ÉCONOMIE & STRATÉGIE

HEBDOMADAIRE DU 4 JANVIER 2016

CONCLUSIONS :

- Marchés : en 2016, il sera préférable d'avoir la santé
- Scénario macroéconomique : 2016, une transition économique à haut risque
- États-Unis : le début d'une nouvelle ère
- Zone Euro : la croissance devient (enfin) visible
- Emergents : la Chine est la principale source d'activité… et de risques

MARCHÉS

EN 2016, IL SERA PREFERABLE D'AVOIR LA SANTE

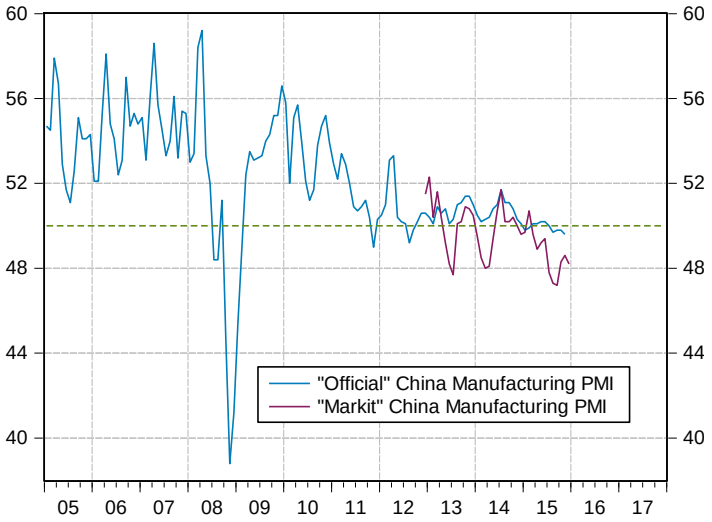
Alors que l'année 2015 s'est terminée sans euphorie, 2016 commence de manière compliquée pour les bourses mondiales. **Ce lundi 4 janvier, les cotations ont été suspendues à la bourse de Shanghai et de Shenzen, alors qu'elles perdaient respectivement -6.9% et -8.2%** (cf. graphique). Les échanges avaient déjà été interrompus pendant quelques minutes, mais sans succès. À 13h34, afin d'enrayer la volatilité des cours et d'éviter que ne se répète le krach de l'été 2015, les échanges ont été suspendus pour la journée.

Chinese Equities : Shanghai & Shenzhen CSI 300 Index

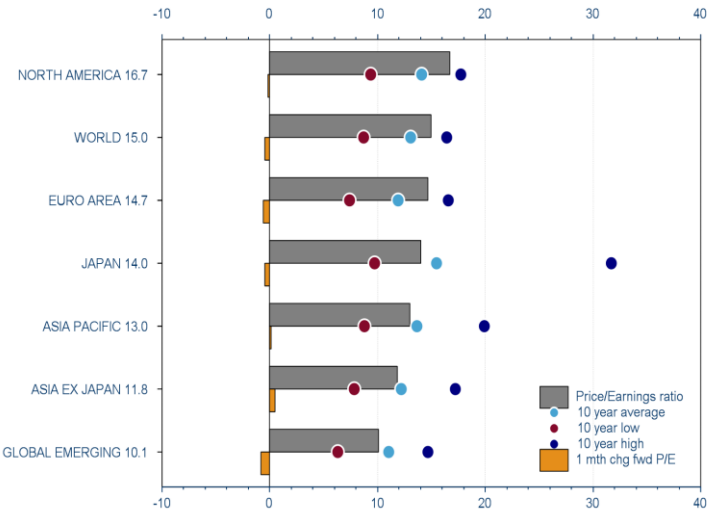
Dans un premier temps, les investisseurs ont mal réagi aux dernières enquêtes manufacturières. Pour la septième fois en huit mois, l'indice Markit des directeurs d'achat (PMI) a reculé. Il est tombé à 48.2 points au mois de décembre, contre 48.6 précédemment, nettement au-dessous de la barre des 50 points qui sépare les zones de contraction et d'expansion de l'activité économique industrielle chinoise (cf. graphique de gauche).

Dans un second temps, les investisseurs se sont inquiétés de la prochaine levée des mesures prises, l'an dernier par les autorités chinoises, **pour enrayer la chute des marchés.** Pour mémoire, cette règle avait interdit aux grands actionnaires de vendre leurs titres durant six mois, c'est-à-dire entre le 9 juillet et le 8 janvier.

China : Purchasing Managers Indices



Equity Valuation by Region (12m Forward PE)



Ce premier épisode de l'année 2016 nous conforte dans notre analyse. Le secteur industriel mondial, et notamment chinois, n'est clairement pas en grande forme. Il est capable, à lui seul, de générer une très forte volatilité sur les marchés financiers et des périodes de stress plus fréquentes en 2016. **Après 7 ans de bull market, les actions ne sont plus bon marché** (cf. graphique de droite). Au Japon, la Bourse de Tokyo a déjà fait les frais de cet environnement nerveux. L'indice Nikkei a chuté de plus de -3%.

En revanche, cette réalité ne doit pas masquer la très bonne tenue du secteur des services. Comme nous le détaillons plus loin (cf. article en page 9), un rebond émergent – pour être durable – requiert une stabilisation de l'activité en Chine. Les derniers chiffres parus accréditent ce scenario de *soft landing*. La divergence de croissance entre les dynamiques industrielles – en berne car pénalisées par une surcapacité chronique – et des services illustre la progressive transition vers un modèle de consommation privée. Les velléités de Pékin de positionner la Chine comme puissance internationale incontournable cadrent avec les

moyens colossaux à disposition. Ainsi, les conditions monétaires étant encore restrictives, davantage d'opérations accommodantes verront le jour en 2016. Sur le plan des réformes, les avancées et le bon timing des projets d'assainissement des entreprises d'Etat et du marché de la dette gouvernementale seront à suivre de très près.

Au niveau international, le secteur des services bénéficie du dynamisme de la consommation des ménages, elle-même étayée par les créations d'emploi, la dynamique de crédit et la maîtrise de l'inflation structurelle et, pour certains pays comme les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la Chine, la progression des salaires.

SCÉNARIO MACROÉCONOMIQUE

2016, UNE TRANSITION ECONOMIQUE A HAUT RISQUE

Ce premier *Hebdo* de l'année est consacré aux grandes thématiques économiques qui animeront 2016. Depuis 15 ans, il reflète le point de vue *top-down* des économistes de la Banque Privée. Il se veut aussi clair et précis que possible mais ne constitue qu'une partie de l'analyse. Il ne doit, en aucun cas, être assimilé à des recommandations d'investissement.

