



Tendances économiques & Marchés obligataires

Tendances économiques

- Etats-Unis
- Zone euro
- Grande-Bretagne
- Suisse
- Eclairage risque de crédit

Contexte économique et obligations

- Pistes stratégiques

Rendements 'réels' historiques

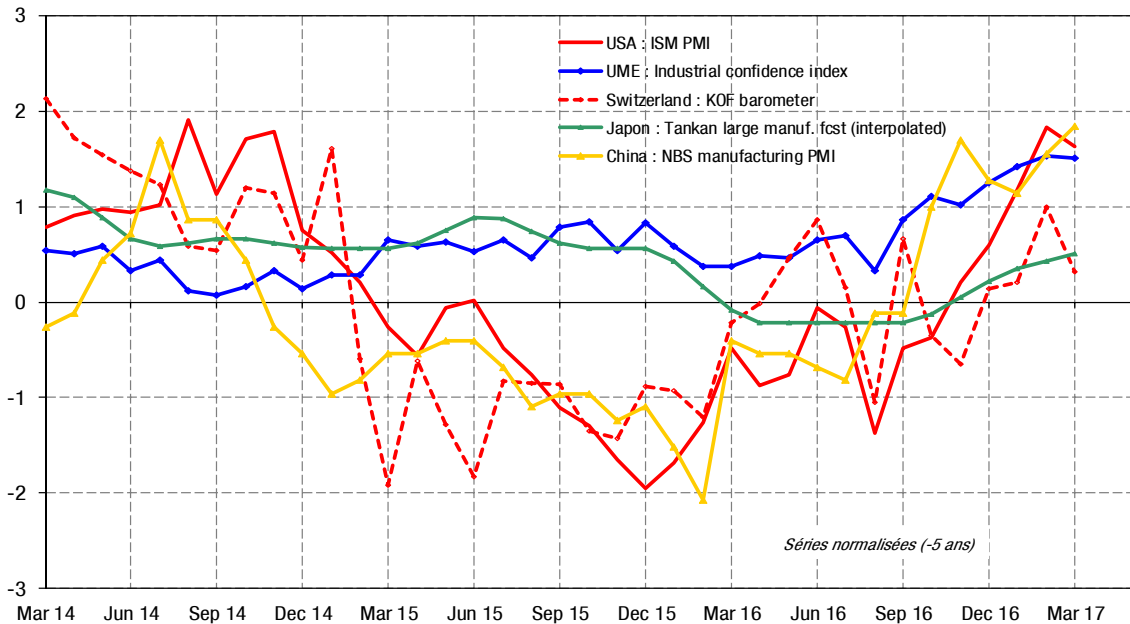
Prévisions

- Taux d'intérêt à trois mois
- Rendements obligataires à cinq et dix ans
- Taux de rendement 'espérés'

