodity
Andreas Nigg, CFA, Directeur Equity & Commodity Strategy
Dr Sven Schubert, Spécialiste Investment Strategy Currencies
Dr Ralf Wiedenmann, Directeur Economic Research

Couverture : Alamy
Parution : mensuelle
Numéro actuel : mercredi 11 janvier 2017
(version PDF allemande sur le portail intranet et envoi par e-mail)

Langues : français, allemand et anglais
Commande : directement auprès de votre conseiller en placements
Bouclage rédactionnel : mercredi 4 janvier 2017

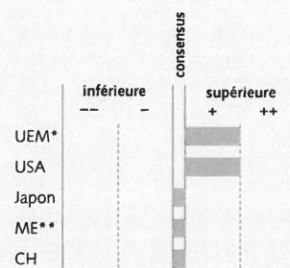
Remarques juridiques

Le présent document de politique d'investissement a été établi par le groupe Vontobel. Il n'est pas le résultat d'une analyse financière et n'est donc pas soumis aux « Directives visant à garantir l'indépendance de l'analyse financière » de l'Association suisse des banquiers. Bien que les informations contenues dans ce document proviennent de sources jugées dignes de foi par le groupe Vontobel, leur qualité, exactitude, actualité ou exhaustivité ne peuvent être garanties par le groupe Vontobel.

Inflation américaine : l'enquête auprès des directeurs d'achats confirme nos prévisions

Croissance économique en 2017

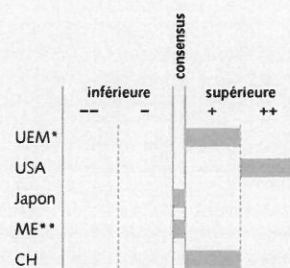
Il est vrai que les indices des directeurs d'achat signalent une reprise généralisée du secteur industriel autour du globe, mais les incertitudes politiques en Europe incitent à la prudence. Par rapport au mois passé, nous reconduisons nos prévisions, plus optimistes que celles du consensus en ce qui concerne les États-Unis et la zone euro.



Consensus = Consensus Inc., Londres

Inflation en 2017

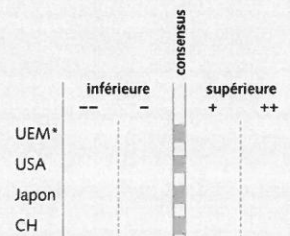
Notre pronostic pour les États-Unis demeure bien supérieur à celui du consensus. La forte hausse des prix des intrants, une sous-composante de l'indice des directeurs d'achat, conforte notre point de vue. Pour la zone euro et la Suisse également, nos prévisions dépassent la moyenne consensuelle. En effet, nous estimons que le marché sous-estime l'impact sur l'inflation de l'effet de base au niveau des prix de l'énergie.



Consensus = Consensus Inc., Londres

Taux directeurs des banques centrales (à 3 mois)

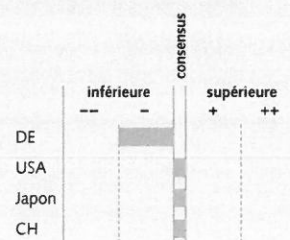
Nous ne pensons pas que la Réserve fédérale américaine relèvera déjà son taux directeur lors de la séance du 15 mars 2017. À cette date, moins de deux mois après l'entrée en fonction du gouvernement Trump, il sera encore trop tôt pour juger des conséquences de la nouvelle politique sur l'économie et l'inflation. Pour les autres banques centrales, le statu quo sur les taux devrait même durer jusqu'à la fin de l'année.



Consensus = Bloomberg

Rendement des emprunts d'État à 10 ans (à 3 mois)

Le rendement des bons du Trésor américain a grimpé de 1,4% en juillet 2016 à 2,5% aujourd'hui ; en Allemagne, la hausse des taux a été bien plus modeste, s'inscrivant à 40 points de base (de -0,2% en septembre 2016 à 0,2%). Dans les deux cas, nous prévoyons une évolution latérale au cours des trois prochains mois et une hausse de 0,5% sur un horizon de douze mois.



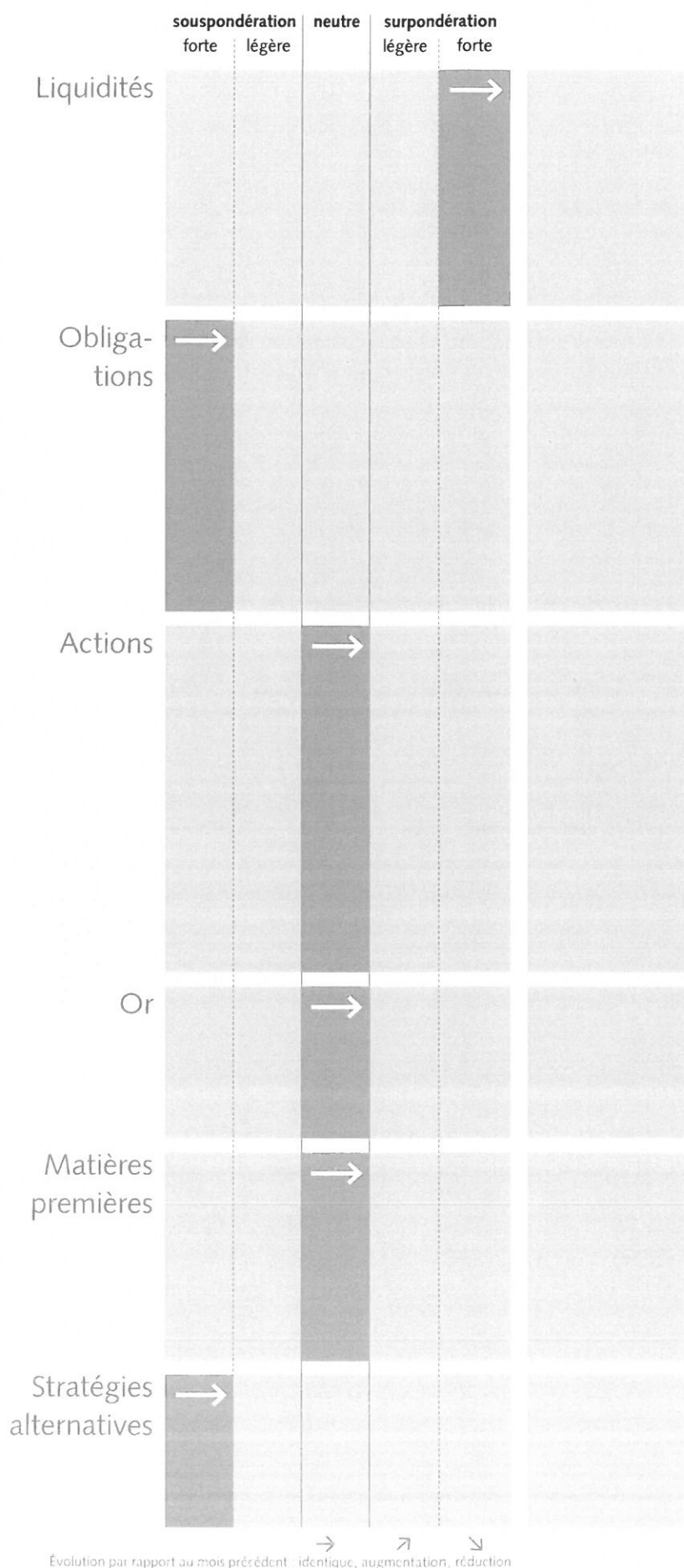
Consensus = Consensus Inc., Londres

* Union économique et monétaire (zone euro)
** Marchés émergents

Actions : le secteur de l'énergie a le vent en poupe

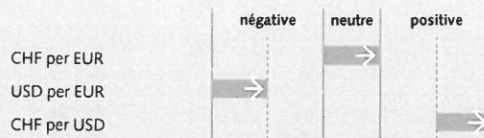
L'embellie généralisée des indicateurs conjoncturels a réchauffé d'un cran l'ambiance sur les marchés boursiers en fin d'année, ce qui a entraîné une réaction positive des placements à risques. Reste que l'optimisme retrouvé des investisseurs est en passe de virer à l'euphorie. Un excès de confiance qui pourrait fragiliser les marchés financiers en cas de dégradation future de l'économie. C'est pourquoi nous avons fait le choix de ne pas accroître la part de risque dans nos portefeuilles types, mais plutôt de miser davantage sur la couronne norvégienne et les titres européens de l'énergie, afin de tirer pleinement parti du rebond du pétrole.

- 1 Nous détenons toujours un volume important d'espèces, ce qui justifie le maintien d'une « forte surpondération » des **liquidités**.
- 2 Nous avons reconduit la « forte sous-pondération » des **obligations**.
- 3 Neutralité toujours de rigueur dans le segment des **actions**, même si nous avons rehaussé la part des titres de l'énergie au détriment des valeurs financières.
- 4 Au lendemain de la présidentielle américaine, nous avons raboté notre position en **or**, sans que la neutralité de notre pondération s'en trouve pour autant affectée.
- 5 Changement dans la continuité pour les **matières premières** et reconduction de la pondération à neutre.
- 6 Les **stratégies alternatives** sont actuellement absentes de notre portefeuille type. D'où leur « forte sous-pondération ».



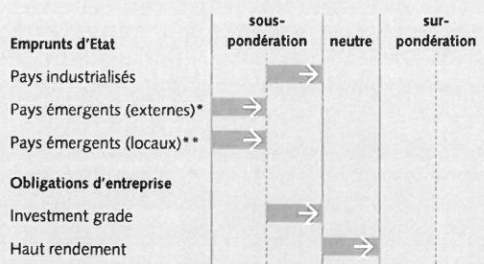
Liquidités

Parmi les devises, le billet vert conserve toutes nos faveurs. Nous avons également renforcé notre position en couronne suédoise dans les portefeuilles en franc suisse et en euro. Dans ce dernier, nous avons en outre ouvert une position en couronne norvégienne, devise appelée à profiter du renchérissement de l'or noir.



Obligations

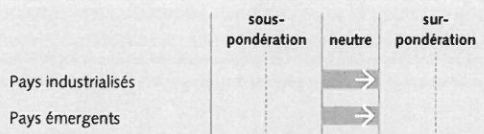
La prudence reste globalement de mise à l'égard de ce segment. Étant donné la hausse escomptée du coût de la vie, les obligations indexées sur l'inflation sont de loin les plus intéressantes. Y adjoindre quelques titres à haut rendement peut s'avérer judicieux si l'on en juge par la bonne tenue des prévisions conjoncturelles. En revanche, rien ne justifie à ce stade de s'engager sur le marché des obligations émergentes.