1. **La croissance mondiale provient principalement des pays développés.**
   Les États-Unis et l'Europe progressent au-dessus de leur potentiel de croissance, tandis que le Japon sort de récession. La Chine parvient à stabiliser sa croissance entre 5% et 7%.
   RISQUE : Un ralentissement économique dans l'une de ces zones serait contagieux.

2. **La consommation des ménages soutient la demande.**
   Les achats domestiques sont étayés par les créations d'emploi, la dynamique de crédit et la maîtrise de l'inflation structurelle. La consommation sera d'autant plus robuste pour les pays dont la progression des salaires est forte : les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la Chine.
   RISQUE : La faiblesse de l'investissement et du commerce mondial annihilent cet effet positif.

3. **Dans les pays émergents, la Chine est la principale source d'activité.**
   Tandis que le Brésil et la Russie tentent de s'extirper de la récession, la profonde transition économique de la Chine est observée à la loupe. L'essor d'une consommation privée permet au secteur des services d'être résilient. L'accroissement du commerce intra-émergent renforce l'influence de la Chine sur la sphère émergente.
   RISQUE : Un *hard landing* de la Chine constitue le risque majeur pour 2016.

4. **L'inflation rebondira fortement en début d'année, pour se stabiliser ensuite.**
   Elle demeurera sous les objectifs officiels des banques centrales.
   RISQUE : Une hausse exagérée des salaires ou du pétrole raviverait les craintes inflationnistes.

5. **Les banques centrales ne créeront plus beaucoup de surprises.**
   La Fed augmentera ses taux de 100 points de base par an, la BoE également mais légèrement plus tard. La BCE, la BoJ et la BNS resteront accommodantes, continuant d'imprimer de la monnaie.
   RISQUE : La Fed et la BoE pourraient être en décalage avec le cycle économique, ou perçues comme tel.

6. **Les taux souverains progresseront…**
   La croissance potentielle relativement basse, la création monétaire importante en Europe et au Japon, ainsi que l'excès d'épargne mondiale, empêchent une envolée des rendements obligataires à 10 ans : 3.1% aux US, 2.9% aux UK, 1.2% en zone Euro, 0.7% au Japon et 0% en Suisse.
   RISQUE : Les craintes inflationnistes pousseraient les taux plus haut, plus vite.

7. **… et les *spreads corporate* se compresseront.**
   Historiquement, les écarts de rendements entre les obligations d'entreprises et la dette souveraine se compressent lorsque la Fed durcit sa politique monétaire. Aux taux actuels, les obligations *corporate* rémunèrent le risque sous-jacent. Il est temps de s'y intéresser.
   RISQUE : Si la hausse des taux est trop forte, elle effacera les gains sur le *spread.*

8. **Les marchés actions seront soutenus par la croissance des bénéfices.**
   La croissance des bénéfices sera positive, notamment en Europe. Toutefois, encouragés par les politiques monétaires expansives des banques centrales, les investisseurs en actions ont déjà anticipé ce phénomène.
   RISQUE : Une mauvaise surprise économique est susceptible de générer une contraction des multiples.

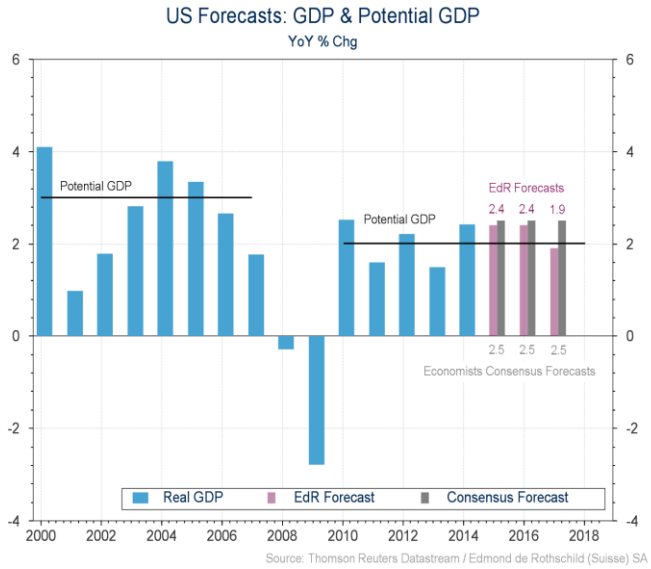
9. **Parmi les pays émergents, priorité à ceux qui se réforment.**
   Il convient de favoriser les économies aux fondamentaux robustes, exposées aux économies développées et engagées dans la voie des réformes comme l'Asie, l'Europe de l'Est ou le Mexique.
   RISQUE : Si la croissance mondiale est trop faible, le potentiel de hausse des marchés émergents sera limité.

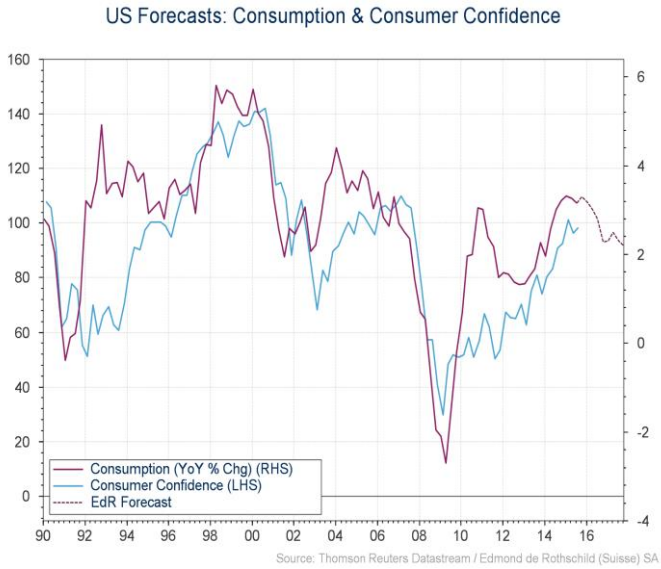
10. **Le dollar s'apprécie mais il commence à devenir cher.**
    Le dollar et la livre sterling continuent de profiter de la dichotomie de politiques monétaires entre la Fed et la BoE d'un côté, et le reste du monde de l'autre. Toutefois, les marchés ont déjà anticipé une bonne partie de cette situation en 2014 et 2015. (1.01 vs EUR, 135 JPY, 1.61 vs GBP, 1.03 CHF).
    RISQUE : Alors que le dollar est déjà suracheté, son appréciation semble trop consensuelle.

