

# Perspectives

## Deuxième semestre 2019

- Poursuite du ralentissement de la production industrielle mondiale, mais résistance de la consommation et des services
- Probable abaissement progressif des taux de la Fed si l'économie donne des signes de faiblesse, impact incertain sur l'économie réelle
- Soutien des marchés d'actions par la Fed, mais persistance des risques économiques, surtout à cause de la politique commerciale erratique des États-Unis.

<b>Sommaire</b>	<b>Page</b>
Perspectives économiques globales	2-4
Marchés des actions	5-6
Politique monétaire, marchés obligataires	7
Monnaies, matières premières	8
Allocation des actifs	9
Revue des marchés financiers	10

Juillet 2019

## Perspectives économiques globales

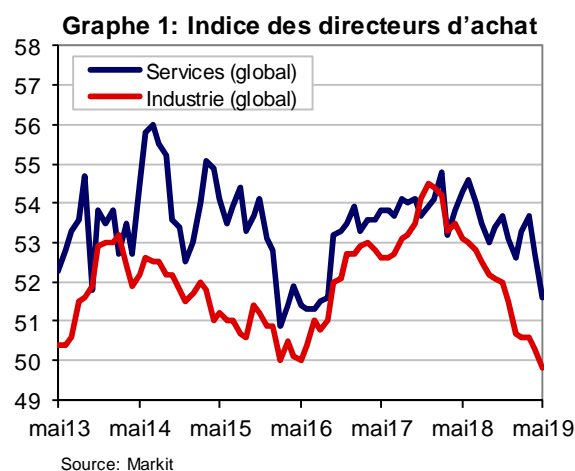
# Ralentissement de l'activité industrielle

La croissance économique globale s'essouffle depuis l'automne dernier, comme en témoignent les indices des directeurs d'achat (graphe 1). Les branches des services, qui représentent les deux tiers de l'économie des pays industrialisés, ont mieux résisté que l'industrie.

La ralentissement de l'industrie s'inscrit probablement au registre des fluctuations normales. Un pas en arrière n'est pas surprenant après une hausse marquée en 2017 et au début de 2018. Il provient d'une part d'un fléchissement de la demande automobile mondiale, particulièrement en Chine où des incitations fiscales en 2015-2017 ont provoqué des achats anticipés, et d'autre part des incertitudes sur la politique commerciale américaine et sur les tarifs britanniques post-Brexit. Au deuxième semestre, la politique commerciale américaine continuera de peser sur la conjoncture.

### Les tarifs américains créent des incertitudes

Nous attendons du président Trump qu'il continue d'utiliser les tarifs douaniers au service de sa politique économique. Les incertitudes risquent donc de se prolonger durant plusieurs années. Notre scénario de base anticipe un accord entre les Etats-Unis et la Chine qui supprimerait presque tous les tarifs imposés depuis 2018, mais qui pourrait ne pas être conclu avant 2020. Il entraînerait une diminution du déficit commercial américain avec la Chine et provoquerait des ajustements au sein des différentes chaînes de valeur. Des délocalisations d'activités pourraient profiter par exemple au Vietnam, au



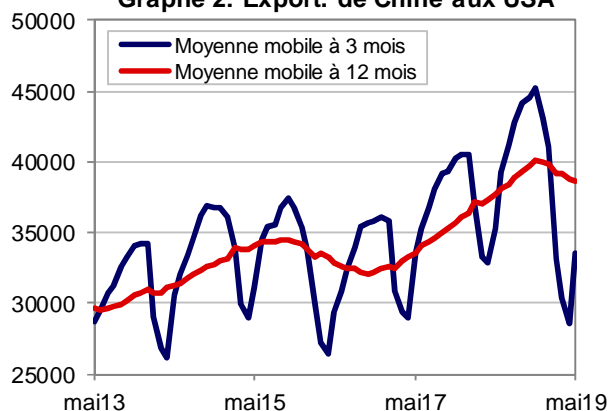
Mexique et, dans une moindre mesure, aux Etats-Unis. La Chine ne devrait guère accepter de concessions sur son système économique ou ses ambitions technologiques. Le risque demeure que les Etats-Unis imposent des tarifs sur les importations automobiles cet automne. L'impact se ferait surtout sentir en Europe, notamment en Allemagne, où la secteur représente 4% du PIB.

Un droit de douane américain de 25% - mais il pourrait être encore supérieur - sur toutes les importations américaines provenant de Chine coûterait 135 milliards de dollars, soit 0,7% du PIB américain. Un tarif de 25% sur l'ensemble des importations chinoises des Etats-Unis correspondrait à 0,2% du PIB chinois. L'effet négatif serait ponctuel et exceptionnel. Des recherches récentes, fondées

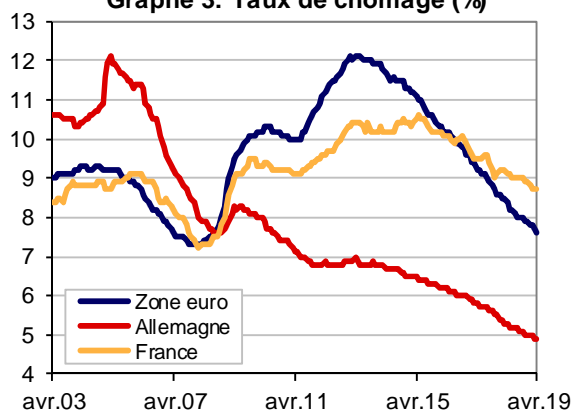
**Tableau 1: Prévisions économiques mondiales**