* en monnaie étrangère ** en monnaie locale

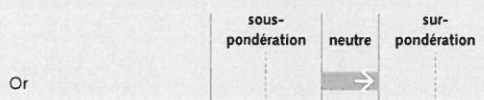
Actions

La liste de nos favoris s'enrichit d'un nouveau thème : les titres européens de l'énergie, qui conjuguent deux atouts de choix : des valorisations alléchantes et la perspective d'une remontée des cours du pétrole. Quoique légèrement réduite, notre position en titres bancaires suisses et américains occupe toujours une position centrale dans notre portefeuille. Quote-part inchangée pour les fleurons pharmaceutiques suisses, les entreprises US implantées dans les TIC, les actions canadiennes et les titres des secteurs « Global Leaders » et « Clean Technology ».



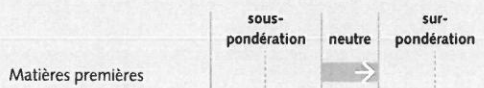
Or

Les métaux précieux présenteraient de l'intérêt en cas de stagflation mais ce scénario est peu probable pour l'heure. Nous reconduisons notre position neutre.



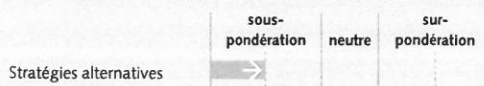
Matières premières

Des forces contraires sont toujours à l'œuvre dans cette classe d'actifs. Car si elle profite du renchérissement attendu des cours de l'or jaune et de l'or noir, elle subit aussi de plein fouet la vigueur retrouvée du billet vert. Raison pour laquelle nous maintenons à neutre la pondération de notre position.



Stratégies alternatives

Nous conservons à cette classe d'actifs sa « forte sous-pondération ». En effet, nous ne gagnerions rien à renforcer l'allocation des stratégies liquides alternatives.



2017 sera-t-elle une année décisive pour l'Europe ?

Christophe Bernard
Stratège en chef de Vontobel

À la mi-1946, dans un fameux discours tenu à Zurich, Winston Churchill avait appelé les nations européennes déchirées par la guerre à renaître de leurs cendres. Cette exhortation pourrait avoir présagé la création de l'Union européenne. Toutefois, il avait également recommandé que le Royaume-Uni se tienne à l'écart des « États-Unis d'Europe » naissants, une prophétie étrangement appropriée à la lumière du récent vote sur le « Brexit ». De nos jours, le sentiment est très répandu que l'Europe se trouve à un nouveau tournant de son histoire. Les tâches à accomplir sont certes très différentes d'il y a 70 ans, mais non moins exigeantes.

Les multiples défis auxquels est confrontée l'Europe conjurent une sombre image. L'anémie de la croissance économique, le fort endettement et les divergences structurelles entre le noyau de l'Europe et les zones dites périphériques sont assez épineux à eux seuls. Ces problèmes sont toutefois encore amplifiés par la décision britannique de quitter l'Union européenne et par la montée des mouvements politiques populistes opposés à l'Europe. Le projet européen s'en trouve clairement menacé.

Commençons par la situation politique. L'émergence des mouvements populistes à travers le continent (l'Alternative für Deutschland en Allemagne et le Front National en France, pour n'en nommer que quelques-uns) ou leur accession au pouvoir en Hongrie, en Pologne et en Grèce présentent un dénominateur commun. Qu'ils soient de droite ou de gauche, tous ces partis sont « anti-Bruxelles », considérant les institutions européennes comme antidémocratiques, biaisées en faveur du capitalisme sauvage et inefficaces dans les questions touchant à la migration et la sécurité. Comme en attestent les récentes élections présidentielles aux États-Unis, l'ascension du populisme ne se restreint pas à l'Europe. Les populistes embrassent généralement une vision en noir et blanc, distinguant entre le « vrai peuple » (le terme populisme est dérivé du latin « populus », ou « peuple ») et « le reste », ce dernier terme désignant des individus cosmopolites et supranationalistes, souvent adeptes tacites de l'ordre mondial libéral.

Un « rêve » européen unificateur fait cruellement défaut

Les causes de ce phénomène couvrent tout un éventail allant du niveau supranational jusqu'à l'échelon de l'individu :



Photo: Picture Alliance

L'Europe aurait bien besoin d'un visionnaire de la trempe de Winston Churchill.

premièrement, il manque au projet européen un objectif premier, une vision inspirante. L'argument selon lequel il a contribué à la paix depuis 1945 ne semble plus suffire de nos jours. Par défaut, le « rapetissement » de la France au sein de l'axe franco-allemand place trop de poids sur l'Allemagne, qui reste freinée par le joug de l'histoire et rechigne à mener. Deuxièmement, les membres de la Commission européenne ne sont pas élus, ce qui invite à la critique de leur légitimation démocratique. Maints bureaucrates européens de haut rang n'ont ni le charisme ni la dimension émotionnelle que possèdent indéniablement les leaders populistes. Enfin, l'émergence d'autocrates tels que Vladimir Poutine, Xi Jinping, Recep Tayyip Erdogan ou Donald Trump, qui considèrent généralement l'Europe comme structurellement faible, n'aide en rien.

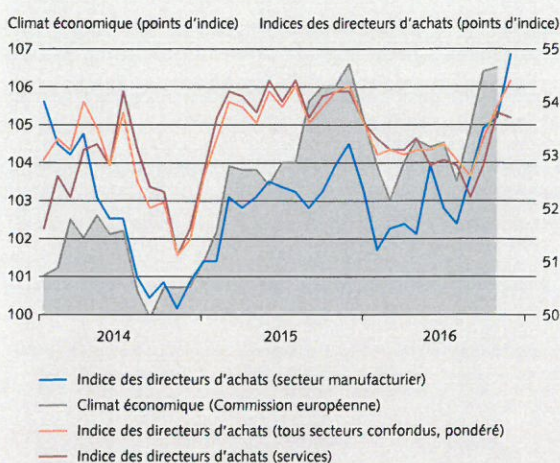
Cela dit, les partis populistes ont encore bien du chemin à faire. Par exemple, une victoire de Marine Le Pen, la candidate du Front National aux prochaines élections présidentielles françaises, semble très peu probable. En Allemagne, l'ordre politique établi sera très vraisemblablement maintenu. Angela Merkel semble devoir s'imposer cet automne, même si elle devait gouverner au sein d'une grande coalition forcément dilutive. En cas d'élections anticipées en Italie en 2017, un échec du Partito Democratico (PD) de l'ancien premier ministre Matteo Renzi face au parti de protestataires Movimento Cinque Stelle est loin d'être certain. Une coalition entre le PD et le parti d'un autre ancien dirigeant, Silvio Berlusconi, reste l'issue la plus probable. Mais les populistes vont presque certainement gagner du terrain aux Pays-Bas, où le dirigeant de l'extrême-droite Geert Wilders semble bien placé pour remporter les élections. Il ne devrait toutefois pas recevoir suffisamment de soutien de la part des partis politiques établis pour prendre les rênes.

La situation n'est pas aussi grave qu'on pourrait le croire

Abstraction faite du paysage politique, la situation économique est probablement meilleure qu'on ne le croit dans l'ensemble (voir le graphique 1). À ce jour, l'incertitude créée par le Brexit n'a exercé aucun impact visible sur la conjoncture, la croissance prévue pour 2017 restant aux alentours de 1,5%. Des obstacles de taille persistent toutefois. L'activité de prêt en Europe n'a pas encore repris, plombée avant tout par l'union bancaire inachevée. Par ailleurs, les doutes abondent toujours quant à la robustesse des fonds propres des banques, italiennes surtout. On constate une sorte de ruée bancaire au ralenti – un flux soutenu de capitaux depuis le sud vers le nord de l'Europe, et l'Allemagne en particulier – qui reflète un manque de confiance généralisé envers les pays périphériques de la zone euro (voir le graphique 2). Une telle situation ne peut que déplaire à la Banque centrale européenne (BCE).

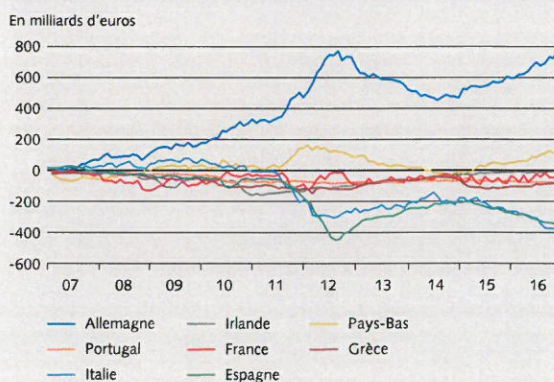
Enfin, les bourses de la zone euro stagnent depuis 2007 car, contrairement aux États-Unis, les bénéfices des entreprises demeurent encore bien inférieurs aux sommets atteints en 2007 et 2008. Un rétablissement sur ce front pourrait tou-

Graphique 1 : L'économie européenne est florissante malgré les incertitudes politiques



Source : Markit, Commission européenne, Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

Graphique 2 : L'Allemagne est la principale bénéficiaire des capitaux venant de la périphérie



D'après les comptes du système Target II de la BCE. Ces derniers reflètent les mouvements de capitaux au sein de la zone euro.

Source : sources nationales, banques centrales, Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

tefois s'avérer imminent. Parmi les facteurs positifs, citons l'accélération de l'inflation et de la croissance économique mondiale, ainsi que le rebond de la capacité bénéficiaire de secteurs durement touchés, tels que les banques et les pétrolières. À cela s'ajoute un euro faible et une BCE extrêmement accommodante, qui devrait selon nous attendre la mi-2019 avant de procéder au premier relèvement du taux de référence nul actuel sur les prises en pension. Nous estimons que ceci ouvre la porte à une expansion à deux chiffres des bénéfices par action pendant deux à trois ans. En conclusion : vu les incertitudes politiques et la faiblesse des résultats des entreprises, il n'est pas surprenant que les investisseurs mondiaux sous-pondèrent l'Europe, et la zone euro en particulier. Cependant, un pessimisme endémique peut constituer un signal d'achat, car les attentes défaitistes peuvent aisément être surpassées. Peut-être la zone euro sera-t-elle le marché créant la surprise cette année. ■