ETATS-UNIS

LE DEBUT D'UNE NOUVELLE ERE

En 2016, **l'activité économique américaine progressera sur le même rythme qu'en 2015.** Notre estimation pointe à 2.4%, légèrement au-dessus du potentiel de croissance situé à 2%. Toutefois, derrière cette activité vigoureuse se cache une dynamique plus fragile qu'il n'y paraît. Un risque de ralentissement au deuxième semestre, ou en 2017 pourrait entraîner le Produit Intérieur Brut (PIB) en-dessous de son équilibre (graphique de gauche).



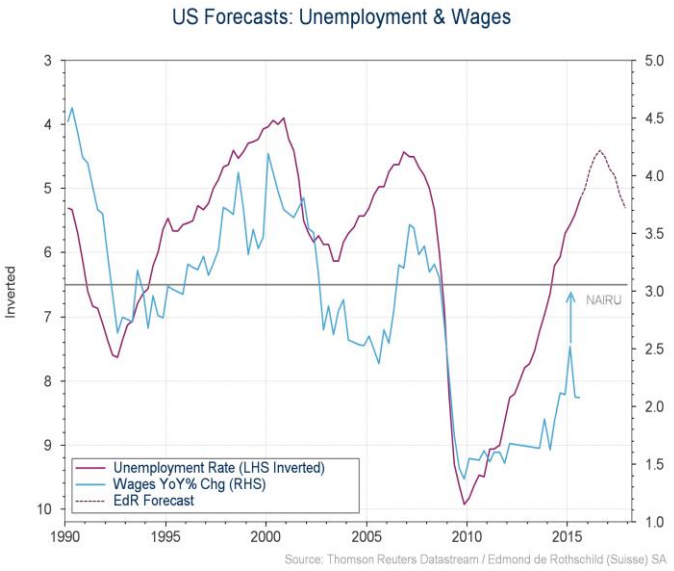


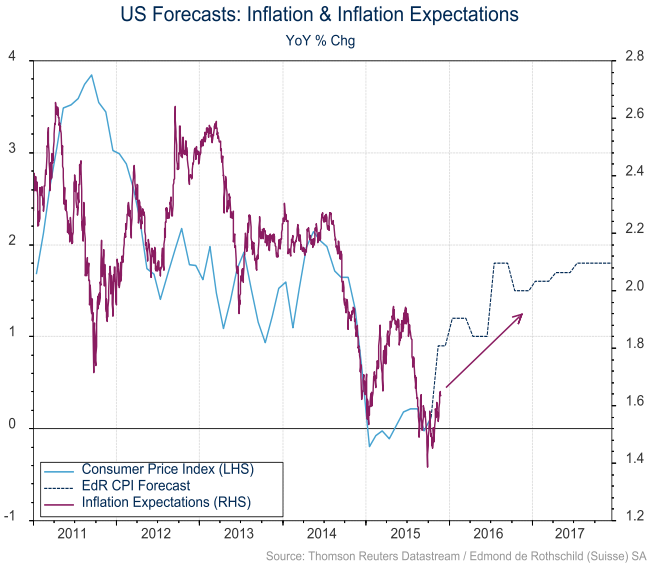
Le consommateur américain maintiendra son rôle de locomotive de la croissance américaine, avec une progression de ses dépenses d'environ 2.8% en 2016 (cf. graphique de droite). Ces chiffres sont prometteurs, sachant que la consommation représente quelque 65% du PIB. Celle-ci sera encouragée par des salaires croissants, compte tenu de la nette amélioration du marché du travail. Le chômage devrait d'ailleurs décroître davantage et atteindre un plus bas de 4.4% (cf. graphique de gauche ci-après).

Dans ce contexte de demande intérieure solide, l'inflation reprendra enfin. Les effets de la forte baisse des prix du pétrole se dissiperont. Sous condition que les prix énergétiques se stabilisent au niveau actuel, l'indice des prix devrait fortement rebondir au premier trimestre 2016, pour ensuite se stabiliser en-dessous de la cible d'inflation de 2%. Les attentes d'inflation rebondiront également au premier trimestre (cf. graphique de droite ci-après).

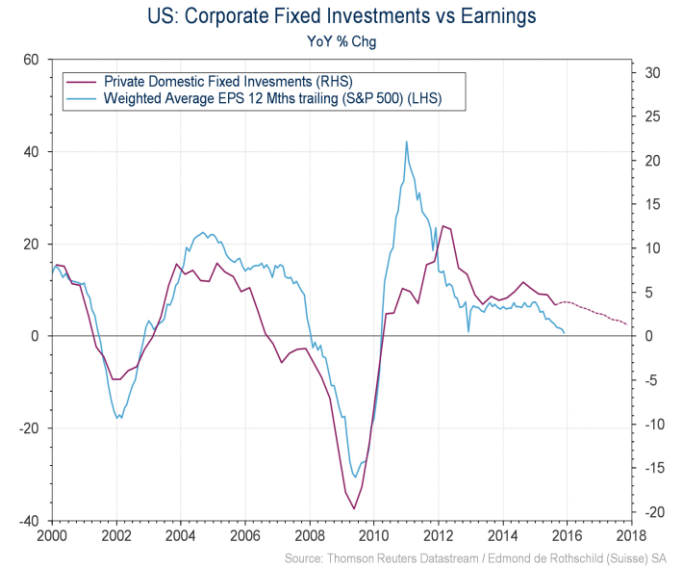
Mais le resserrement monétaire de la Fed et l'appréciation du dollar y associée continueront à affecter la balance commerciale et la production industrielle. La fragilité de la demande mondiale et la hausse des prix à la production seront également des facteurs défavorables aux exportations. L'attentisme des entreprises

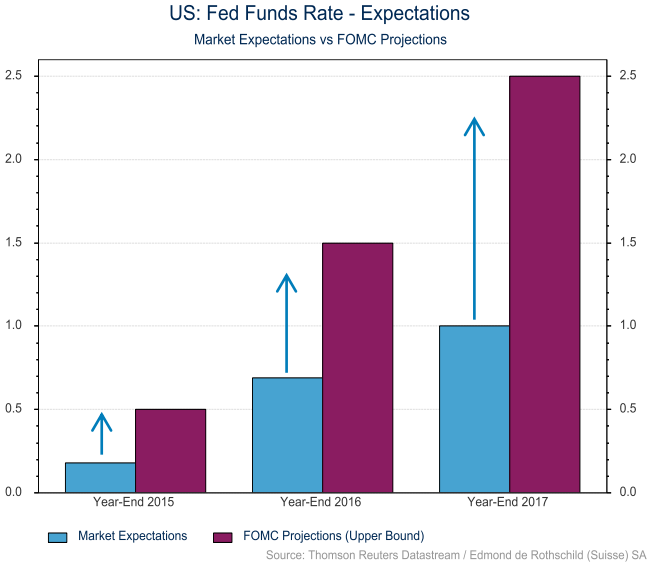
en termes d'investissement en capitaux fixes se poursuivra ainsi à travers 2016, progressant de 3.2% contre 5.3% en moyenne au cours des cinq dernières années (cf. graphique de gauche en bas de page).