	Part mondiale			Croissance			Inflation			Comptes	État*	
	Popul.	PIB	Croiss.	2018	2019	2020	2018	2019	2020	courants*	Budget	Dette
<b>Zone euro</b>	<b>5.7</b>	<b>17.1</b>	<b>6.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>2.9</b>	<b>-0.6</b>	<b>83.6</b>
Allemagne	1.1	5.0	1.6	1.5	0.9	1.6	1.9	1.3	1.4	7.1	1.7	56.9
France	0.9	3.5	1.4	1.5	1.1	1.6	2.1	0.8	1.0	-0.4	-2.6	99.2
Italie	0.8	2.6	0.1	0.8	0.1	0.9	1.2	0.9	1.1	2.9	-2.1	133.4
Royaume-Uni	0.9	3.5	1.5	1.4	1.2	1.5	2.5	1.9	2.0	-4.2	-1.4	85.7
Suisse	0.1	0.9	0.4	2.6	1.1	1.5	0.9	0.7	0.9	9.0	0.3	39.5
<b>Europe émergente</b>	<b>6.4</b>	<b>6.3</b>	<b>3.4</b>	<b>2.7</b>	<b>1.5</b>	<b>2.4</b>	<b>5.5</b>	<b>6.6</b>	<b>5.6</b>	<b>-0.9</b>	-	<b>41.4</b>
Russie	1.9	2.0	1.0	1.8	1.4	1.7	2.9	4.9	4.0	5.7	2.8	13.8
<b>Etats-Unis</b>	<b>4.4</b>	<b>25.7</b>	<b>21.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>2.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	<b>-2.4</b>	<b>-4.3</b>	<b>106.7</b>
<b>Amérique Latine</b>	<b>8.6</b>	<b>6.5</b>	<b>5.2</b>	<b>-0.3</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>6.2</b>	<b>6.5</b>	<b>5.1</b>	<b>-1.9</b>	<b>-4.7</b>	<b>68.0</b>
Brésil	2.8	2.3	1.7	1.2	2.0	2.2	3.7	4.0	3.9	-1.7	-6.8	90.4
<b>Japon</b>	<b>1.7</b>	<b>6.2</b>	<b>1.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.5</b>	<b>1.0</b>	<b>0.7</b>	<b>1.1</b>	<b>3.5</b>	<b>-3.2</b>	<b>237.5</b>
<b>Asie émergente</b>	<b>52.6</b>	<b>27.9</b>	<b>55.6</b>	<b>5.9</b>	<b>5.5</b>	<b>5.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>1.1</b>	-	-
Chine	18.6	16.8	37.1	6.6	6.1	5.9	2.1	2.2	2.3	0.4	-4.8	55.4
Inde	17.4	3.4	8.6	7.4	7.0	7.1	4.1	3.4	3.8	-2.5	-6.7	69.0
<b>Afrique/Moyen-Orient</b>	<b>19.8</b>	<b>5.8</b>	<b>4.3</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>3.4</b>	<b>10.4</b>	<b>9.4</b>	<b>8.9</b>	<b>-1.6</b>	<b>-3.1</b>	<b>46.0</b>
<b>Monde</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>3.3</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>	-	-	-

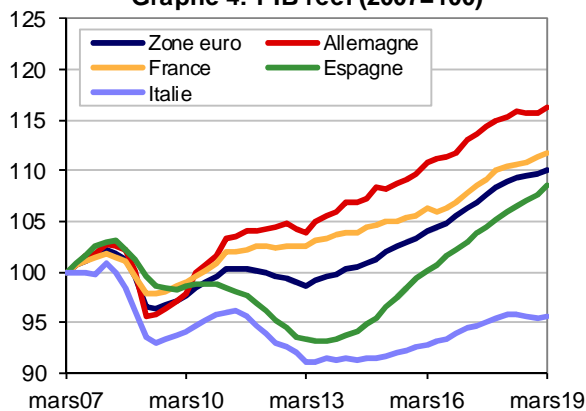
Remarque: \*en % du PIB. Source: statistiques nationales, FMI, OCDE, consensus Bloomberg, prévisions et estimations propres

**Graphe 2: Export. de Chine aux USA**

Source: Customs General Administration

**Graphe 3: Taux de chômage (%)**

Source: Eurostat, Deutsche Bundesbank

**Graphe 4: PIB réel (2007=100)**

Source: Eurostat

sur une analyse détaillée des statistiques commerciales, montrent que les consommateurs américains ont supporté l'essentiel des tarifs américains, qui ont ainsi réduit leur pouvoir d'achat.

Les Etats-Unis et la Chine ont déjà réduit le volume de leurs échanges bilatéraux, en prenant en compte les mesures de rétorsion chinoises (graphe 2). Les voisins de la Chine, notamment la Corée et Taiwan, souffrent aussi de l'incertitude, même si les effets à moyen terme devraient être modestes. La plupart de ces producteurs resteront intégrés à la chaîne de valeur américaine, à l'image des semi-conducteurs fabriqués à Taiwan.

Le conflit tarifaire a freiné les dépenses d'investissements des entreprises. A contrario, son impact crée un potentiel de rattrapage en cas de disparitions de ces incertitudes. A moyen terme, la croissance des investissements sera davantage fonction du développement économique mondial que des droits de douane. A cause de leur politique commerciale, les Etats-Unis pourraient néanmoins entrer en récession plus vite que prévu. Chacun sait qu'une économie mondiale moins ouverte représente une diminution du bien-être des consommateurs.

### Les moteurs de la croissance européenne restent intacts

Les tendances de base signalent la poursuite de l'expansion économique en Europe. Le taux de chômage diminue (graphe 3), ce qui soutient la croissance des revenus et de la consommation. Le PIB dépasse nettement le niveau de 2007 dans la zone euro, à l'exception de l'Italie (graphe 4).

Les branches des services se développent favorablement ces derniers mois. Ces tendances contrastent avec celle de la production industrielle, notamment en Allemagne qui subit le poids élevé de l'industrie automobile. Si l'économie de la zone euro a un peu mieux progressé que prévu au premier trimestre (1,6% sur base annualisée), les commandes industrielles nous obligent à n'attendre prochainement qu'une faible croissance. Les incertitudes commerciales américaines et le Brexit pourraient engendrer des révisions à la baisse.