Des jalons importants pour l'avenir politique de l'Europe

Dr Reto Cueni
Senior Economist



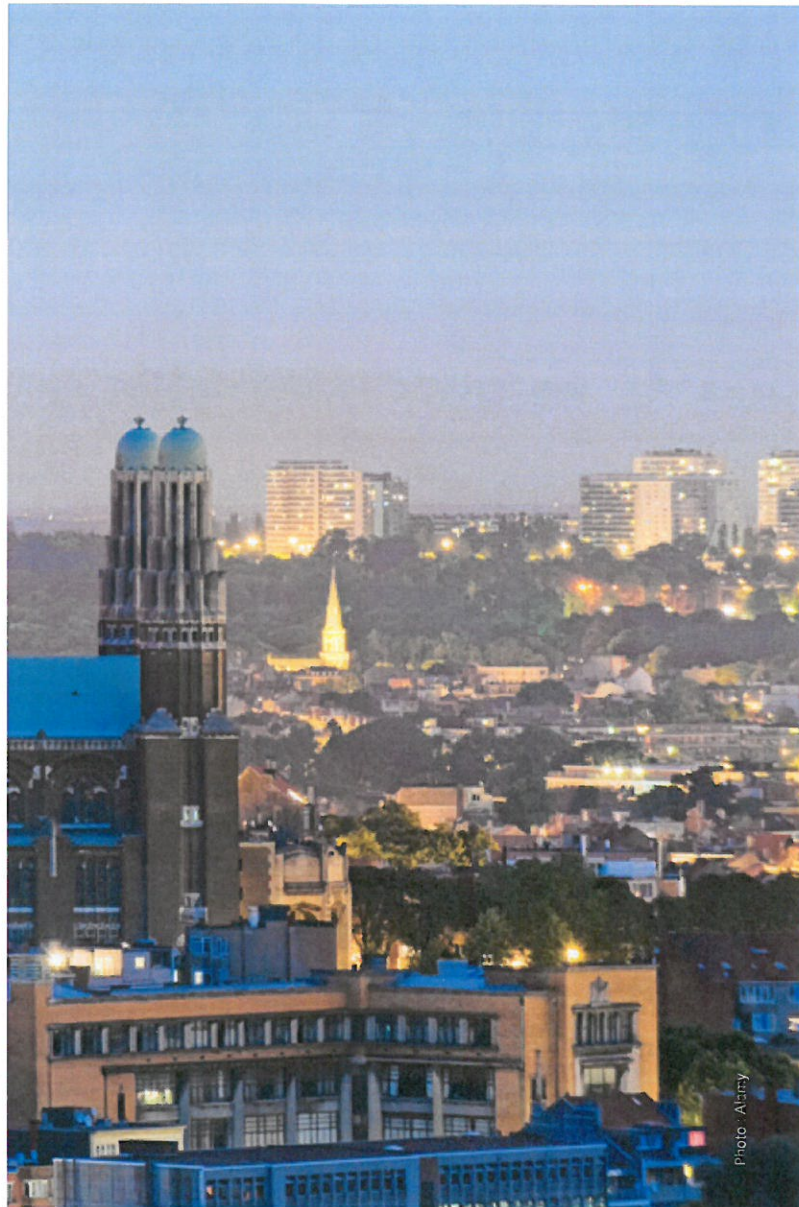
Bruxelles, cœur politique de l'Europe, est pour la première fois confrontée à la sortie d'un de ses grands États membres (photo : l'Atomium illuminé, un des

L'avenir économique des pays de la zone euro se jouera en grande partie sur le théâtre de la politique cette année, sachant que les intérêts particuliers des différents États du Vieux continent risquent fort de compliquer la donne. Pour l'heure, et contre toute attente, la conjoncture européenne se porte plutôt bien, en dépit du dossier ultrasensible du Brexit. Tour d'horizon des principaux paramètres à prendre en compte et de leurs possibles répercussions.

Malgré toutes les médisances, l'économie de la zone euro tire bien son épingle du jeu depuis que le verdict du référendum sur le Brexit est tombé en juin dernier. Baromètre de la confiance des ménages, indice des directeurs d'achats, tous les indicateurs avancés étaient au vert fin 2016 (voir également le graphique 1, à la rubrique Commentaire de marché, page 7). Les experts interrogés par l'Ifo le confirment : la conjoncture actuelle est pour le moins réjouissante (voir le graphique 1). Cependant, depuis le début de l'année, ils se montrent plus réservés quant à l'évolution de la situation au cours des deux prochains trimestres. Le décalage est d'ailleurs tel qu'il pourrait bien être le signe d'un optimisme par trop débridé.

Le fossé ne cesse de se creuser au sein de la zone euro

La zone euro a un talon d'Achille : les trajectoires à tout le moins contrastées de ses États membres. Des divergences conjoncturelles qu'il faudrait pourtant parvenir à résorber afin de parachever la construction d'une Europe commune, dotée d'une monnaie et d'une politique budgétaire uniques. Or, c'est tout le contraire qui se produit, comme en témoigne l'évolution des coûts unitaires de la main-d'œuvre (voir le graphique 2). Même si la tendance s'est quelque peu ralentie avec la crise de 2011/12, l'écart ne cesse de s'amplifier depuis l'avènement de l'euro en 1999. Les coûts salariaux induits par la fabrication d'un même produit ont ainsi renchéri de 44% en Italie, contre seulement 20% en Allemagne, alors même que le chômage outre-Rhin s'est établi en moyenne à 7,5% tandis qu'il culminait à presque 9,2% dans la péninsule. L'augmentation du coût du travail aurait donc logiquement dû être plus faible dans cette dernière. De même, la libre circulation des travailleurs aurait dû favoriser un nivellement des taux de chômage au cours des quinze dernières années. Il n'en a rien été. De 11,1% en janvier 1999, le nombre de sans emploi a légèrement grimpé à 11,6% aujourd'hui en Italie, alors qu'il a fondu de moitié en Allemagne, passant de 9% à 4,1%.



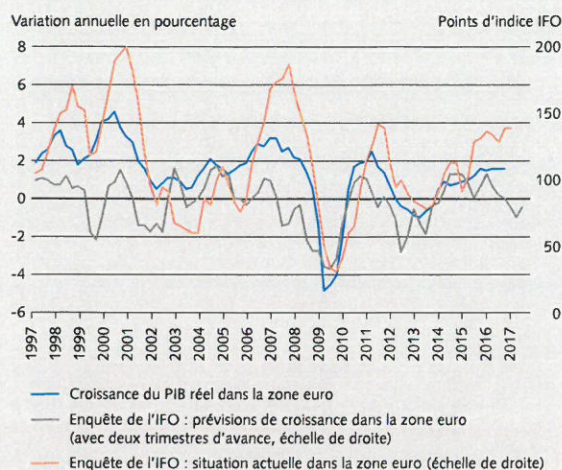
monuments symboliques de la capitale belge).

Loin de diminuer, les obstacles à l'harmonisation économique de la zone euro semblent se multiplier. Entraves administratives, barrières linguistiques, niveaux de formation hétérogènes : le long et difficile chemin de l'intégration reste semé d'embûches. Autre problème, la population européenne s'avère peu mobile, comparée à celle des États-Unis par exemple. La disparité des systèmes de sécurité sociale et des législations sur le travail – toujours du ressort des États – n'y est pas étrangère. Licencier un salarié est ainsi autrement plus compliqué en France et en Italie qu'en Allemagne. Sans doute eût-il été souhaitable d'instaurer un système fédéral reposant sur une décentralisation poussée, à l'image de la Confédération suisse, qui octroie des compétences élargies aux cantons. Mais une telle construction n'aurait eu de chance de fonctionner que si l'architecture de l'Union européenne avait été tout entière bâtie sur ce concept, ce qui n'est pas le cas.

Point de salut sur le front budgétaire

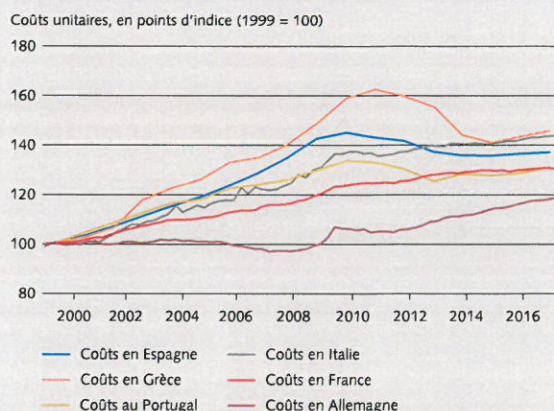
Malheureusement, les gouvernements actuels s'avèrent incapables de pousser plus avant l'intégration de la zone euro, trop occupés qu'ils sont à mener, à grand-peine, des réformes structurelles qui leur permettraient pourtant de réé-

Graphique 1 : Le Brexit vient brouiller les prévisions conjoncturelles d'après l'enquête de l'IFO



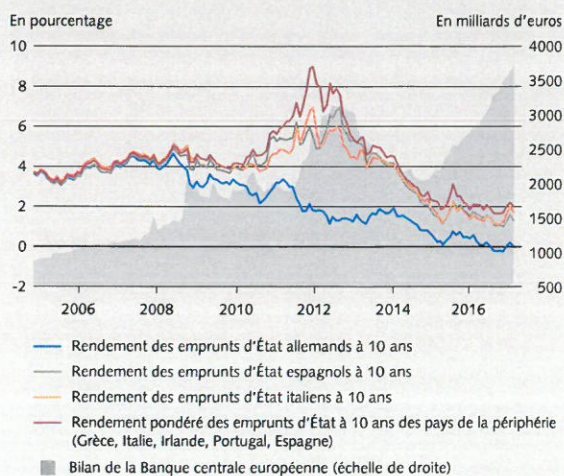
Source : Thomson Reuters Datastream, World Economic Survey, IFO, Eurostat, Vontobel Asset Management

Graphique 2 : Malgré la crise de l'euro, les coûts salariaux unitaires ne convergent pas



Source : Eurostat, Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

Graphique 3 : Hausse des rendements des emprunts d'État européens malgré le bilan record de la BCE



Source : BCE, Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

quilibrer leur marché du travail sur le plan juridique ou de pérenniser leurs régimes sociaux. De même, les tentatives visant à améliorer la situation à coups d'incitations budgétaires sont trop timorées ou soutenues par trop peu d'États.

En témoigne le fameux plan Junker, qui vise à injecter d'ici à 2020 plus de 500 milliards d'euros dans l'économie européenne sous forme d'investissements. L'enveloppe est colossale (presque 5% des performances économiques annuelles de la zone euro) et pourtant, à y regarder de plus près, seule une petite partie est effectivement dévolue à de nouveaux investissements. À peine 15% très exactement, d'après les calculs du groupe de réflexion Bruegel (Bruegel.org). Soit tout juste 19 milliards d'euros par an pour la période comprise entre 2017 et 2020, l'équivalent de 0,2% du PIB total de la zone euro. Autant dire une goutte d'eau, même si la somme est loin d'être négligeable. Elle ne suffira pas, en tout état de cause, à gommer les disparités criantes qui subsistent entre les États membres. Et si le plan Junker a le mérite d'exister, ce n'est pas le cas de l'autre initiative de relance budgétaire lancée par la Commission européenne à l'automne dernier, et censée stimuler la croissance à l'échelle de l'Union via une augmentation des dépenses publiques. La proposition de l'exécutif européenne s'est en effet heurtée à l'opposition des ministres des finances de la zone euro et à l'hostilité conjuguée de l'Allemagne et des Pays-Bas, deux pays dont les économies tournent actuellement à plein régime et dont les gouvernements sont acquis au dogme de l'austérité budgétaire.