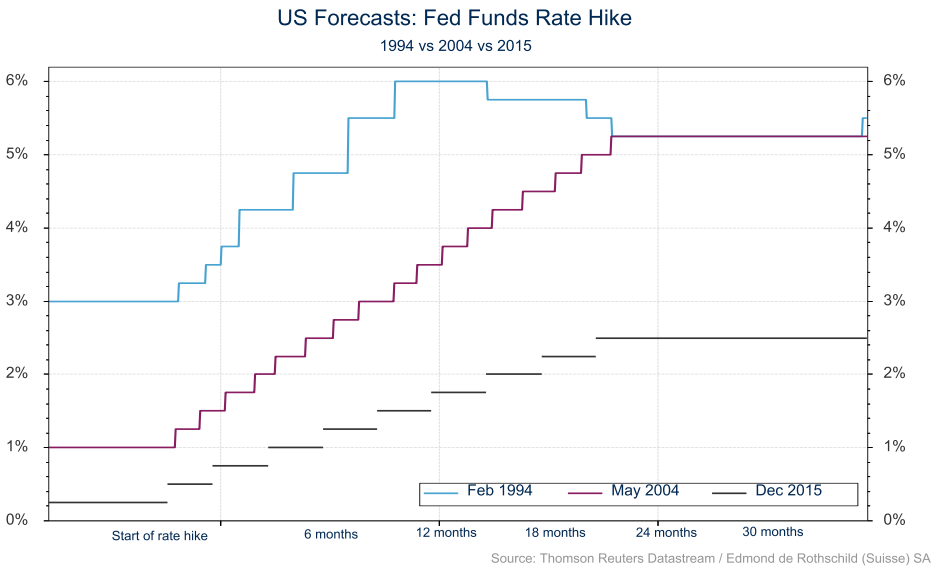


Enfin, l'année qui s'ouvre sera avant tout marquée par une nouvelle ère, celle d'une politique monétaire restrictive. Après dix années de politiques ultra-accommodantes, la Réserve Fédérale (Fed) a débuté une série de hausses des taux d'intérêt directeurs le 16 décembre 2015. Elle s'apprête à adopter un rythme cadencé de 100 points de base en 2016 (cf. graphique en page suivante). Etant donné les perspectives de croissance et d'inflation, mais également le retard que la Fed a pris par rapport au cycle économique ces dernières années, elle devrait pouvoir tenir sa promesse.





Or cette cadence n'est intégrée ni par les investisseurs qui ne prévoient que deux hausses de 25 points de base en 2016 (cf. graphique de droite en page précédente) ni par les économistes dont seuls 60% s'attendent à une hausse de taux en mars. Si le marché obligataire se voit obligé de s'aligner aux projections de la Fed, une onde de déception pourrait venir perturber les marchés.



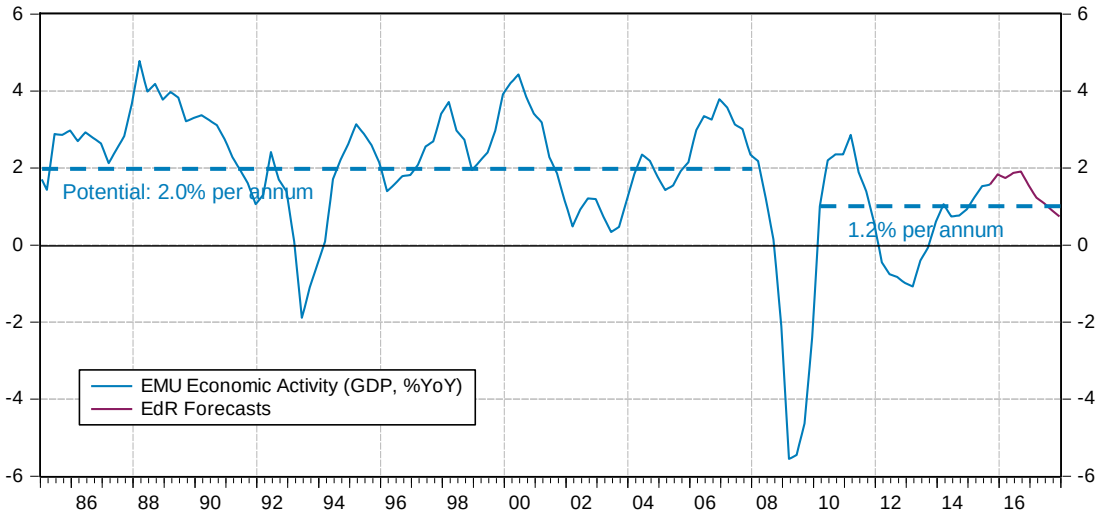
ZONE EURO

LA CROISSANCE DEVIENT (ENFIN) VISIBLE

La croissance économique s'installe en Zone Euro. Nos estimations économétriques nous permettent d'anticiper une progression annuelle du Produit Intérieur Brut (PIB) de 2% durant les six premiers mois de 2016. Ensuite, il n'est pas impossible que la croissance fléchisse quelque peu. Rien de dramatique. Cette dernière ne peut tout simplement pas rester durablement au-dessus de son potentiel de long terme, à savoir 1.2% (cf. graphique ci-après).

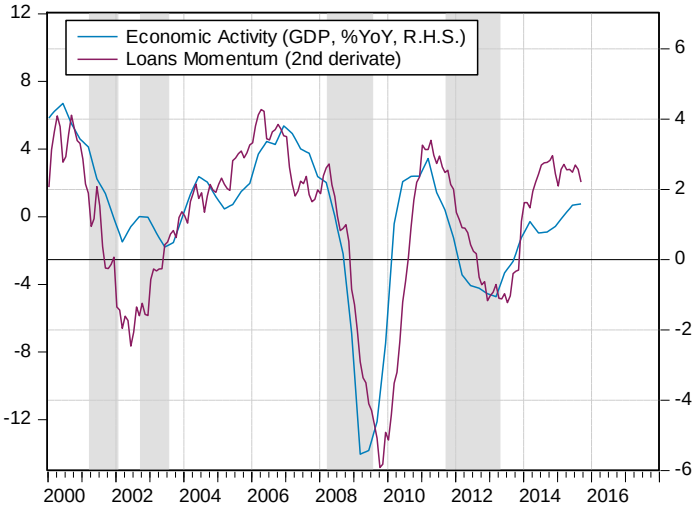
La politique monétaire de la Banque Centrale Européenne (BCE) n'est pas sans rapport avec cette situation de reprise économique. Après avoir soutenu le système bancaire à bout de bras entre 2008 et 2014, Francfort a finalement opté pour des injections massives de liquidités en 2015 et 2016. Le Quantitative Easing mené par la BCE porte ses fruits : retour de la confiance, dépréciation de l'euro et reprise du crédit (cf. graphique de gauche en page suivante). Tous ces éléments favorisent l'activité sur le Vieux Continent.