La croissance économique est anémique en Suisse, même si les statistiques étaient encourageantes au premier trimestre. Dans le sillage des tendances globales, l'indice des directeurs d'achat, inférieur à 50, signale un ralentissement dans l'industrie. Nous anticipons pourtant une croissance positive cette année et en 2020 (tableau 1). L'inflation sous-jacente est stable depuis quelque temps, aux alentours de 0,5% (graphe 5). Elle incite la BNS à maintenir sa politique de taux négatifs.

### Etats-Unis: ralentissement de la tendance

La politique budgétaire, axée sur une baisse d'impôts et une hausse des dépenses militaires, a fortement soutenu la croissance en 2018. Mais son impact s'estompe progressivement et sera même négatif en 2020.

La confiance des ménages est au beau fixe, grâce à un taux de chômage historiquement bas (graphe 6) et à la baisse des rendements obligataires. Les prêts hypothécaires peuvent ainsi être renouvelés à des taux inférieurs, libérant de l'argent pour la consommation.

La conjoncture a tout de même marqué le pas en mai, tant dans l'industrie que dans les services (graphe 7, indices des directeurs d'achat/PMI). De manière anecdotique on observe à quel point le conflit commercial a retardé les investissements des entreprises, à un moment où les contraintes du marché de l'emploi limitent les embauches et stimulent la hausse des salaires.

Les signes de stress rencontrés habituellement en fin de cycle se multiplient, en particulier les tensions sur le marché du travail, si bien que les risques de récession augmentent. La courbe des taux d'intérêt le confirme, elle dont l'inversion n'a jamais été aussi forte depuis 2007. Mais les statistiques économiques ne confirment pas encore ces craintes.

La profondeur d'une récession dépend des déséquilibres économiques. Ces derniers sont comparativement faibles actuellement, à l'exception du niveau excessif d'émissions d'obligations à haut rendement. Plutôt qu'une vraie récession, nous anticipons un ralentissement économique accompagné d'une baisse des taux de la Fed.

### Chine: Soutien des politiques économiques

L'économie chinoise reste le moteur principal de la croissance économique mondiale (tableau 1). Nous anticipons une décélération progressive à moyen terme. Mais celle-ci sera compensée, si nécessaire, par des mesures de relance. Les données disponibles révèlent le bon niveau de confiance des consommateurs et, dans le sillage des tendances globales, un ralentissement de l'industrie, moins prononcé toutefois qu'en Europe.

### Perspectives globales: Des risques de détérioration

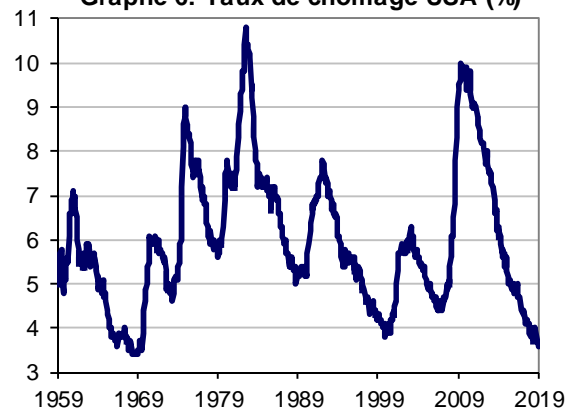
Nous prévoyons la poursuite de l'expansion économique. Néanmoins le fléchissement de l'industrie se répand dans toutes les régions et augmente les risques. En dehors des variations des prix de l'énergie, nous pensons que l'inflation restera généralement stable.

Graphe 5: Inflation suisse



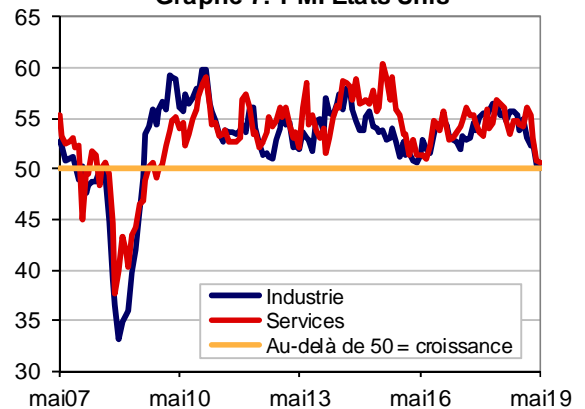
Source: Office fédéral de la statistique de la Suisse

Graphe 6: Taux de chômage USA (%)



Source: Bureau of Labor Statistics

Graphe 7: PMI Etats-Unis

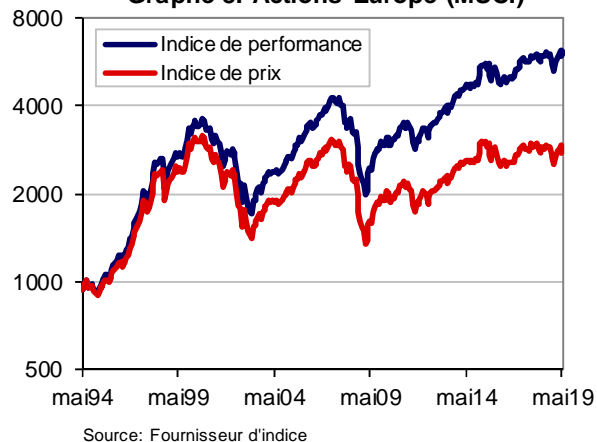


Source: ISM

## Marchés des actions

## Risques fondamentaux et la Fed

Graphe 8: Actions Europe (MSCI)