Pas de miracle non plus du côté de la politique monétaire

Les mesures d'assouplissement monétaire déployées depuis bientôt quatre ans par la Banque centrale européenne (BCE) pour soutenir l'activité économique voient leurs effets s'amoindrir au fil du temps, sans pour autant entraîner de convergence durable entre les États membres de la zone euro. Pire, aux dires de certains experts, cet expansionnisme à outrance nuit plus qu'il ne bénéficie aux efforts de convergence de la Commission européenne, dans la mesure où il n'incite guère les pays à entreprendre les réformes nécessaires. Les disparités croissantes au sein de la zone euro se manifestent également dans les comptes du fameux système Target II. Ce système de règlement entre les pays de la zone euro fait clairement apparaître un creusement des déséquilibres (voir le graphique 2, à la rubrique Commentaire de marché, page 7) : on observe ainsi des transferts massifs de ressources depuis les pays de la périphérie (Italie, Espagne) vers les pays réputés sûrs, comme l'Allemagne. Le signe que la confiance dans l'avenir de l'euro fond comme neige au soleil. Une défiance dont la BCE s'est rendue en grande partie responsable en gonflant démesurément son bilan et en faisant tourner la planche à billets pour racheter aux banques les emprunts émis par les différents pays membres de la zone euro. Ces mesures d'assouplissement quantitatif ont certes permis à la BCE de réduire les écarts de rendement (spreads) entre les pays de la périphérie comme l'Italie et les pays du noyau dur comme l'Allemagne, mais à quel prix. Son bilan a plus que triplé depuis l'éclatement de la crise financière (voir le gra-



Des drapeaux qui flottent dans la même direction mais des États parfois désunis.

phique 3, page 9). Autre déception pour la Banque centrale européenne et son président Mario Draghi : la hausse sensible qu'ont déjà enregistrée les rendements des emprunts d'État depuis la dernière conférence de presse de la banque en décembre malgré l'annonce d'une reconduction du programme d'achats obligataires jusqu'à la fin de 2017. En même temps Mario Draghi était justement obligé de communiquer que le volume des rachats se réduirait pour la première fois de 80 à 60 milliards d'euros par mois en avril prochain. Il est vrai que d'autres paramètres entrent également en ligne de compte, comme les futures orientations budgétaires de l'administration Trump, avec une probable augmentation des dépenses publiques synonyme de remontée des rendements américains. Les mesures d'assouplissement quantitatif de la BCE n'en sont pas moins promises à une fin prochaine, compte tenu de la flambée inflationniste prévue début 2017 dans la zone euro, pour cause de stabilisation des prix du pétrole. À cela s'ajoutent la bonne tenue surprenante de la conjoncture européenne et les risques croissants liés à la politique monétaire actuelle (formation d'une bulle immobilière). Même si la BCE n'envisage de mettre un terme à son programme qu'en 2018 et ne relève son taux directeur qu'en 2019, les discussions engagées sur le sujet suffiront à creuser un peu plus le différentiel de rendement et à faire grimper les taux dans les pays de la zone euro dès cette année. Si l'on superpose la courbe de rendement des bons du Trésor américain à 10 ans et celle de leurs pendants allemands à partir de la date de l'annonce d'une réduction de l'assouplissement quantitatif (à savoir mai 2013 pour la Fed et décembre 2016 pour la BCE), force est de constater que les Bunds ont toutes les chances de voir leurs rendements monter en flèche eux aussi (voir le graphique 4). Aussi anticipons-nous un rendement de 0,7% pour les emprunts allemands d'ici à un an.

Les intérêts particuliers des États, un défi majeur pour l'UE

Attendre pour 2017, de la part des poids lourds de l'Union européenne, un quelconque élan réformateur ou favorable à un surcroît de convergence nous semble malheureusement vain. La faute en incombe à un agenda politique particulièrement chargé : élections en mars aux Pays-Bas, en avril/mai et juin en France et à l'automne en Allemagne. Autant de scru-

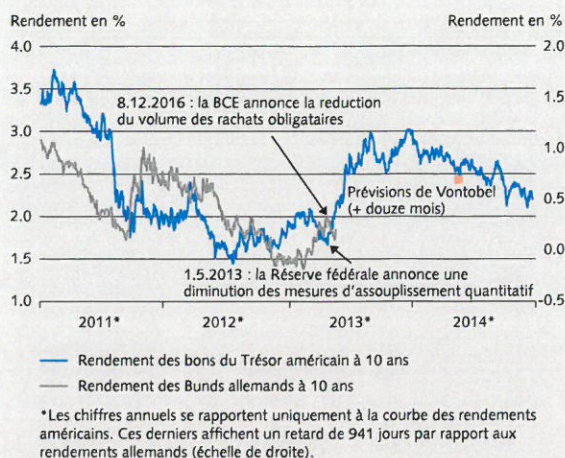
tins propres à étouffer dans l'œuf tout embryon de changement. Or cette paralysie perdure habituellement jusqu'à l'entrée en fonctions du nouveau gouvernement, soit fin 2017 dans le cas de l'Allemagne. Autre ombre au tableau européen, les craintes qui entourent la stabilité politique – toute relative – de l'Italie, malgré l'instauration d'un « gouvernement de transition », et qui pourraient se raviver lors des élections de la mi-année. Même si les partis anti-Europe et anti-euro, au nombre desquels le Front National en France et le Mouvement 5 Étoiles en Italie, ne nous semblent pas en mesure de bouleverser le paysage politique européen, ces élections et l'insécurité rampante qu'elles portent en germe risquent de donner lieu à des remous sur la scène européenne. Cause aggravante, l'entame des négociations de sortie de la Grande-Bretagne hors de l'UE et les contours – à tout le moins flous – des relations futures avec les États-Unis cristallisent eux aussi nombre d'inquiétudes. Le départ de la Grande-Bretagne sera la source de bien des émois politiques, même si les enjeux économiques sont nettement plus importants pour l'État insulaire que pour l'UE (voir les graphiques 5 et 6).

En effet, à en juger d'après la seule banque de données exhaustive englobant non seulement le commerce des biens mais aussi des services (établie pour la dernière fois en 2011 par l'OCDE) et corrigée des données sur les biens intermédiaires, pas moins de 24% de la richesse totale créée par la Grande-Bretagne est exportée à l'étranger, dont 41% environ sont consommés ou investis dans l'UE, soit au total près de 10% de la création globale de valeur. Si l'on considère en revanche la création de valeur des cinq grandes puissances économiques de l'UE (Allemagne, France, Italie, Espagne et Pays-Bas), en y ajoutant l'Irlande en raison de sa proximité géographique avec la Grande-Bretagne, ces pays exportent seulement 18% de la richesse qu'ils créent, dont un petit 10% vers le Royaume-Uni – soit moins de 2% de leur création globale de valeur. Désormais, il incombe à Bruxelles la lourde tâche de dompter les intérêts particuliers de ses États membres – si possible sans provoquer de graves dissensions internes et en évitant toute nouvelle estocade portée à ses efforts d'intégration, notamment de la part des pays issus de l'ancien bloc de l'Est – et, ce faisant, de montrer qu'une adhésion à l'UE vaut son pesant d'or et qu'aucun cadeau ne sera fait à tout État sortant.

Des marchés financiers encore dominés par la politique en 2017

Disons pour résumer que les dés politiques seront en partie jetés dès le début de l'année. En ce mois de janvier, la Cour constitutionnelle italienne doit se prononcer sur la validité de la nouvelle loi électorale (Italicum) et la Cour suprême du Royaume-Uni sur le droit de codécision du Parlement lors du démarrage du processus de sortie de la Grande-Bretagne hors de l'UE. Mars, mois d'élections aux Pays-Bas, donnera aussi – aux dires de Theresa May, premier ministre de l'Angleterre – le coup d'envoi des négociations du Brexit. L'économie de la zone euro est pour l'heure intacte. Il faut dire que la reprise conjoncturelle mondiale, dont le moteur américain s'emballe au point de vrombir jusque dans les pays émer-

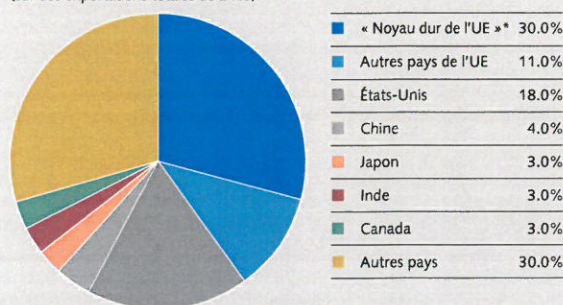
Graphique 4 : Comme aux USA en 2013, les rendements allemands devraient grimper en 2017



Source : Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

Graphique 5 : L'UE absorbe l'essentiel de la valeur ajoutée exportée par la Grande-Bretagne

Pourcentage de la valeur ajoutée exportée par la Grande-Bretagne (sur des exportations totales de 24%)

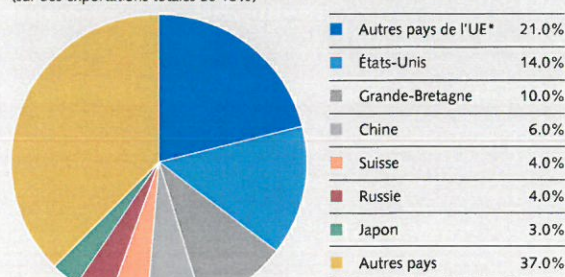


* regroupe l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, l'Irlande et les Pays-Bas

Source : OCDE EVA, Vontobel Asset Management

Graphique 6 : La Grande-Bretagne absorbe peu de la valeur ajoutée exportée par le noyau dur de l'UE

Pourcentage de la valeur ajoutée exportée par le noyau dur de l'UE (sur des exportations totales de 18%)



* Les États membres hormis la Grande-Bretagne, l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne, l'Irlande et les Pays-Bas

Source : OCDE EVA, Vontobel Asset Management

gents (voir la rubrique Macro highlights en page 12), est de nature à lui faire franchir le cap des querelles politiques intestines sans trop de casse sur le plan économique. Tel est en substance le scénario que nous envisageons actuellement. ■



La conjoncture mondiale à la remorque des États-Unis - l'économie tourne à plein régime outre-Atlantique même si l'heure est au protectionnisme.

Accélération aux États-Unis, stabilité dans la zone euro et décélération en Chine

Dr Sven Schubert, Spécialiste Investment Strategy Currencies

Dr Ralf Wiedenmann, Directeur Economic Research

Comparé à 2016, la croissance devrait en 2017 passer la surmultipliée aux États-Unis, croître à rythme quasi constant dans la zone euro et ralentir légèrement en Chine, conformément au souhait des autorités pékinoises.

Dès lors, nous avons choisi de braquer les projecteurs, dans l'édition de janvier 2017, sur les deux plus grandes économies de la planète, l'Amérique et la Chine.