Euro Area Economic Activity (GDP, %YoY)

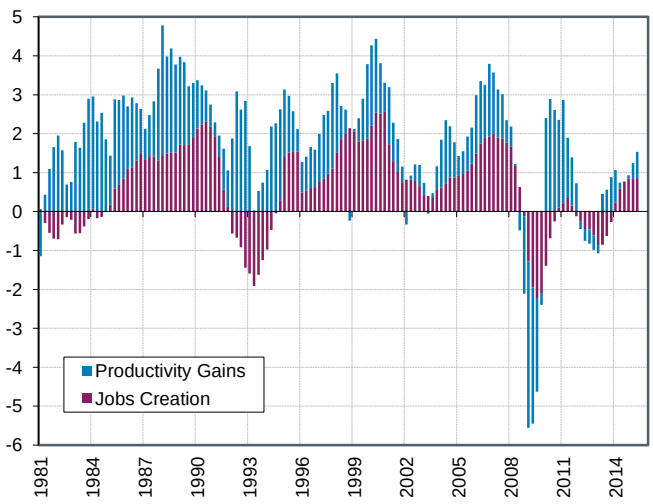


Pour la première fois depuis 2008, l'emploi est également au rendez-vous (cf. graphique de droite). Il rend la croissance pérenne en favorisant l'accroissement du pouvoir d'achat des ménages, leur sentiment de confiance et in fine leurs dépenses de consommation.

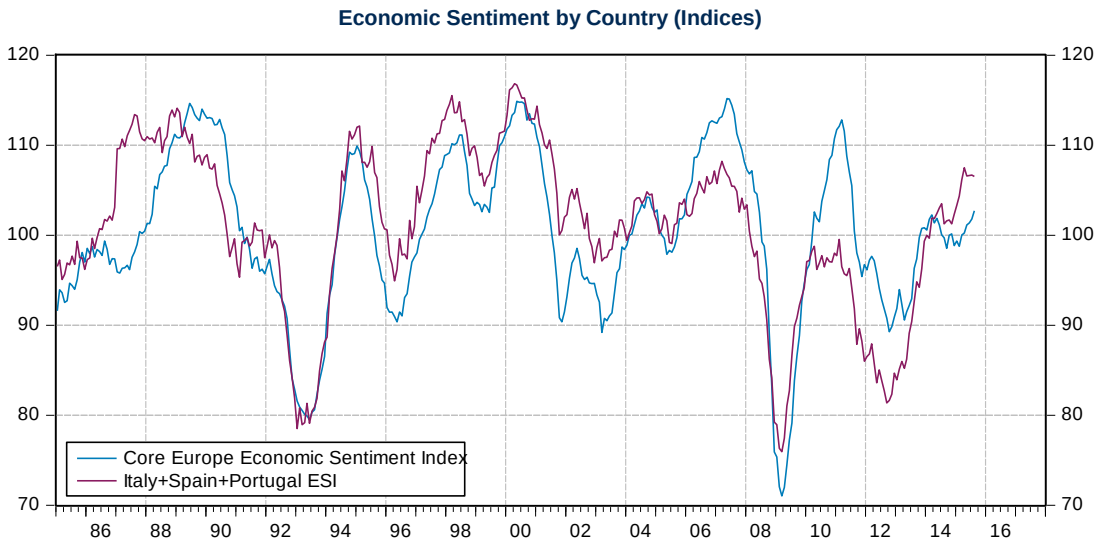
GDP Growth vs Momentum in lending



GDP Decomposition: Productivity Gains and Job Creation



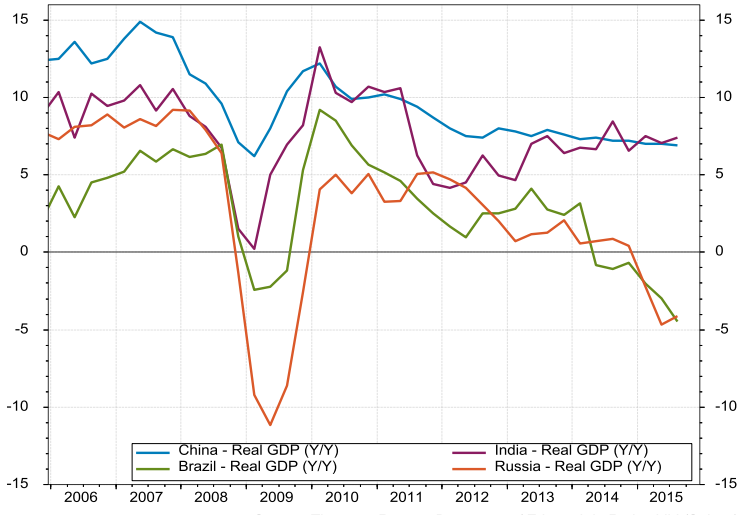
Les pays périphériques sont les grands bénéficiaires de cette embellie. Après quatre ans de disette, les efforts commencent à porter leurs fruits. Désormais, l'Italie, le Portugal et, plus encore, l'Irlande et l'Espagne sont sur une dynamique de croissance supérieure à celle des pays cœur de l'Europe, tels que l'Allemagne, la France ou les Pays-Bas (cf. graphique ci-après).



ÉMERGENTS

LA CHINE EST LA PRINCIPALE SOURCE D'ACTIVITÉ ET DE RISQUES

Jamais tout au long de 2015 les marchés émergents n'ont semblé en mesure de vaincre une déprime vieille d'une demi-décennie. Au déclin des principales matières premières se sont ajoutées les turbulences boursières en Chine et la dépréciation inattendue du yuan. L'incertitude politique en Turquie, en Russie et au Brésil n'a guère aidé tandis que le flou entourant le resserrement monétaire américain poussait à la dépréciation l'ensemble des devises émergentes.