Graphe 9: Courbe des taux Etats-Unis

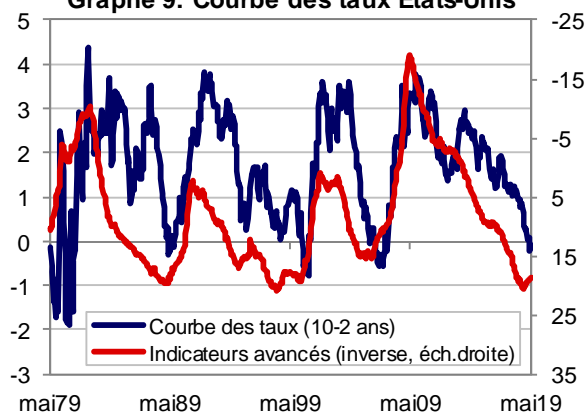


Tableau 2: Hausses de taux de la Fed

Episode		Variations de cours S&P 500	
Début (prem. hau.de taux)	Fin (dern. hau.de taux)	Fin/début	Fin +12m
mars-1972	mai-1974	-6%	-1%
déc.-1976	oct.-1979	0%	26%
mars-1983	août-1984	8%	13%
déc.-1986	févr.-1989	8%	16%
févr.-1994	févr.-1995	1%	35%
juin-1999	mai-2000	5%	-9%
juin-2004	juin-2006	6%	23%
Moyenne		3%	15%
Moyenne (depuis 1980)		5%	15%
déc.-2015	mai-2019	11%	5%

Note: La dernière ligne indique l'épisode actuel (premier relèvement de taux en décembre 2015 et communication de la fin du cycle, début juin 2019). Source: Federal Reserve, fournisseur d'indice, estimations propres

Les marchés boursiers internationaux sont généralement bien orientés ces dernières années. C'est le cas aussi en Europe si l'on inclut les dividendes, dont les rendements avoisinent 4% (graphe 8: Indice de performance).

**Ne vous battez pas contre la Fed - pour l'instant**

Après une correction en mai, les marchés des actions se sont bien repris, enthousiasmés par la volonté de la Fed, dès le début juin, de réduire les taux d'intérêt. Un rappel historique suggère (tableau 2) que la fin d'un cycle de relèvement des taux – comme indiqué récemment par la Fed – signale le démarrage d'un rallye boursier. Une correction n'intervient que plus tard, lorsque l'économie entre en récession en réponse au resserrement monétaire précédent.

La tendance des prochains mois dépendra de l'étendue du ralentissement américain. Une modeste décélération accompagnée de baisses des taux directeurs de la Fed créerait un environnement propice aux actions internationales. En revanche, un ralentissement plus prononcé provoquerait une baisse significative des marchés actions, indépendamment de la réaction de la Fed. Notre scénario de base ne prévoit pas de récession, mais les risques de mauvaises surprises augmentent. La Fed soutiendra les marchés à moyen terme, même si son impact sur l'économie réelle reste incertaine.

**L'économie encore bien orientée**

Les bourses évoluent avant tout dans le sillage des facteurs économiques tels que le chômage et l'inflation. Les valorisations augmentent (et les actions progressent davantage que les bénéfiques) pendant les phases d'expansion (avec une baisse du taux de chômage) et se contractent durant les récessions. Comme le chômage et l'inflation sont stables ou en recul en Europe et aux Etats-Unis, les deux principaux facteurs fondamentaux soutiennent les actions cette année. Nos modèles indiquent que, sur cette base, les marchés sont correctement évalués par rapport à ces fondamentaux.

**Premier avertissement de la courbe des taux**

Les obligations présentent toutefois un comportement typique d'un début de ralentissement économique - lequel coïncide généralement avec un sommet des indices boursiers : La courbe des rendements, c'est-à-dire la ligne représentant les rendement de l'échéance la plus courte à la plus longue, s'inverse quand les marchés anticipent une faiblesse conjoncturelle avec habituellement une baisse des taux de banque centrale.

A la fin du mois de mai 2019, les rendements des bons du Trésor américains avec une maturité de 10 ans étaient bien inférieurs à ceux des T-bills de 3 mois, ceci pour la première fois depuis 2007. Le risque d'une correction majeure des actions est nettement supérieur quand la courbe des rendements est inversée que si elle est positive. Il est bon de rappeler que la courbe des rendements est un très bon outil de gestion des risques pour évaluer les marchés à un horizon de 12 mois, mais il ne l'est pas pour les trois prochains mois.

### Bénéfices des entreprises: Soutien de la productivité

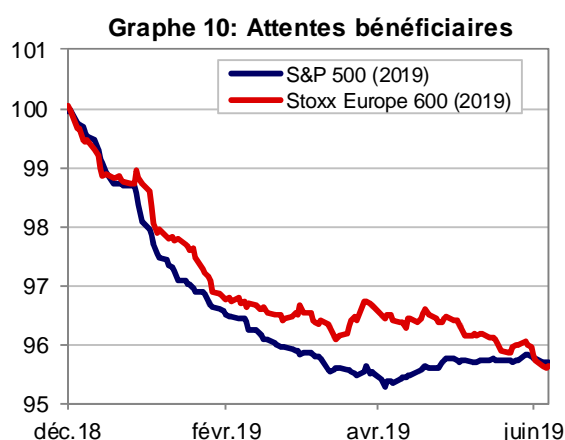
Les attentes bénéficiaires sont relativement stables ces derniers mois (graphe 10), mais leur hausse sera limitée à environ 3 à 5% en 2019. Cela ne suffit pas à provoquer une nette hausse des valorisations. Etant donné les pressions haussières sur les salaires, en particulier aux Etats-Unis, les attentes bénéficiaires pour 2020 nous semblent très optimistes.

La tendance de la productivité et des coûts unitaires du travail est néanmoins positive aux Etats-Unis. Elle limite ainsi les risques de baisse des bénéfices pour l'instant.