L'industrie en plein essor

Si, entre 2012 et 2015, la croissance américaine a très nettement supplanté celle de la zone euro, en 2016 les deux grands blocs économiques ont progressé quasiment à l'unisson, de quelque 1,5%. Plombée par des performances en dents de scie, l'industrie manufacturière a eu du fil à retordre

jusqu'en août 2016 outre-Atlantique. Le redressement de l'indice américain des directeurs d'achat à partir de septembre 2016 tient, selon nous, à deux facteurs. D'abord, l'ascension du cours du pétrole qui, depuis son plancher de janvier 2016, a alimenté la demande – jusque-là anémiée – du secteur de l'énergie en machines-outils. S'y sont ensuite ajoutées les perspectives de bénéfices que les entreprises américaines ont entrevues dans le programme de relance de Donald Trump. Tout concourt donc à ce que l'économie de la plus grande nation industrielle gagne cette année en puissance. Dans la zone euro, l'indice des directeurs d'achat s'est maintenu depuis 2015 à un solide niveau. Depuis septembre 2016, les indices des directeurs d'achat respectifs des États-Unis, de la zone euro, de la Chine et du Japon ont repris simultanément, pour la première fois depuis bien longtemps, le chemin de la

hausse (voir le graphique 1). Toute euphorie dans la zone euro serait néanmoins prématurée, tant la croissance y est suspendue au verdict des urnes dans plusieurs pays membres ainsi qu'à la sortie prochaine de la Grande-Bretagne hors de l'UE. Raisons pour lesquelles nous n'anticipons aucune accélération de la conjoncture européenne en 2017.

Chine : sans intervention de Pékin, la bulle immobilière risque d'éclater.

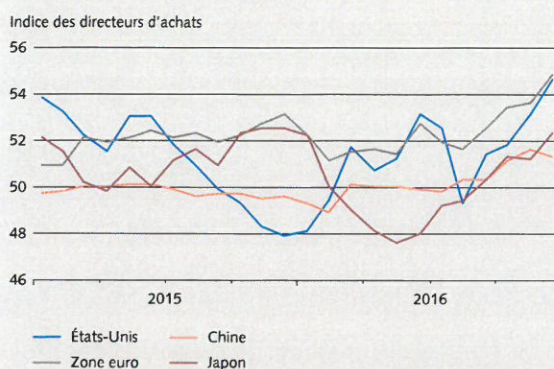
États-Unis : regain d'inflation à l'horizon

Depuis novembre 2015 déjà, l'inflation sous-jacente (autrement dit hors énergie et alimentation) ressort, de l'autre côté de l'Atlantique, à plus de 2%. La faiblesse du taux d'inflation global était entretenue par l'effondrement persistant des prix de l'énergie, à l'instar du pétrole qui, voici un an à peine, crevait son cours plancher. Depuis, la tendance s'est inversée. Au point que le renchérissement annuel de la composante énergétique dans l'indice des prix à la consommation – encore largement négatif en janvier 2016 (-34,7%) – devrait grimper à 19,5% d'ici à février. Quant au socle d'inflation, il devrait lui aussi s'inscrire en hausse. Tout simplement parce qu'avec un taux de chômage à 4,6%, l'économie américaine frise le plein emploi et qu'elle pourrait – surtout si elle profite à plein du levier conjoncturel actionné par l'administration Trump – accélérer la hausse des salaires. Autant de facteurs propres à porter la moyenne annuelle de l'inflation, en 2017, au-delà de la barre des 3%.

Chine : les risques des marchés financiers dans le viseur

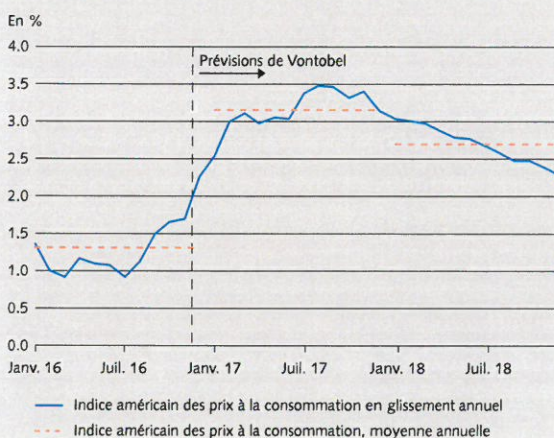
Le géant asiatique est, pour l'heure, en meilleure posture que ne le prédisaient les augures. Les indicateurs avancés de l'industrie manufacturière comme du secteur des services tutoient des sommets sans précédent depuis plusieurs années. Gageons dès lors que les autorités auront désormais pour principale préoccupation de dompter un marché de l'immobilier en surchauffe dans bien des villes (voir le graphique 3) et de fermer les « entreprises zombies » non rentables. Une tâche à laquelle Pékin ne semble s'être, jusqu'ici, que partiellement attelé. Toujours est-il que les dernières déclarations du président Xi Jinping, selon lesquelles l'objectif de croissance de 6,5% de l'Empire du Milieu n'est pas gravé dans l'airain, nous confortent dans nos prévisions. Aussi tablons-nous sur un tassement de l'économie chinoise, qui passerait ainsi d'une croissance de 6,7% actuellement à 6,4% en 2017, puis à 6,2% en 2018. Un scénario qui, s'il venait à se concrétiser, verrait le yuan se déprécier encore davantage, surtout si les États-Unis se mettent à taxer les importations chinoises. ■

Graphique 1 : Reprise simultanée de l'industrie manufacturière dans le monde



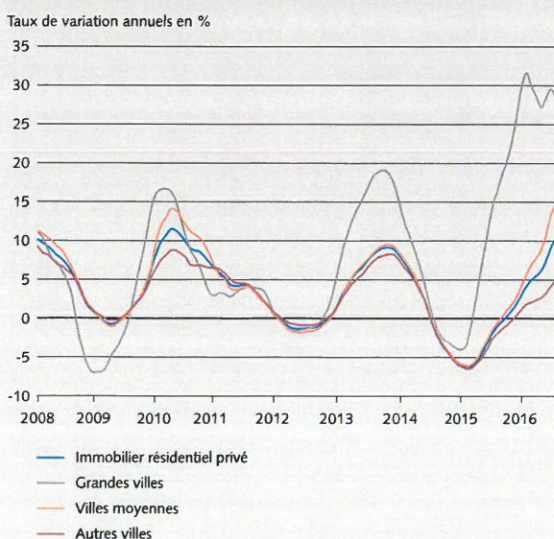
Source : Institute for Supply Management (ISM), Markit, Bureau National Chinois de la Statistique (NBS), Nikkei, Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

Graphique 2 : L'inflation américaine sera dopée par la hausse de l'énergie et des salaires en 2017



Source : Bureau of Labor Statistics, Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

Graphique 3 : Dompter les prix de l'immobilier des grandes villes, telle est la priorité en Chine



Source : Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

« High yield » : dopé par les prix pétroliers, la croissance et le recul des défaillances

Fabrizio Basile, CFA
Directeur Fixed Income Strategy

Une hausse des taux d'intérêt due à l'éclaircie des perspectives de croissance ne nuit pas forcément aux obligations d'entreprise à haut rendement. De fait, cette catégorie d'actifs n'est que peu sensible aux taux. Ceci est d'autant plus vrai dans la situation actuelle, qui se caractérise par un rendement total attribuable à 75% aux écarts de crédit et à 25% seulement aux taux d'intérêt.

Trois facteurs majeurs suggèrent une bonne performance des obligations à haut rendement en 2017 : la stabilisation des prix pétroliers, l'accélération de la croissance aux États-Unis et le recul prévu des taux de défaillance. Ces trois éléments sont interdépendants, le dernier d'entre eux évoluant essentiellement dans la foulée des deux premiers. Notre optimisme concernant les prix de l'énergie et l'économie mondiale nous amène à anticiper des écarts de crédit stables ou en léger recul dans le segment du haut rendement. Ce dernier devrait donc pouvoir dégager un bon résultat en 2017, avec une performance totale proche du rendement de 6% prévu pour l'indice.

Table rase après une vague de défaillances d'entreprises

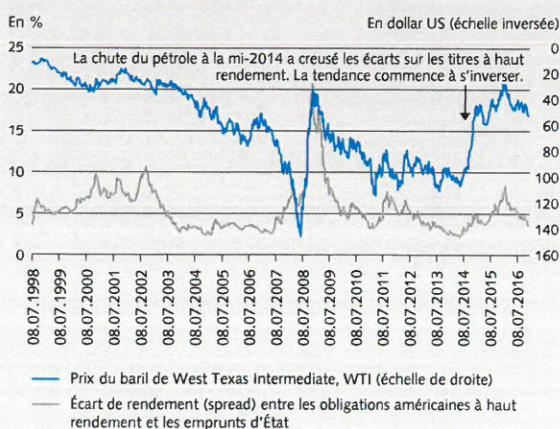
Dans le courant de 2016 déjà, la consolidation des prix du pétrole a contribué à une excellente performance des obligations à haut rendement. Les défaillances d'entreprises occasionnées par les bas prix de l'or noir ont passé le sommet dans le courant de l'année, le marché étant dopé par l'embellie des perspectives. Par ailleurs, la vague de défauts de paiement constatée en 2015 et 2016 chez les produc-

teurs d'énergie a éliminé du marché les émetteurs obligataires les plus fragiles, posant les jalons pour une progression plus robuste. Comme le montre la figure 1, les écarts du haut rendement tendent à évoluer dans le sens contraire du cours du pétrole.

Des prix de l'énergie stables ou en légère hausse, alliés à l'accélération prévue de la croissance américaine, devraient se traduire par une diminution des défaillances des entreprises dans le segment du haut rendement – une catégorie dans laquelle les sociétés énergétiques ont un poids considérable. Selon l'agence de notation Moody's, le taux de défaillance correspondant aux États-Unis va reculer de plus de 5% à 4% en 2017. Certains acteurs du marché fortement centrés sur le haut rendement, tels que Merrill Lynch, pronostiquent même une réduction à quelque 2,5% sur la période (voir la figure 2).