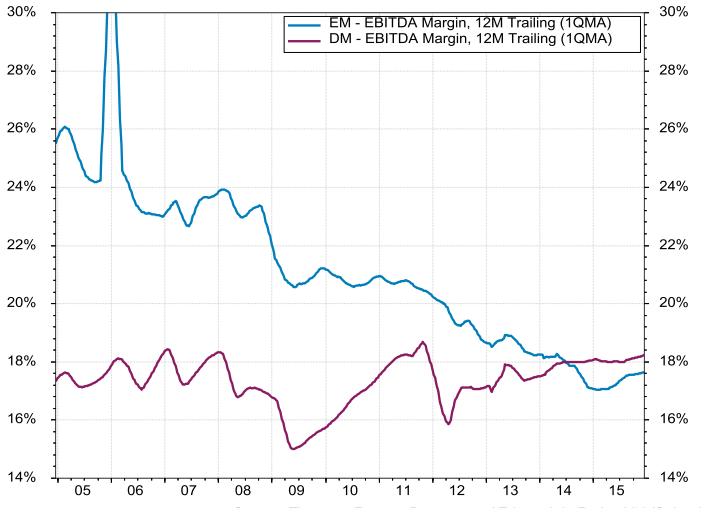
2016 s'ouvre donc sur une cinquième année consécutive de contreperformance des marchés émergents face à leurs homologues développés. Et sur une cohorte de questions. **Renouer avec le super-cycle de la décennie passée tient-il du fantasme ?** Est-ce la seule conjonction de facteurs conjoncturels défavorables qui explique cette apathie ou doit-on structurellement réviser à la baisse le potentiel intrinsèque des pays émergents ? La trajectoire de croissance des BRIC sera-t-elle homogène ou les disparités fondamentales intra-pays créeront-elles une discrimination en termes de performance (cf. graphique en page précédente) ?

Ralentissement conjoncturel vs. structurel : un peu d'histoire

Favorables lors du précédent cycle, les facteurs conjoncturels œuvrent aujourd'hui contre les émergents. L'intensité moindre de l'activité économique mondiale, la déprime des principales matières premières, le ton plus restrictif de la Fed et le dollar fort y associé en sont les meilleures illustrations. Pourtant, l'orientation défavorable de ces variables n'explique pas tout. **La réalité fondamentale des économies émergentes s'est significativement transformée depuis le cycle porteur de 2002-08, légitimant la défiance des investisseurs à l'égard de cette zone ces dernières années.**

Au tournant du millénaire, le recours massif des ménages américains à l'endettement a entretenu une consommation privée vigoureuse laquelle s'est révélée un débouché commercial de choix pour les exportateurs asiatiques. Ceux-ci ont englobé dans cette spirale de croissance les pays producteurs de matières premières comme le Brésil, la Russie ou l'Afrique du Sud. Ce mode de développement fût stoppé net en 2008 suite au désendettement marqué des ménages américains, touchés de plein fouet par les excès passés et la crise des *subprimes*. Amputées de leurs « acheteurs naturels » et en quête de nouveaux relais de croissance, les économies émergentes – la Chine en tête – se sont engagées dans de vastes programmes d'investissement industriel, de financement d'infrastructures et autres plans de relance. Ce revirement économique a accouché d'une réalité économique binaire, l'activité soutenue des émergents contrastant avec l'atonie des développés. En 2011 pourtant, le profond marasme des pays développés rattrapait les émergents, ces derniers ne parvenant pas à relever la tête et voyant les sorties de capitaux s'accentuer.

Fait étrange, ces trois périodes – pourtant portées par des dynamiques de croissance différentes – ont pour point commun la détérioration continue du rendement du capital investi dans le monde émergent (cf. graphique de gauche ci-après). Jugée peu préoccupante lors des phases d'expansion, cette faiblesse s'est érigée ces dernières années comme la principale variable explicative de la fragilité émergente. En poussant l'analyse, **il apparaît que c'est la profitabilité des entreprises qui pose problème : les marges bénéficiaires dégagées n'ont eu de cesse de s'éroder pour aujourd'hui figurer sous le seuil des économies développées** (cf. graphique de droite ci-après). Ce phénomène de profitabilité en déclin trouve principalement ses racines dans le rythme de croissance des salaires émergents, bien plus élevé que les gains de productivité enregistrés.



Tout l'enjeu désormais pour les économies émergentes est de s'extraire de ce manque d'efficience opérationnelle pour renouer avec des niveaux de rentabilité plus en ligne avec leur potentiel sous-jacent.

Vers un retournement structurel ?

Dans cette optique, l'environnement de croissance mondiale modérée restreint les perspectives d'expansion du chiffre d'affaires dégagé par les entreprises émergentes. De même, le levier de l'endettement – amplement actionné en 2009-10 lors des plans de relance – ne pourra à lui seul restaurer la rentabilité passée. **Les économies émergentes sont donc acculées, forcées à reconsidérer un modèle de croissance empreint de poches d'inefficience, qu'elles portent sur l'allocation du capital ou des ressources de production**. Certains pays – comme l'Inde, le Mexique ou la Chine – ont intégré ce nouveau paradigme et se sont engagés dans la voie des réformes structurelles. D'autres – à l'instar du Brésil – ne disposent pas de la marge de manœuvre ou du consensus politique nécessaire pour le faire.

Aussi, la nature des flux commerciaux a muté au cours des dernières années. Si, précédemment, la bonne santé du consommateur développé – américain – aidait grandement les exports émergents, les échanges commerciaux intra-émergents se sont accrus. De fait, **un rebond de l'activité des émergents présuppose un regain d'activité significatif au sein de la sphère émergente**. Assez nettement, les perspectives de croissance ne sont aujourd'hui pas suffisamment fortes pour considérer ce scénario. Il convient dès lors d'opérer une discrimination favorisant les pays exposés aux dynamiques de croissance des pays développés (Mexique, Europe de l'Est) ou à la croissance organique forte (Inde).