### Branches: Préférences aux sociétés de croissance sur des marchés attrayants

Notre style d'investissement axé sur les sociétés de croissance de qualité convient à un environnement de faible croissance et de bas taux d'intérêt. Les entreprises au bénéfice d'une croissance structurelle sont plutôt rares et méritent une prime de qualité en termes de valorisation.

Nous préférons les entreprises qui répondent à nos cinq critères fondamentaux: 1. débouchés attrayants soutenus par des tendances favorables à long terme et de solides perspectives de croissance des ventes et des bénéfices, 2. net avantage concurrentiel dans une perspective d'investissement à moyen et long terme, 3. excellente qualité du management avec un faible taux de rotation et des résultats convaincants dans l'allocation des actifs, 4. rendement excédentaire sur l'ensemble du cycle - en termes de rentabilité interne des investissements (CFROI) par rapport au coût du capital - et faible volatilité, et 5. un solide bilan et des flux de trésorerie élevés.



Source: Bloomberg, estimations propres

**Tableau 3: Croissance des bénéfices**

Année	S&P 500	MSCI Europe	SMI	MSCI EMA
2017	13%	10%	4%	29%
2018	21%	10%	15%	4%
2019	2%	3%	5%	-5%
2020	10%	9%	10%	14%
2021	10%	7%	8%	12%

Note: Valeurs au 27-juin-19. Sur la base des estimations des analystes d'entreprises, ajustées des gains extraordinaires. Source: fournisseur d'indice, Bloomberg, estimations propres

**Tableau 4: Secteurs des actions**

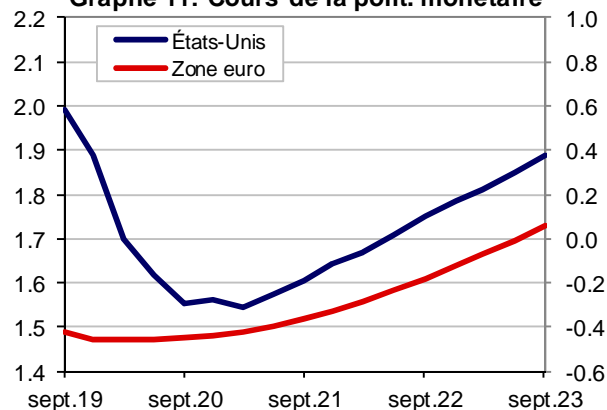
	Perform. 12 m.*	
	Europe	USA
<b>Demande sectorielle stable</b>	<b>14%</b>	<b>9%</b>
Consommation, non-cyc.	20%	14%
Santé	12%	6%
Communications	-2%	6%
Energie	9%	11%
Services aux collectivités	12%	12%
<b>Finance</b>	<b>7%</b>	<b>14%</b>
<b>Secteurs cycliques</b>	<b>17%</b>	<b>21%</b>
Consommation, cyclique	9%	20%
Industrie	19%	19%
Technologie	23%	26%
Matières premières	17%	15%
<b>Total</b>	<b>13%</b>	<b>16%</b>

\* Au 27-juin-19. Source: fournisseur d'indice

## Politique monétaire, marchés obligataires

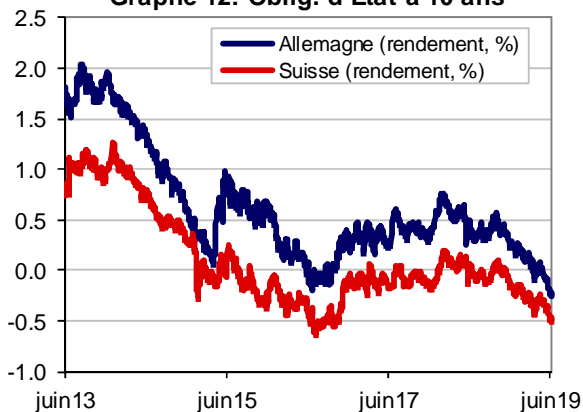
## Persistance des bas rendements obligataires en Europe

Graphe 11: Cours de la polit. monétaire



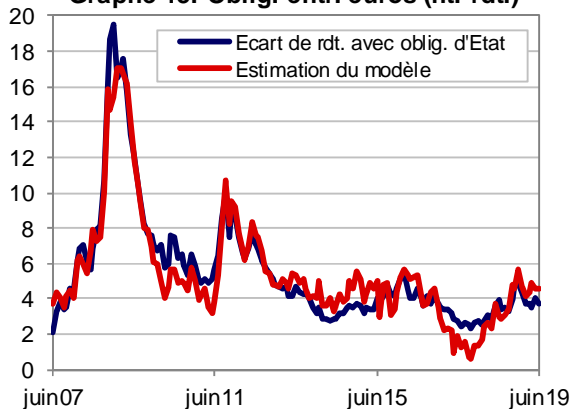
Source: CME, Liffe

Graphe 12: Oblig. d'État à 10 ans



Source: Fournisseur d'indice

Graphe 13: Oblig. entr. euros (ht. rdt.)



Source: Fournisseur d'indice, estimations propres

## La Fed prête à baisser ses taux

Au début du mois de juin, alors que la courbe des taux d'intérêt s'inverserait, la Fed a signalé qu'elle était prête à baisser les taux directeurs. Elle l'a répété lors de sa dernière réunion le 19 juin en arguant des incertitudes commerciales et de la réduction des attentes inflationnistes. Le marché attend maintenant une diminution de 1% des taux à trois mois d'ici la fin de l'année. Ces perspectives correspondent à un scénario de risque modéré, mais la Fed n'hésiterait pas à réduire ses taux à zéro en cas de récession.