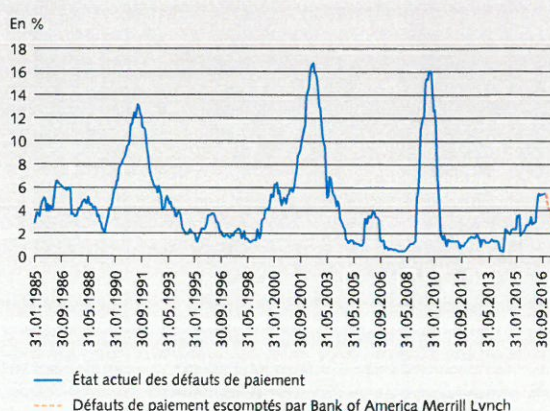
En règle générale, maints investisseurs adoptent une attitude prudente face au marché obligataire dès que les taux d'intérêt prennent le chemin de la hausse, à mesure que la recherche de rendement perd de l'attrait. Un tel scénario, probable aux États-Unis en 2017, pourrait certes peser aussi sur la performance du segment du haut rendement, mais nous ne le pensons pas. En effet, ces obligations sont relativement insensibles aux taux d'intérêt, car leurs écarts tendent à se resserrer lorsque les taux augmentent. Ce mouvement inverse assure une certaine constance des prix des emprunts à haut rendement même en périodes de taux d'intérêt en hausse. ■

Graphique 1 : Le pétrole et les écarts high yield varient



Source : Barclays, Bloomberg, Vontobel Asset Management

Graphique 2 : Recul des taux de défaut de paiement



Source : Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Vontobel Asset Management

Actions européennes : grand écart entre bénéfices en hausse et risques politiques

Andreas Nigg, CFA
Directeur Equity & Commodity Strategy

Depuis l'éclatement de la dernière grande crise financière, le marché boursier européen a souvent évolué dans l'ombre de son pendant américain. Pourtant, leur valorisation relative plaide désormais en faveur des actions européennes, malgré les incertitudes politiques (élections en Allemagne et en France) qui planent sur l'avenir des places financières du Vieux continent.

L'année 2016 a été émaillée de revirements politiques sur les deux rives de l'Atlantique avec, à la clé, des dynamiques diamétralement opposées. Si la décision des Britanniques de quitter le giron de l'UE a déclenché, du moins au début, un vent de panique, l'élection de Donald Trump au poste de 45^e président des États-Unis a suscité une véritable euphorie. Une dualité dans laquelle se sont également inscrites les données fondamentales : doublement, depuis 2009, des bénéfices des entreprises en Amérique contre stagnation des profits dans la zone euro ; remarquable agilité des banques américaines à amortir les créances douteuses et acquérir des capitaux mais difficulté de l'Europe – à l'image de l'Italie – à opérer pareil redressement.

Les bénéfices européens passent la surmultipliée

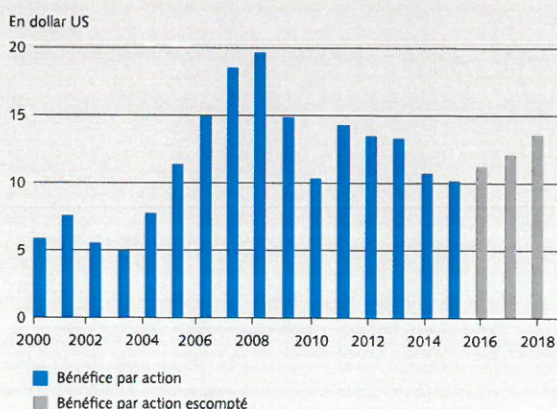
Le fossé commence à vrai dire à se combler. En 2016, les deux grands blocs économiques ont progressé quasiment à l'unisson. Cette année, les entreprises européennes pourraient même damer le pion à leurs homologues américains en termes de bénéfices. À cela deux raisons : d'abord, l'Euro

pe est – radiographie des derniers indicateurs conjoncturels à l'appui – l'un des principaux bénéficiaires de l'embellie conjoncturelle mondiale. Ensuite, la dépréciation de la monnaie unique pourrait doper les exportations, allemandes notamment. La révision des prévisions de bénéfices – c'est-à-dire l'ajustement du rapport entre projections positives et négatives – met en lumière l'excellent positionnement d'une pléiade de pays européens. Un signal d'autant plus encourageant qu'il corrobore notre scénario de relance de la dynamique bénéficiaire des entreprises.

Le climat politique européen recèle bien des dangers

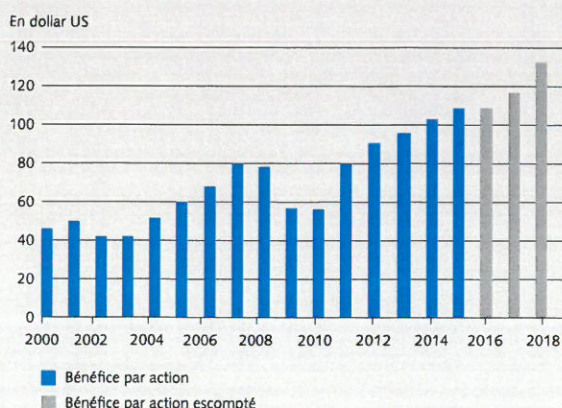
La prudence reste de mise car l'agenda électoral européen de 2017 est particulièrement chargé, non seulement en France et en Allemagne mais aussi aux Pays-Bas. Autres épines dans le pied européen : l'Italie en proie à une crise gouvernementale depuis la démission de Matteo Renzi, le gouvernement britannique désireux d'accélérer le processus de sortie de l'UE et, dernier point mais non des moindres, l'absence de toute tendance claire dans les sondages d'opinion préélectorales, à l'image de ceux réalisés en amont du référendum sur le Brexit ou de la présidentielle américaine. Or tant qu'ils subsisteront, ces remous politiques mettront probablement à mal – malgré un contexte plutôt porteur – la pérennité de la hausse qu'enregistrent les actions européennes. À l'inverse, si aucune mauvaise surprise ne vient ternir l'issue de tous ces scrutins, les bourses du Vieux continent devraient avoir le vent en poupe. ■

Graphique 1 : Les bénéfices européens stagnent



Source : IBES, Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

Graphique 2 : Forte croissance des entreprises américaines



Source : IBES, Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

Pétrole : peu d'espace au déla de 60 USD – redressement prochain de l'or?

Stefan Eppenberger, CFA
Investment & Commodity Strategist

Cela fait quelques semaines que les prix pétroliers affichent une tendance haussière, avant tout grâce à la réduction générale de la production décidée en novembre 2016 par l'OPEP. Cependant, vu l'accélération prévisible de la production aux États-Unis, un prix nettement supérieur à 60 dollars le baril ne nous paraît guère durable. Nous sommes bien plus optimistes concernant l'évolution des métaux précieux dans les prochains mois.

Le 30 novembre, l'Organisation des pays producteurs de pétrole (OPEP) avait surpris en annonçant que les pays membres comptaient réduire leur production, ce pour la première fois depuis 2008. Cette décision a déclenché une avance impressionnante des cours du pétrole en fin d'année, renforcée encore par la baisse de production envisagée par des pays non membres de l'OPEP, à commencer par la Russie. Il se peut que les problèmes financiers croissants rencontrés par maints États aient joué un rôle à cet égard. Nous estimons toutefois que le facteur décisif réside plutôt dans le rythme de production effréné de la plupart des pays de l'OPEP (voir le graphique 1 et l'Investors' Outlook de septembre). Ce n'était qu'une question de temps jusqu'à ce que ces nations atteignent leurs limites en termes de volume. Comme la demande continue de grimper chaque année d'un million de barils par jour, les perspectives pour les prix pétroliers paraissent prometteuses.

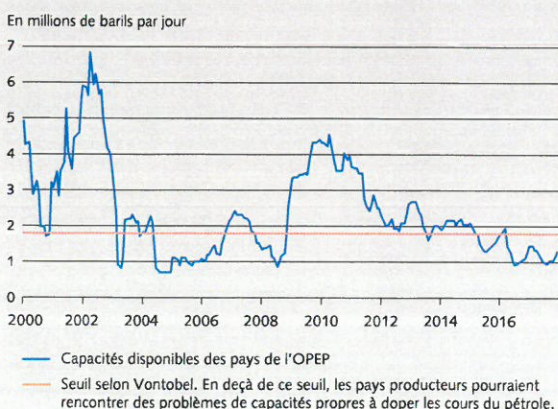
Faut-il donc s'attendre à des prix entre 70 et 80 dollars en 2017 ? Très probablement pas. Les grands bénéficiaires de la récente entente de l'OPEP, les producteurs américains

de pétrole de schiste, vont profiter des cours en hausse pour reprendre la production à plus grande échelle. Ceci devrait maintenir le prix de l'or noir aux alentours de 60 dollars dans les prochains mois.

Les investisseurs téméraires peuvent envisager l'achat d'or

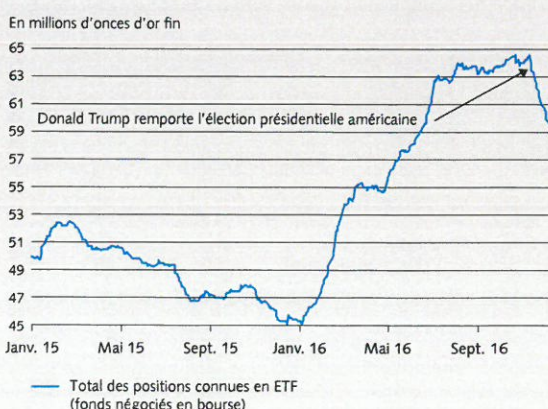
Alors que les prix de l'énergie et des métaux ont fortement augmenté sous l'effet d'un optimisme conjoncturel accru, les métaux précieux ont connu une évolution inverse au cours du dernier trimestre. Depuis le début octobre 2016, le cours de l'or a cédé plus de 200 dollars pour s'établir aux environs de 1131 USD par once d'or à la fin de l'année. Ce repli s'explique par les attentes selon lesquelles le gouvernement Trump s'avérera bénéfique pour l'économie américaine. En conséquence, les investisseurs ont boudé les ETF sur l'or (voir le graphique 2). Les mesures de relance des gouvernements ont fait grimper les taux d'intérêt, ce qui accroît l'attrait des autres classes d'actifs par rapport à l'or, qui ne génère pas d'intérêts. Selon cette logique, les prévisions des taux d'intérêt réels aux États-Unis sont donc essentielles pour estimer la trajectoire future du prix du métal jaune. Pour l'année qui vient, nous anticipons une nette accélération de l'inflation outre-Atlantique, tandis que les taux du marché à dix ans ne devraient plus grandement progresser. La baisse résultante des taux d'intérêt américains réels devrait ainsi donner un nouvel élan à l'or. Vu la récente chute de prix et le pessimisme extrême des investisseurs, le niveau de cours actuel nous paraît constituer, pour les investisseurs courageux, un point d'entrée intéressant sur le plan tactique également. ■

Graphique 1 : Limites bientôt atteintes pour l'OPEP



Source : EIA, Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

Graphique 2 : Chute des ETF sur l'or depuis Trump



Source : Bloomberg, Vontobel Asset Management

La couronne suédoise compte parmi nos favoris

Dr Sven Schubert

Spécialiste Investment Strategy Currencies

A court terme, le dollar américain devrait bénéficier d'un « effet Trump ». Les monnaies scandinaves semblent également devoir s'inscrire au nombre des gagnants en 2017, notamment face à l'euro et à la livre britannique. Ces deux dernières devises sont soumises à des risques politiques considérables, du moins en début d'année.