Enfin, **un rebond émergent – pour être durable – requiert une stabilisation de l'activité en Chine**. Les derniers chiffres parus accréditent ce scenario de *soft landing*. La divergence de croissance entre les dynamiques industrielles – en berne car pénalisées par une surcapacité chronique – et des services illustre

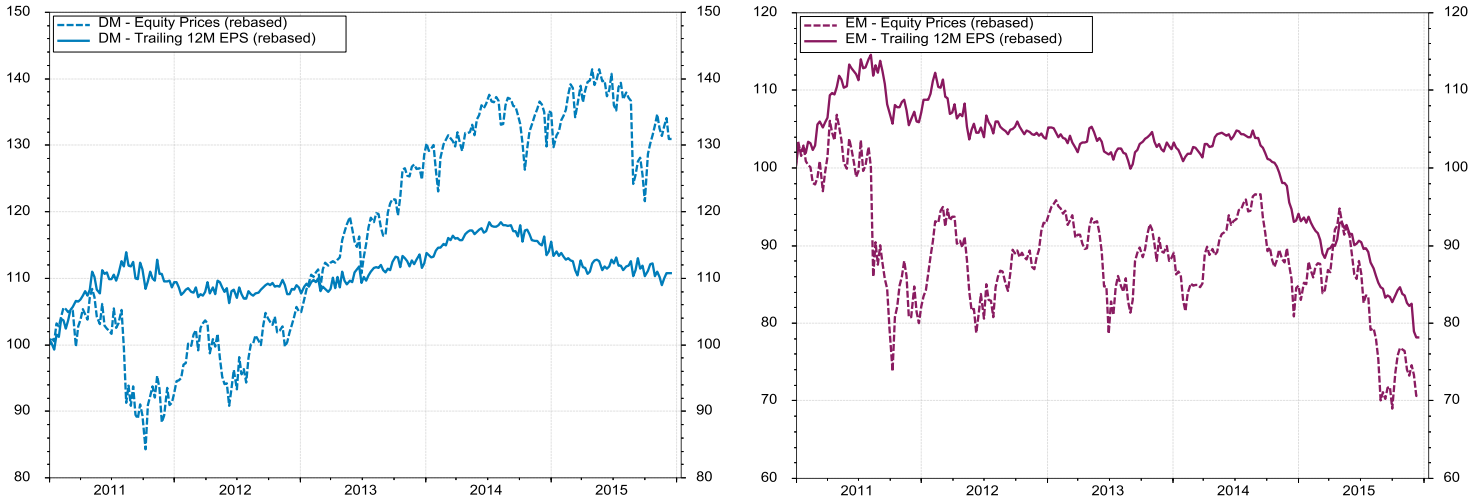
la progressive transition vers un modèle de consommation privée. Les velléités de Pékin de positionner la Chine comme puissance internationale incontournable cadrent avec les moyens colossaux à disposition. Ainsi, les conditions monétaires étant encore restrictives, davantage d'opérations accommodantes verront le jour en 2016. Sur le plan des réformes, les avancées et le bon timing des projets d'assainissement des entreprises d'Etat et du marché de la dette gouvernementale seront à suivre de très près.

Implications de marché

On le voit, une inversion des dynamiques de marché dans les pays émergents devra réunir la stabilisation de l'économie chinoise, une avancée effective dans les réformes structurelles et une amélioration de la profitabilité des entreprises. **Ce dernier point est la grande interrogation de 2016 et restreint le potentiel d'appréciation des émergents à court terme**.

Les marchés émergents disposent d'un atout puissant face à leurs pairs développés : l'exode massif des capitaux depuis 2011 fait que la valorisation des actions émergentes reflète correctement leur qualité sous-jacente (cf. graphiques). A cet effet, **si le potentiel de baisse des marchés émergents n'a pas totalement disparu après cinq années d'ajustement, il n'en reste qu'il s'est significativement réduit**.

Evolution des profits et indices : marchés développés vs. émergents



En synthèse, 2016 – et l'exemple parlant est à nouveau donné par la Chine – devrait être une année de transition. **Si les perspectives de gain à court terme seront vraisemblablement limitées, l'investisseur tient une occasion réelle de reconsidérer la thématique émergente au sein d'un portefeuille diversifié**. 2016 peut être le bon point de départ pour (re)construire progressivement une position sur cette partie du monde dont l'impact sur la croissance du Produit Intérieur Brut n'ira qu'en grandissant.

PREVISIONS ECONOMIQUES

Contributions à la croissance de l'activité économique mondiale

Economic Activity	GDP 2014	GDP 2015 Economist Estimates	GDP 2016 Economist Estimates	Country Weights	Contribution 2016
United States	2.4%	2.5%	2.5%	23.2%	0.58%
Canada	2.4%	1.2%	1.8%	2.0%	0.04%
Euro Area	0.9%	1.5%	1.7%	14.5%	0.25%
United Kingdom	2.6%	2.4%	2.3%	4.0%	0.09%
Switzerland	1.9%	0.9%	1.2%	0.8%	0.01%
Russia	0.5%	-3.8%	-0.5%	1.9%	-0.01%
Japan	0.2%	0.6%	1.1%	4.9%	0.05%
China	7.4%	6.9%	6.5%	17.8%	1.16%
India	4.7%	7.4%	7.4%	3.6%	0.26%
Brazil	0.1%	-3.5%	-2.5%	2.1%	-0.05%
Mexico	2.1%	2.5%	2.8%	1.6%	0.04%
Others	4.4%	3.3%	4.8%	23.6%	1.14%
WORLD	**3.4%**	**3.1%**	**3.6%**	**100%**	**3.6%**

Source : Bloomberg Momentum (vs Last Estimates) Performance (Over \ Under)

Remarques :

- Croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) en 2014. Prévisions en 2015 et 2016.
- Le poids de chaque pays est calculé à partir de son PIB en USD, sur la base des chiffres de la Banque Mondiale.
- La contribution à la croissance mondiale est calculée de la manière suivante : croissance du PIB de chaque pays multiplié par son poids. La somme des contributions donne 3.6%, soit une bonne estimation de la progression du PIB mondial en 2016.