La BCE prévoit le maintien des taux d'intérêt actuels au moins jusqu'au premier semestre 2020 et « en tout cas aussi longtemps qu'il faudra pour garantir la poursuite de la convergence de l'inflation à des niveaux inférieurs mais proches de 2% à moyen terme ». Nous prévoyons la mise en œuvre d'un nouveau programme de rachat d'obligations et peut-être même une baisse des taux d'intérêt, dans le sillage d'une baisse des taux américains et d'un fléchissement conjoncturel, comme l'a indiqué en juin Mario Draghi, président de la BCE. La BNS pourrait rendre ses taux encore plus négatifs, sans produire cependant d'effets majeurs sur le franc.

## Obligations: Craintes conjoncturelles

Les rendements obligataires fluctuent en fonction des perceptions de risques globales à moyen terme. La faiblesse des statistiques conjoncturelles américaines en mai et l'attente de baisse des taux directeurs de la Fed en juin ont provoqué une baisse des rendements des obligations souveraines ces dernières semaines (graphe 12).

Les rendements des obligations allemandes à 10 ans, à nouveau négatifs, sont fondamentalement trop bas, mais un changement est improbable tant qu'une baisse des taux de la BCE n'est pas au rendez-vous.

Nous pensons que les rendements resteront structurellement bas à moyen terme. Le rôle des obligations souveraines à long terme se limite à offrir une protection contre un risque de baisse des actions.

Nos modèles indiquent (graphe 13) que l'écart de rendements des obligations d'entreprises (par rapport aux titres du Trésor) correspond assez bien aux fondamentaux. Néanmoins, les risques sont asymétriques, vu l'état avancé du cycle. Le risque d'une hausse de cet écart est supérieur à son potentiel de baisse. Le contexte de rendements faibles a encouragé un volume d'émissions d'emprunts d'entreprises très important ces dernières années. Le risque s'est donc accru pour les obligations à haut rendement, mais notre scénario de ralentissement modéré n'invite pas à s'en séparer totalement.



## Monnaies, matières premières

# La Fed au centre du jeu

### Fermeté momentanée du franc

Une hausse éventuelle de l'euro est très improbable tant que l'économie de la zone euro ne s'améliore pas significativement.

Le soutien au dollar s'étirole en raison des attentes de taux d'intérêt, car ni la BCE ni la Banque du Japon ne peuvent se permettre de baisser leurs taux directeurs en ligne avec une éventuelle baisse de la Fed.

La livre sterling fluctue au gré des débats sur le Brexit. Des élections prématurées, avec une possible victoire du parti travailliste, constitueraient le scénario du pire.

Le franc suisse évolue en fonction des incertitudes globales, mais la BNS interviendrait si le franc devait davantage se raffermir. Nous estimons que le franc serait correctement évalué contre l'euro à 1,20-1,25 franc, mais il ne prendra pas cette direction cette année.

### Matières premières: Les terres rares brièvement au centre du débat

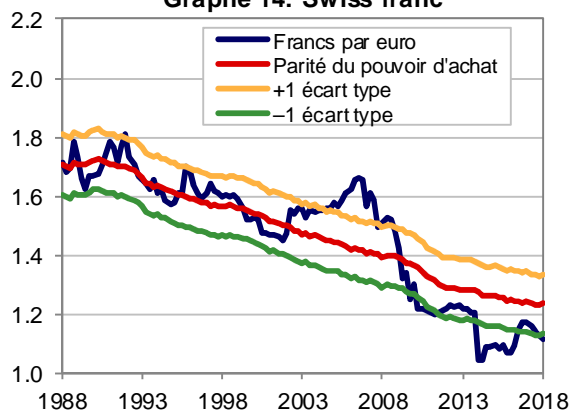
Les prix du pétrole profitent des réductions de production de l'Arabie Saoudite, laquelle s'est engagée dans ce sens au moins jusqu'à la fin de l'année. Cette décision n'a pas empêché les cours brut de marquer le pas en réponse au fléchissement de l'activité économique, malgré les tensions géopolitiques croissantes dans le Golfe persique.

L'or évolue depuis quelque temps sans tendance claire. Nous ne voyons guère de raisons susceptibles de changer la donne tant que les prix dépassent sensiblement les coûts de production des groupes miniers. Les incertitudes économiques et monétaires ont toutefois récemment conduit à une hausse des cours. L'environnement de taux bas ou zéro encourage la détention de métaux précieux avec un objectif de préservation du capital.

Les prix agricoles montrent que l'offre et la demande sont à peu près à l'équilibre.

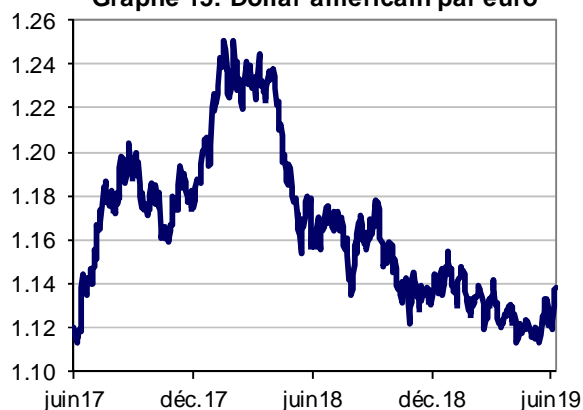
Les marchés financiers ont été brièvement perturbés à la fin mai par l'annonce du gouvernement chinois qui envisageait d'utiliser les terres rares, un groupe de métaux employés dans la haute technologie, comme moyen de pression face aux Etats-Unis dans le cadre du conflit commercial. La Chine est le premier producteur de terres rares. Une décision de restreindre leur exportation vers les Etats-Unis produirait des effets majeurs. A moyen et long terme, nous prévoyons que des pays et producteurs autres que la Chine augmenteraient leur production pour réduire cette dépendance. Un peu comme en 2010 après que la Chine ait déjà limité une première fois les exportations de terres rares.