Le dollar américain profite de la double impulsion provenant de l'assouplissement prévu de la politique budgétaire aux États-Unis et de la possibilité de mesures protectionnistes. Une relance budgétaire accroîtrait encore les attentes de hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, et des taxes à l'importation réduiraient la demande de produits étrangers et donc de devises, ce qui soutiendrait en fin de compte le billet vert. Toutefois, ce dernier n'a plus grande marge haussière par rapport au franc suisse et à l'euro surtout. D'une part, nous pensons que la Banque centrale européenne (BCE) va progressivement mettre un terme à son programme d'achat d'obligations d'ici la fin 2017. D'autre part, toute barrière au commerce érigée par les États-Unis et profitant au dollar risque fort de ne pas survivre aux mesures de rétorsion à prévoir de la part de pays tels que la Chine. Ces deux facteurs devraient se traduire à moyen terme par un redressement du taux de change EUR/USD.

Le gouvernement britannique va probablement entamer la procédure de « Brexit » à la fin du premier trimestre, et l'on peut s'attendre ensuite à des négociations difficiles avec l'UE sur la structuration des accords commerciaux futurs. C'est là une raison de plus qui nous motive à anticiper un repli de

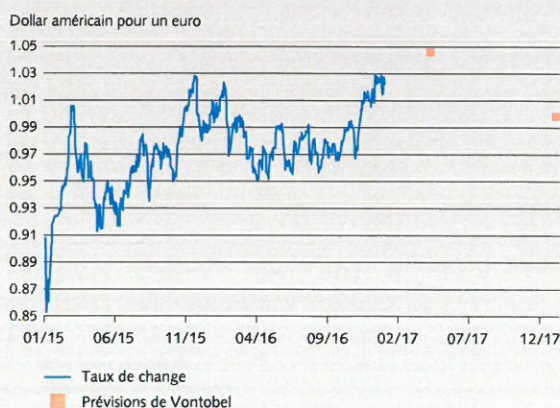
l'euro à court terme. La livre sterling devrait cependant s'en trouver encore plus fortement touchée, et le risque nous paraît grand de la voir descendre vers les planchers de novembre 2016 (voir le graphique 1). De tels niveaux représenteraient des points d'entrée intéressants, car la livre est aujourd'hui déjà extrêmement sous-évaluée.

En revanche, la pression haussière sur le franc suisse se maintient. Aucun affaiblissement face à l'euro n'est à prévoir, car l'économie suisse se porte trop bien et l'excédent de la balance commerciale est trop élevé. À cela s'ajoute le fait que, depuis le déclenchement de la crise de l'euro en 2008, les produits de l'excédent commercial helvétique sont rapatriés en plus grande proportion par les exportateurs. La crise bancaire non résolue et les élections prochaines dans la zone euro laissent présager une poursuite de cette tendance en 2017 également. Seule la perspective d'un arrêt de la politique monétaire expansionniste par la BCE en décembre pourrait soulager la pression sur le franc.

Les devises scandinaves à l'honneur

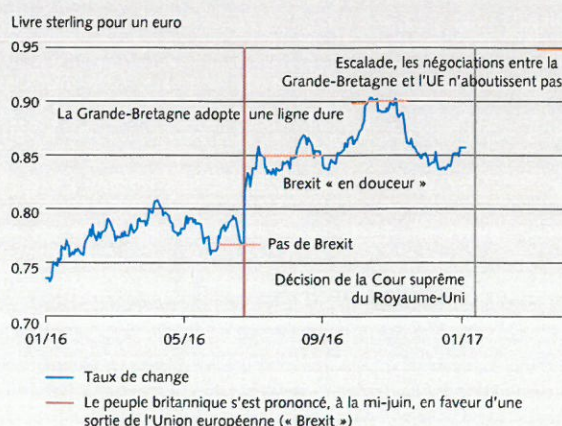
La banque centrale suédoise a récemment émis des signaux suggérant un abandon graduel de son programme d'achat d'obligations. Trois des six membres de son comité se sont prononcés contre une prolongation de ce programme jusqu'à l'été 2017. La robuste économie de la Suède et la nette sous-évaluation de sa monnaie représentent des arguments d'achat convaincants en faveur de la couronne suédoise. Pour sa part, la couronne norvégienne devrait profiter des anticipations d'accélération des prix pétroliers. ■

Graphique 1 : Fin de l'essor du dollar en 2017 ?



Source : Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

Graphique 2 : La livre s'effrite à la veille du Brexit



Source : Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management

Conjoncture et marchés financiers 2015–2018

La liste suivante présente les valeurs effectives, cours de change et prix pour le produit intérieur brut (PIB), l'inflation et les prévisions d'inflation, les taux directeurs, les emprunts d'État à dix ans, les taux de change et les matières premières pour les années 2015 à 2016, ainsi que les prévisions de Vontobel pour les années 2016 et 2018.

	2015	Prévision 2016	Actuel	Prévision 2017	Mois précédent	Prévision 2018	Mois précédent
PIB (en %)							
Zone euro	1.9	1.6	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7
États-Unis	2.6	1.6	1.7	2.5	2.5	2.4	2.4
Japon	1.3	0.8	1.0	1.1	1.1	0.9	0.9
Royaume-Uni	2.2	1.7	2.3	0.7	0.7	0.9	0.9
Suisse	0.8	1.4	1.4	1.5	1.5	1.8	1.8

Inflation / prévision d'inflation (en %)							
Zone euro	0.0	0.3	0.6	1.5	1.5	1.5	1.5
États-Unis	0.1	1.3	1.7	3.2	3.2	2.7	2.8
Japon	0.8	-0.2	0.5	0.5	0.5	1.0	1.0
Royaume-Uni	0.0	0.7	1.2	2.4	2.2	2.2	2.2
Suisse	-1.1	-0.4	-0.3	0.5	0.6	0.8	0.8

	2015	2016	Actuel	Prévision 3 mois	Mois précédent	Prévision 12 mois	Mois précédent
Taux de la banque centrale (en %)							
EUR	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
USD	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	1.50	1.25
JPY	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
GBP	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
CHF	-0.76	-0.73	-0.73	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
AUD	2.00	1.50	1.50	1.45	1.45	1.35	1.30

Rendement des emprunts d'État à dix ans (en %)							
EUR (Allemagne)	0.6	0.1	0.2	0.1	0.2	0.7	0.6
EUR (GIPSI)	2.0	2.0	2.0	2.3	2.1	2.9	2.6
USD	2.3	2.4	2.5	2.5	2.1	3.0	2.7
JPY	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0
GBP	2.0	1.2	1.3	1.5	1.4	1.9	1.6
CHF	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	0.4	0.3
AUD	3.0	2.8	2.8	2.5	2.1	2.6	2.2

Taux de change							
CHF per EUR	1.09	1.07	1.07	1.08	1.08	1.08	1.08
CHF per USD	1.00	1.02	1.03	1.05	1.05	1.00	1.00
CHF per 100 JPY	0.83	0.87	0.87	0.91	0.94	0.92	0.93
CHF per GBP	1.48	1.26	1.26	1.19	1.19	1.27	1.27
CHF per AUD	0.73	0.74	0.74	0.79	0.79	0.70	0.70
USD per EUR	1.09	1.05	1.04	1.03	1.03	1.08	1.08
JPY per USD	120	117	118	115	112	109	107
USD per AUD	0.73	0.72	0.72	0.75	0.75	0.70	0.70

Matières premières							
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	36	57	56	58	55	60	57
Or (US/troy once)	1062	1157	1156	1250	1375	1350	1500
Cuivre (USD/tonne métrique)	4706	5523	5487	5000	5000	5000	5000

Source : Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management; Cours de clôture pour toutes les données et prix : 03.01.2017

Taux d'intérêt, monnaies, obligations et actions

Les listes suivantes présentent l'évolution des prix et des cours (tant en monnaies locales qu'en francs suisses) d'une sélection de marchés obligataires, d'indices d'actions, d'indices mixtes, de taux d'intérêt et de cours de change.

Marchés obligataires

	Depuis 30.11.16 devise locale	Depuis 30.11.16 en CHF	Depuis 31.12.15 devise locale	Depuis 31.12.15 en CHF
JPM Global Bond Index (USD)	0.1%	-0.9%	2.9%	3.1%
JPM EMU Agg. Bond Index (EUR)	0.7%	-0.1%	3.1%	1.7%
JPM US Gov. Bond Index	-0.1%	-0.3%	1.1%	2.7%
JPM Japan Gov. Bond Index	-0.7%	-3.2%	3.6%	8.5%
JPM GBI-EM Global Diversified Index	1.0%	1.6%	9.4%	11.6%
Swiss Bond Index AAA-BBB	-0.1%	-0.1%	1.3%	1.3%
Swiss Bond Index Domestic AAA-BBB	-0.1%	-0.1%	1.5%	1.5%
Swiss Bond Index Foreign AAA-BBB	-0.1%	-0.1%	1.1%	1.1%

Indices mixtes

	Depuis 30.11.16 devise locale	Depuis 30.11.16 en CHF	Depuis 31.12.15 devise locale	Depuis 31.12.15 en CHF
Pictet BVG 25	0.6%	0.6%	2.6%	2.6%
Pictet BVG 40	1.0%	1.0%	3.4%	3.4%
Pictet BVG 60	1.5%	1.5%	4.6%	4.6%

Taux d'intérêt

	31.12.15	30.12.16	Différence (points de pourcentage)
USD 3 month Libor	0.61	1.00	0.39
USD 10 Year	2.27	2.45	0.18
Euro 3 month Libor	-0.13	-0.34	-0.21
Germany 10 Year	0.63	0.11	-0.53
CHF 3 month Libor	-0.76	-0.73	0.03
CHF 10 Year	-0.08	-0.20	-0.13
JPY 3 month Libor	0.08	-0.05	-0.13
JPY 10 Year	0.25	0.05	-0.21

Taux de change

	31.12.15	30.12.16	Différence
CHF per EUR	1.09	1.07	-1.4%
CHF per USD	1.00	1.02	1.5%
CHF per 100 JPY	0.83	0.87	4.7%
USD per EUR	1.09	1.05	-2.9%
JPY per USD	120.30	116.64	-3.0%

Indices des actions MSCI

	Depuis 30.11.16 devise locale	Depuis 30.11.16 en CHF	Depuis 31.12.15 devise locale	Depuis 31.12.15 en CHF
MSCI World Index (USD)	2.8%	2.2%	9.6%	9.8%
MSCI USA Index	1.9%	1.6%	11.6%	13.3%
MSCI USA Value Index	2.8%	2.6%	16.9%	18.7%
MSCI USA Growth Index	0.9%	0.6%	6.5%	8.1%
MSCI Europe Index	5.8%	5.0%	7.9%	1.8%
MSCI Europe Value Index	7.2%	6.4%	14.2%	6.7%
MSCI Europe Growth Index	4.3%	3.6%	1.9%	-3.1%
MSCI Europe Small Cap Index	4.8%	4.0%	6.4%	-0.2%
MSCI Switzerland Index	4.0%	4.0%	-2.6%	-2.6%
MSCI Japan Index	3.4%	0.8%	-0.4%	4.3%
MSCI Pacific Index (USD)	2.5%	0.3%	2.5%	6.1%