MARCHES FINANCIERS

Performances des principaux indices internationaux

Markets Performances (local currencies)	Last Price	1-Week (%)	1-Month (%)	Year-to-Date (%)	Last Year (%)
Equities					
World (MSCI)	399	-0.7%	-1.8%	n.a.	-1.8%
United States (S&P 500)	2'044	-0.8%	-1.6%	n.a.	1.4%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	338	-0.3%	-5.5%	-2.2%	11.2%
United Kingdom (FTSE 100)	6'138	-0.2%	-1.7%	-1.8%	-1.0%
Switzerland (SMI)	8'688	1.3%	-1.9%	-1.5%	1.1%
Japan (NIKKEI)	18'451	0.9%	-3.5%	-3.1%	11.0%
Emerging (MSCI)	794	-1.2%	-2.4%	n.a.	-14.8%
Bonds (Bloomberg/EFFAS)					
United States (7-10 Yr)	2.23%	-0.2%	-0.9%	0.0%	2.1%
Euro Area (7-10 Yr)	1.47%	0.3%	-1.3%	0.0%	1.0%
Germany (7-10 Yr)	0.58%	0.2%	-1.3%	0.0%	0.9%
United Kingdom (7-10 Yr)	1.91%	-0.3%	-1.3%	0.0%	0.7%
Switzerland (7-10 Yr)	-0.04%	-0.3%	-2.8%	0.0%	3.7%
Japan (7-10 Yr)	0.26%	0.1%	0.5%	0.0%	1.4%
Emerging (5-10 Yr)	5.16%	0.1%	-1.5%	0.0%	1.6%
United States (IG Corp.)	3.63%	-0.1%	-1.2%	0.0%	-0.8%
Euro Area (IG Corp.)	1.21%	0.0%	-0.9%	0.0%	-0.5%
Emerging (IG Corp.)	4.65%	0.0%	-1.5%	0.0%	-2.3%
United States (HY Corp.)	8.96%	0.3%	-2.8%	0.0%	-3.5%
Euro Area (HY Corp.)	5.38%	-0.6%	-2.5%	0.0%	0.3%
Emerging (HY Corp.)	10.64%	0.2%	-2.9%	0.0%	3.6%
United States (Convert. Barclays)	43	-0.3%	-1.4%	n.a.	-0.8%
Euro Area (Convert. Exane)	7'498	0.4%	-1.6%	n.a.	7.6%
Real Estate					
World (MSCI)	190	-0.1%	0.9%	n.a.	1.0%
United States (MSCI)	200	0.2%	1.8%	n.a.	4.6%
Euro Area (MSCI)	210	0.3%	-3.2%	n.a.	16.1%
United Kingdom (FTSE)	6'593	0.3%	0.5%	n.a.	9.4%
Switzerland (DBRB)	3'581	0.6%	2.3%	n.a.	4.6%
Japan (MSCI)	270	-0.4%	-1.2%	n.a.	0.9%
Emerging (MSCI)	100	-0.3%	1.4%	n.a.	-6.8%
Hedge Funds (Dow Jones)					
Hedge Funds Industry	555	n.a.	0.2%	n.a.	0.1%
Distressed	732	n.a.	-0.8%	n.a.	-4.6%
Event Driven	601	n.a.	-1.2%	n.a.	-5.1%
Fixed Income	302	n.a.	0.1%	n.a.	0.4%
Global Macro	903	n.a.	1.4%	n.a.	2.3%
Long/Short	677	n.a.	-0.1%	n.a.	3.6%
Managed Futures (CTA's)	324	n.a.	3.7%	n.a.	1.3%
Market Neutral	265	n.a.	-1.0%	n.a.	0.1%
Multi-Strategy	520	n.a.	0.2%	n.a.	3.6%
Short Bias	30	n.a.	-3.3%	n.a.	-2.3%
Commodities					
Commodities (CRB)	379	0.4%	-0.2%	n.a.	-15.2%
Gold (Troy Ounce)	1'073	0.3%	-1.0%	1.0%	-10.6%
Oil (Brent, Barrel)	36	-1.0%	-16.9%	1.1%	-35.9%
Currencies					
USD	98.2	0.3%	-0.1%	-0.4%	9.3%
EUR	1.09	-0.5%	0.3%	0.5%	-10.2%
GBP	1.48	-0.7%	-2.3%	0.2%	-5.4%
CHF	1.00	-0.3%	0.1%	0.6%	-0.8%
JPY	119.0	1.2%	3.5%	1.1%	-0.4%

Source : Bloomberg

Momentum (1-week / 1-month / 3-month)

Performance (Negative \ Positive)

AVERTISSEMENT

La présente brochure a été élaborée par Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., 18 rue de Hesse, 1204 Genève, Suisse. Edmond de Rothschild (Europe), établie au 20 boulevard Emmanuel Servais, 2535 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg et placée sous la supervision de la Commission de Surveillance du Secteur Financier à Luxembourg, ainsi que Edmond de Rothschild (France), Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 83.075.820 euros, soumise au contrôle de L'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) dont le siège social est situé 47, rue du Faubourg Saint-Honoré 75008 PARIS, se contentent de mettre à disposition de leurs clients ladite brochure dans leurs propres locaux ou dans les locaux de leurs succursales.

Les données chiffrées, commentaires, analyses et les travaux de recherche en investissement figurant dans cette brochure reflètent le sentiment d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., quant à l'évolution des marchés compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations en sa possession à ce jour. Les données chiffrées, commentaires, analyses les travaux de recherche en investissement figurant dans cette brochure peuvent s'avérer ne plus être actuels ou pertinents au moment où l'investisseur prend connaissance de la brochure, notamment eu égard à la date de publication de cette dernière ou encore en raison de l'évolution des marchés.

Chaque analyste mentionné dans le présent document certifie que les points de vue qui y sont exprimés à l'endroit des entreprises et des titres qu'il est amené à évaluer reflètent précisément son opinion personnelle. Sa rémunération n'est pas liée directement ou indirectement à des recommandations et opinions particulières émises dans ce document. Des détails sur la méthodologie de notation de Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. sont disponibles gratuitement sur simple demande.

En aucun cas, la responsabilité d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., ou d'Edmond de Rothschild (Europe) ou d'Edmond de Rothschild (France) ne saurait être engagée par une décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation prise sur la base desdits commentaires et analyses.

Par ailleurs, la responsabilité d'Edmond de Rothschild (Suisse) S.A., ou d'Edmond de Rothschild (Europe) ou d' Edmond de Rothschild (France) ne saurait être engagée en raison d'un dommage subi par un investisseur et résultant du contenu ou de la mise à disposition de cette brochure.

En effet, cette brochure a vocation uniquement à fournir des informations générales et préliminaires aux investisseurs qui la consultent et ne saurait notamment servir de base à une quelconque décision d'investissement, de désinvestissement ou de conservation.

Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. recommande dès lors à chaque investisseur de se procurer les différents descriptifs réglementaires de chaque produit financier avant tout investissement, pour analyser son risque et forger sa propre opinion indépendamment, en s'entourant au besoin, de l'avis de tous les conseils spécialisés dans ces questions afin de s'assurer de l'adéquation de cet investissement à sa situation financière et fiscale.

Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Ces données ne peuvent être reproduites ni utilisées en tout ou partie.

Copyright © EDMOND DE ROTHSCHILD (Suisse) S.A. – Tous droits réservés.

EDMOND DE ROTHSCHILD

EDMOND DE ROTHSCHILD (SUISSE) S.A.

Rue de Hesse 18 – 1204 GENÈVE – Suisse - T. +41 58 818 91 91
Avenue Agassiz 2 – 1003 LAUSANNE – Suisse – T. +41 21 318 88 88
Rue de Morat 11 – 1700 FRIBOURG – Suisse – T. +41 26 347 24 24

www.edmond-de-rothschild.ch