Graphe 14: Swiss franc



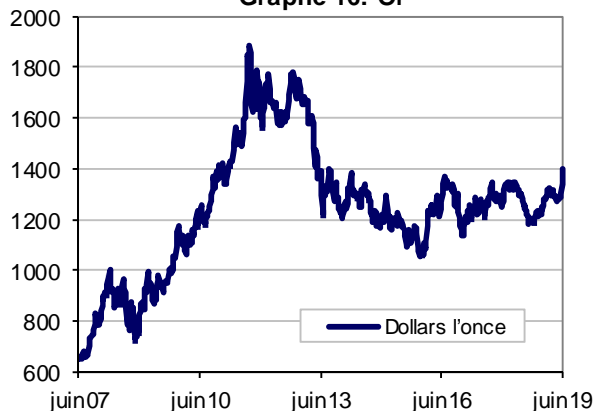
Sources: Fournisseur d'indice, stat. nationales, estim. propres

Graphe 15: Dollar américain par euro



Source: Bloomberg BGN

Graphe 16: Or



Source: Fournisseur d'indice

## Allocation des actifs

# Naviguer parmi les risques

**Tableau 5: Allocation d'actifs**

Monnaie de base CHF	Conser- vateur	Equi- libré	Crois- sance
<b>Liquidités</b>	<b>9.5</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
<b>Obligations (incl. convert.)</b>	<b>58</b>	<b>25</b>	<b>15</b>
<b>Actions</b>	<b>15</b>	<b>40</b>	<b>60</b>
Suisse	4	12	18
Europe	2	5	9
Amérique du nord	3	10	15
Japon	0	2	3
Marchés émergents	3	6	9
Investissements thématiques	3	5	6
<b>Fonds alternatifs</b>	<b>12.5</b>	<b>20</b>	<b>10</b>
<b>Métaux &amp; Mat. Prem.</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Exposition nette devises	20	25	25

Monnaie de base EUR	Conser- vateur	Equi- libré	Crois- sance
<b>Liquidités</b>	<b>9.5</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
<b>Obligations (incl. convert.)</b>	<b>58</b>	<b>25</b>	<b>15</b>
<b>Actions</b>	<b>15</b>	<b>40</b>	<b>60</b>
Europe	6	17	27
Amérique du nord	3	10	15
Japon	0	2	3
Marchés émergents	3	6	9
Investissements thématiques	3	5	6
<b>Fonds alternatifs</b>	<b>12.5</b>	<b>20</b>	<b>10</b>
<b>Métaux &amp; Mat. Prem.</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Exposition nette devises	20	20	20

Monnaie de base USD	Conser- vateur	Equi- libré	Crois- sance
<b>Liquidités</b>	<b>9.5</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
<b>Obligations (incl. convert.)</b>	<b>58</b>	<b>25</b>	<b>15</b>
<b>Actions</b>	<b>15</b>	<b>40</b>	<b>60</b>
Europe	3	10	15
Amérique du nord	6	17	27
Japon	0	2	3
Marchés émergents	3	6	9
Investissements thématiques	3	5	6
<b>Fonds alternatifs</b>	<b>12.5</b>	<b>20</b>	<b>10</b>
<b>Métaux &amp; Mat. Prem.</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Exposition nette devises	10	10	10

### Signaux divergents

Les signaux divergent plus souvent que de coutume si l'on considère les principaux facteurs qui définissent habituellement les tendances des actifs risqués, notamment les actions et les obligations d'entreprises. Les statistiques économiques, en particulier les tendances de l'emploi et de l'inflation, n'indiquent guère une fin de l'expansion et du cycle économique. La tendance a toutefois fléchi depuis l'automne 2018, surtout dans l'industrie. Ce dernier ralentissement est le fruit de facteurs spécifiques à certaines branches, comme une nette baisse de la demande de voitures en Chine, et les incertitudes liées à une politique commerciale américaine qui frêne l'investissement des entreprises. L'idée d'un sommet de cycle et d'un affaiblissement plus prononcé est corroborée par l'inversion de la courbe des taux d'intérêt, réduite toutefois en juin. Ces signaux incitent à la prudence, mais ils ne doivent pas être surestimés. La Fed a clairement fait part de son intention de baisser ses taux directeurs au besoin.

### Mesures de prudence

Notre allocation des actifs est empreinte de prudence ainsi qu'en témoigne une moindre pondération des actions. Cette mesure est maintenue malgré la volonté d'assouplissement monétaire de la part de la Fed. Ceci dit, comme nous ne prévoyons pas une récession majeure aux Etats-Unis, nous ne recommandons pas une très faible propension au risque. Nous privilégions les actions américaines et européennes, en particulier les entreprises de qualité disposant de perspectives de croissance favorables.

### Stratégie obligataire inchangée

Nous nous attendons au maintien des bas rendements obligataires dans les principales monnaies. Les obligations d'entreprises de qualité (investment grade) devraient surperformer si l'expansion économique devait se poursuivre. Nous sommes plus réservés à l'égard des obligations à haut rendement. La dette émergente en monnaies fortes (euro et dollar), ainsi que des investissements alternatifs comme les obligations catastrophes méritent d'être intégrés à la partie satellite du portefeuille. Les investisseurs devraient privilégier les obligations dans leur monnaie de référence.

## Revue des marchés financiers

## Un premier semestre positif

Après un brillant premier trimestre, le rallye boursier s'est essoufflé au second, même si une correction majeure ne s'est pas produite. Les marchés européens et américains présentent des performances similaires, tandis que le Japon et les marchés émergents sont restés en retrait.

Les obligations ont offert une bonne performance, notamment celles à haut rendement et la dette émergente, grâce à une baisse générale des rendements et un resserrement des écarts de crédit.