Autres indices des actions

	Depuis 30.11.16 devise locale	Depuis 30.11.16 en CHF	Depuis 31.12.15 devise locale	Depuis 31.12.15 en CHF
S&P100 (« Large caps »)	2.5%	2.2%	11.2%	12.9%
S&P400 (« Mid caps »)	2.2%	2.0%	20.8%	22.6%
S&P500	2.0%	1.7%	12.0%	13.7%
S&P600 (« Small caps »)	3.3%	3.0%	26.2%	28.2%
Dow Jones Industrial	3.4%	3.2%	16.5%	18.3%
Nasdaq (Price Index)	1.1%	0.9%	7.5%	9.2%
Dow Jones Stoxx	5.8%	4.9%	1.7%	0.3%
Dow Jones Euro Stoxx 50	7.9%	7.0%	3.7%	2.2%
Dax 30	7.9%	7.0%	6.9%	5.4%
FTSE-100	5.4%	4.0%	19.1%	1.4%
CAC 40	6.4%	5.6%	8.9%	7.3%
MIB 30	13.6%	12.7%	-10.2%	-11.5%
IBEX 35	7.6%	6.8%	-2.0%	-3.4%
ATX	4.8%	4.0%	14.1%	12.5%
Nikkei 225 (Price Index)	4.4%	1.8%	0.4%	5.2%
SMI (Price Index)	4.4%	4.4%	-6.8%	-6.8%
SPI	4.0%	4.0%	-1.4%	-1.4%
SLI	3.5%	3.5%	0.8%	0.8%
SMIC (dividend adjusted, reinvested)	4.4%	4.4%	-6.8%	-6.8%
Vontobel Swiss Small Cap Index	3.0%	3.0%	12.9%	12.9%

Source : Thomson Reuters Datastream, Vontobel Asset Management; Cours de clôture pour toutes les données : 30.12.2016

Notre équipe en bref



Christophe Bernard
Stratège en chef de Vontobel

Christophe Bernard est stratège en chef et président du comité d'investissement de Vontobel depuis 2012. Il est diplômé de l'École supérieure des sciences économiques et commerciales (ESSEC Paris) dans les domaines de la finance d'entreprise, de la comptabilité et des marchés financiers.



Dr Reto Cueni
Senior Economist

Senior Economist chez Vontobel Asset Management, Dr Reto Cueni a étudié à l'Université de Zurich et à la Columbia University à New York. Il est titulaire d'un master et d'un doctorat en sciences économiques de l'Université de Zurich.



Stefan Eppenberger, CFA
Stratège Investment & Commodity

Stefan Eppenberger est l'un des professionnels chargés de l'allocation d'actifs tactique et des investissements dans les matières premières chez Vontobel Asset Management. Il est titulaire d'un master en banque et finance de l'Université de Zurich et d'un CFA.



Andreas Nigg, CFA
Directeur Equity & Commodity Strategy

Andreas Nigg, directeur Equity and Commodity Strategy de Vontobel Asset Management, est également gestionnaire de portefeuilles d'actions globales et de portefeuilles multi asset class. Il est titulaire d'un Bachelor of Commerce de l'Université de Calgary, d'un CFA et d'un diplôme de la Swiss Banking School.



Dr Sven Schubert
Spécialiste Investment Strategy Currencies

Dr Sven Schubert est un spécialiste de la monnaie et des marchés émergents chez Vontobel Asset Management. Employé de banque de formation, il est titulaire d'un diplôme en économie politique et d'un doctorat en sciences économiques de la Freie Universität Berlin.



Dr Ralf Wiedenmann
Directeur Economic Research

Dr Ralf Wiedenmann est directeur Economic Research chez Vontobel Asset Management. Il est titulaire d'un diplôme en sciences économiques de l'Université de Munich, d'un Master en sciences économiques de l'Université du Kent à Canterbury, et d'un doctorat en sciences économiques de l'Université de Zurich.

Nos sites

Suisse

Zurich

Vontobel Holding AG
Gotthardstrasse 43
CH-8022 Zurich
Téléphone +41 58 283 59 00
vontobel.com

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
CH-8022 Zurich
Téléphone +41 58 283 71 11

Vontobel Asset Management AG
Gotthardstrasse 43
CH-8022 Zurich
Téléphone +41 58 283 71 50

Vontobel Swiss Wealth Advisors AG
Tödi strasse 17
CH-8022 Zurich
Téléphone +41 44 287 81 11

Vontobel Fonds Services AG
Gotthardstrasse 43
CH-8022 Zurich
Téléphone +41 58 283 74 77

Vontobel Securities AG
Gotthardstrasse 43
CH-8022 Zurich
Téléphone +41 58 283 71 11

Vescore AG
Gotthardstrasse 44
CH-8022 Zurich
Téléphone +41 58 702 00 00
vescore.com

Bâle

Bank Vontobel AG
Succursale Bâle
St. Alban-Anlage 58
CH-4052 Bâle
Téléphone +41 58 283 21 11

Vescore AG
Birsstrasse 320B
CH-4052 Bâle
Téléphone +41 58 702 00 00
vescore.com

Berne

Bank Vontobel AG
Succursale Berne
Spitalgasse 40, Case postale
CH-3001 Berne
Téléphone +41 58 283 22 11

Genève

Banque Vontobel SA
Succursale Genève
Rue du Rhône 31
CH-1204 Genève
Téléphone +41 58 283 25 00

Vontobel Swiss Wealth Advisors SA
Succursale Genève
Rue du Rhône 31
CH-1204 Genève
Téléphone +41 22 809 81 51

Lugano

Bank Vontobel AG
Succursale Lugano
Via Ferruccio Pelli 1
CH-6900 Lugano
Téléphone +41 58 283 23 11

Lucerne

Bank Vontobel AG
Succursale Lucerne
Schweizerhofquai 3a
CH-6002 Lucerne
Téléphone +41 58 283 27 11

Allemagne

Cologne

Bank Vontobel Europe AG
Succursale Cologne
Auf dem Berlich 1
D-50667 Cologne
Téléphone +49 221 20 30 00

Francfort-sur-le-Main

Bank Vontobel Europe AG
Succursale Francfort-sur-le Main
WestendDuo
Bockenheimer Landstrasse 24
D-60323 Francfort-sur-le-Main
Téléphone +49 69 695 99 60

Vontobel Financial Products GmbH
WestendDuo
Bockenheimer Landstrasse 24
D-60323 Francfort-sur-le Main
Téléphone +49 69 920 373 0

Hambourg

Bank Vontobel Europe AG
Succursale Hambourg
Sudanhäuser
Grosse Bäckerstrasse 13
D-20095 Hambourg
Téléphone +49 40 638 587 0

Munich

Bank Vontobel Europe AG
Alter Hof 5
D-80331 Munich
Téléphone +49 89 411 890 0

Vescore Deutschland GmbH
Leopoldstrasse 8 –10
D-80802 Munich
Téléphone +49 89 211 133 0
vescore.com

Australie

Sydney

Vontobel Asset Management Australia Pty Ltd.
Level 20, Tower 2, 201 Sussex St
NSW-Sydney 2000
Téléphone +61 2 9006 1284

Autriche

Vienne

Vontobel Asset Management S.A.
Succursale Vienne
Kärntner Ring 5– 7/7
A-1010 Vienne
Téléphone +43 1 205 11 60 1280

Chine

Hong Kong

Vontobel Asset Management Asia Pacific Ltd.
1901 Gloucester Tower, The Landmark
15 Queen's Road Central
HK-Hong Kong
Téléphone +852 3655 3990

Vontobel Wealth Management
(Hong Kong) Ltd.
1901 Gloucester Tower, The Landmark
15 Queen's Road Central
HK-Hong Kong
Téléphone +852 3655 3900

Emirats Arabes Unis

Dubaï

Vontobel Financial Products Ltd.
Liberty House, Office 913,
Dubai International Financial Centre
P.O. Box 506814
Dubai, Emirats Arabes Unis
Téléphone +971 4 703 85 00

Espagne

Madrid

Vontobel Asset Management S.A.
Succursale Madrid
Paseo de la Castellana, 95, Planta 18
E-28046 Madrid
Téléphone +34 91 520 95 95

États-Unis

Dallas

Vontobel Swiss Wealth Advisors Ltd.
Succursale Dallas
100 Crescent Court, Suite 825
Dallas, TX 75201, USA
Téléphone +1 469 399 3800

New York

Vontobel Asset Management Inc.
1540 Broadway, 38th Floor
New York, NY 10036, USA
Téléphone +1 212 415 70 00
vusa.com

Vontobel Securities AG
Succursale New York
1540 Broadway, 38th Floor
New York, NY 10036, USA
Téléphone +1 212 792 58 20

Vontobel Swiss Wealth Advisors Ltd
Succursale New York
1540 Broadway, 37th Floor
New York, NY 10036, USA
Téléphone +1 646 568 38 41

Grande-Bretagne

Londres

Bank Vontobel Europe AG
Succursale Londres
22 Sackville Street, 3rd Floor
GB-Londres W1S 3DN
Téléphone +44 207 255 83 00

Vontobel Asset Management S.A.
Succursale Londres
22 Sackville Street, 3rd Floor,
GB-Londres W1S 3DN
Téléphone +44 207 255 83 00

TwentyFour Asset Management LLP
8th Floor
The Monument Building
11 Monument Street
GB-London EC3R 8AF
Téléphone +44 207 015 89 00
twentyfouram.com

Italie

Milan

Vontobel Asset Management S.A.
Succursale Milan
Piazza degli Affari, 3
I-20123 Milan
Téléphone +39 02 6367 3411

Liechtenstein

Vaduz

Bank Vontobel (Liechtenstein) AG
Pflugstrasse 20
FL-9490 Vaduz
Téléphone +423 236 41 11

Luxembourg

Luxembourg

Vontobel Asset Management S.A.
2–4, rue Jean l'Aveugle
L-1148 Luxembourg
Téléphone +352 26 34 74 1

Singapour

Singapour

Vontobel Financial Products
(Asia Pacific) Pte. Ltd.
8 Marina View,
Asia Square Tower 1, Level 07–04
SGP-Singapour 018960
Téléphone +65 6407 1170

Vontobel Asset Management
Gotthardstrasse 43
CH-8022 Zurich
Téléphone +41 58 283 71 50
Téléfax +41 58 283 71 51
vontobel.com/am