La valeur de l'or s'est renforcée durant le deuxième trimestre. Cette remontée est due à l'augmentation des incertitudes économiques et un environnement de taux bas pour plus longtemps qu'attendu qui encourage la détention d'or dans les portefeuilles. Le pétrole, soutenu par la réduction de la production en Arabie Saoudite et plus récemment l'augmentation des tensions géopolitiques dans le golfe persique, est resté ferme.

Les principales monnaies sont restées stables à ce jour cette année.

Tableau 6: Monnaies (pond. échanges)

	Performance	
	2T19*	2019*
Euro	1.4%	-0.5%
Dollar américain	-0.1%	-0.7%
Franc suisse	1.6%	1.2%
Livre sterling	-3.1%	-0.6%
Yen japonais	3.6%	2.2%
Yuan chinois	-2.9%	-0.1%
Roupie indienne	0.2%	0.7%
Real brésilien	1.3%	1.9%
Rouble russe	3.6%	10.7%

\*Au 27-juin-19. Source: fournisseur d'indice

Tableau 7: Marchés financiers mondiaux

	Cours	Performance EUR		Performance CHF		Performance USD	
		2T19*	2019*	2T19*	2019*	2T19*	2019*
<b>Marchés d'actions</b>							
<b>MSCI Monde</b>	<b>2158</b>	<b>1.2%</b>	<b>15.7%</b>	<b>0.9%</b>	<b>14.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>14.6%</b>
MSCI petites valeurs	403	-1.9%	13.6%	-2.2%	12.3%	-0.7%	12.5%
StoxxEurope600	382	0.8%	13.2%	0.5%	11.9%	2.0%	12.1%
EuroStoxx50	3443	2.7%	14.7%	2.4%	13.4%	3.9%	13.6%
Dax (rendement prix)	12245	3.7%	12.4%	3.4%	11.2%	4.9%	11.3%
Swiss Market Index	9838	4.1%	18.0%	3.8%	16.7%	5.3%	16.9%
Suède (OMX)	1604	2.3%	9.9%	2.0%	8.6%	3.5%	8.8%
USA S&P 500	2914	1.6%	17.4%	1.3%	16.1%	2.8%	16.2%
Japon (Topix)	1549	-1.4%	6.2%	-1.7%	5.0%	-0.2%	5.2%
<b>Actions pays émergents</b>	<b>1048</b>	<b>-2.1%</b>	<b>9.6%</b>	<b>-2.4%</b>	<b>8.3%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>8.5%</b>
Asie émergente	523	-4.1%	8.8%	-4.3%	7.5%	-2.9%	7.7%
Europe émergente	344	8.3%	18.7%	8.0%	17.4%	9.6%	17.5%
Amér. Latine émergente	2843	2.3%	11.9%	2.0%	10.7%	3.5%	10.8%
<b>Obligations</b>							
Allemagne (5-7 ans)	463	1.1%	2.4%	0.8%	1.3%	2.3%	1.4%
Suisse (5-7 ans)	250	0.9%	2.6%	0.6%	1.4%	2.1%	1.5%
Italie (5-7 ans)	773	2.5%	4.4%	2.2%	3.2%	3.7%	3.4%
Euro: oblig. d'entrep. inv. grade	257	2.0%	5.3%	1.8%	4.1%	3.3%	4.3%
Euro: oblig. à ht. redt.	328	2.1%	7.4%	1.8%	6.2%	3.3%	6.4%
oblig. Entrep. améric inv. grade	168	3.4%	12.4%	3.1%	11.1%	4.7%	11.3%
oblig. améric ht. redt.	2097	1.2%	10.9%	0.9%	9.7%	2.4%	9.8%
Dette souveraine émergente	392	2.7%	11.3%	2.4%	10.1%	4.0%	10.2%
<b>Matières premières</b>							
Pétrole (Brent)	66	-4.1%	24.5%	-4.3%	23.1%	-2.9%	23.2%
Métaux industriels	280	-7.7%	2.1%	-8.0%	1.0%	-6.6%	1.1%
Or (dollars l'once)	1405	7.5%	10.7%	7.2%	9.4%	8.8%	9.6%
Matières premières agricoles	363	7.7%	5.2%	7.4%	4.0%	9.0%	4.1%
<b>Hedge Funds</b>							
Hedge fund of funds	6164	-1.1%	5.7%	-1.4%	4.5%	0.1%	4.7%

\* Au 27-juin-19 en %. Hedge funds à la fin du dernier mois disponible. Source: fournisseur d'indice

Décharge: Nous ne garantissons pas la validité des informations incluses dans ce document, bien qu'elles soient basées sur des sources publiques connues pour être fiables. Nous sommes indépendants et ne sommes en affaire avec aucune des sociétés mentionnées dans ce rapport. Les avis, les estimations et les projections figurants dans ce rapport reflètent notre jugement à la date de l'écriture et sont sujet au changement sans avertissement. Nous n'avons aucune obligation de mettre à jour, modifier ou amender ce rapport ni d'aviser les lecteurs si quelque sujet, avis, opinion ou projection devaient changer par la suite ou devenir inexacts. Ce rapport est fourni uniquement à titre informatif et ne constitue en aucun cas une proposition d'acheter ou vendre les actions d'entreprises ou d'autres valeurs s'y rapportant ou de prendre une décision d'investissement. Ce rapport ne doit en aucun cas être disponible pour les résidents des États-Unis ou du Royaume-Uni ou pour tout autre personne à qui la loi pourrait interdire la distribution de ce rapport.

© de Pury Pictet Turrettini & Cie S.A. 2019

de Pury Pictet Turrettini & Cie S.A.  
12, rue de la Corrairie  
Case Postale 5335  
CH-1211 Genève 11  
Tél. +41 22 317 00 30  
Fax +41 22 317 00 33  
[www.ppt.ch](http://www.ppt.ch)