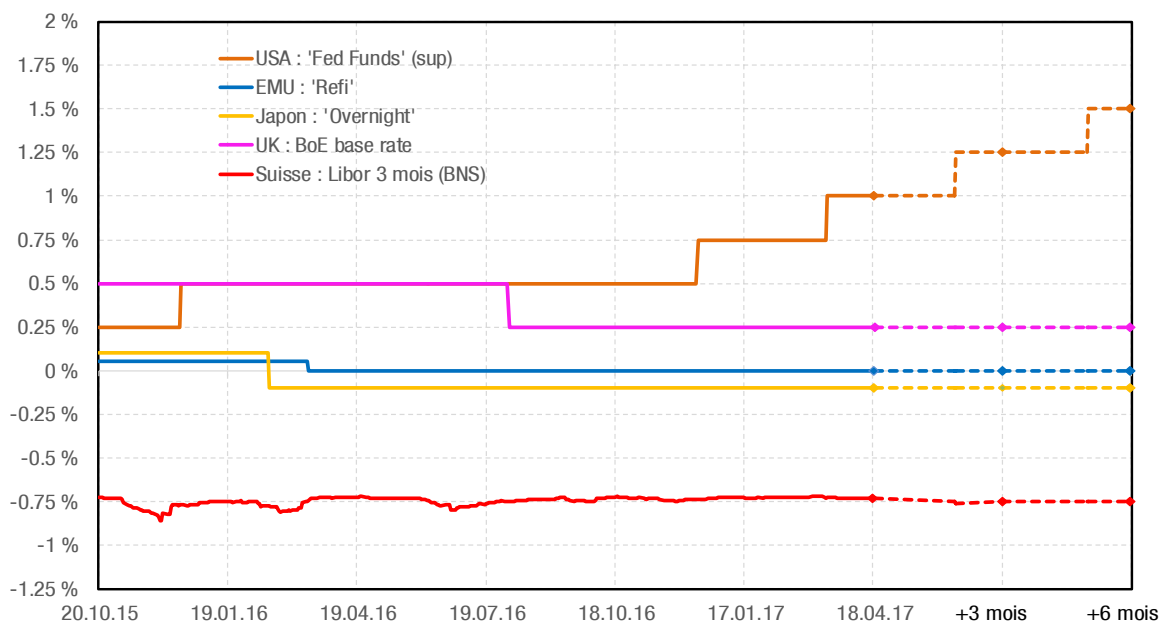
Avril 2017
Dynagest SA

Les grandes tendances

- ◆ Globalement bien orientée, la conjoncture mondiale tient ses promesses. Les USA, la zone euro et la plupart des « émergents » devraient se renforcer en 2017. Proches du « plein emploi », les Etats-Unis sont confrontés à des risques d'inflation tangibles, qui justifient la normalisation monétaire conduite par la Fed. La Présidence Trump, qui se révèle chaotique et dépourvue de majorité parlementaire cohérente, est un facteur d'instabilité sérieux, atténué pour la force d'inertie d'une économie bienportante. La zone euro et la Suisse sont en revanche loin d'un état de surchauffe.



- ◆ La Réserve Fédérale ne manque pas d'arguments justifiant un resserrement graduel des conditions monétaires. Le cycle de relèvements des taux d'intérêt devrait se poursuivre, conformément aux dernières projections des membres du FOMC. Au bénéfice d'une marge de manœuvre confortable, la BCE attendra avant de signaler plus clairement sa volonté d'infléchir sa politique en 2018. La BNS devrait moduler son action en fonction du calendrier de la BCE. La Banque du Japon devrait maintenir longtemps le cap actuel.



Pistes stratégiques

- ◆ L'évolution favorable de la conjoncture mondiale, dans le sillage des Etats-Unis, est la principale raison de craindre – ou d'espérer – un redressement des rendements obligataires au cours des prochains mois. Ce scénario très consensuel est néanmoins susceptible d'être invalidé par de nombreux événements, notamment par une révision des espoirs opportunistes suscités par l'élection de Donald Trump.
 - ⇒ **Opérer une sous-pondération mesurée – pas agressive – des obligations au sein de l'allocation d'actifs. Le maintien d'une exposition minimale aux emprunts offrant les meilleures garanties de solvabilité se justifie toujours.**
- ◆ Aux USA, le relèvement graduel des taux d'intérêt à court terme devrait continuer à favoriser un aplatissement de la courbe des rendements en dollars. Largement signalé et anticipé, ce resserrement monétaire ne devrait pas faire trop de dégâts. Les emprunts à long terme pourraient toutefois être affectés par un relâchement de la discipline budgétaire, encore incertain.
 - ⇒ **Le facteur politique et fiscal génère une incertitude considérable, mais il n'est pas recommandé de désertier le segment des emprunts à long terme, qui constitue une source de diversification attrayante en contrepoids aux actions qui pourraient pâtir d'une remise en question de l'allègement de la fiscalité promise par la nouvelle administration.**
- ◆ En Europe, la zone euro reste une construction inachevée, bancal et hétérogène. L'Allemagne est vouée à conserver son statut de valeur-refuge. La Grèce, le Portugal et l'Italie présentent un endettement critique. Parallèlement à la mise en œuvre du « Brexit », plusieurs scrutins importants sont susceptibles de déstabiliser l'Union Européenne, notamment les élections françaises.
 - ⇒ **L'instabilité structurelle de la zone euro dicte une certaine prudence à l'égard des emprunts des Etats « périphériques » de la zone euro. Les primes de risque semblent adéquates, sans plus.**
- ◆ Une exposition au risque de crédit est impérative pour espérer un rendement positif sur le marché des capitaux en francs suisses ou en euros. La relative faiblesse des primes de risque semble justifiée par un environnement conjoncturel qui se répercute favorablement sur la marche des affaires des entreprises. Des épisodes d'instabilité sont toujours possibles, sous l'influence de « chocs » multiples.
 - ⇒ **Maintenir une surpondération des emprunts d'entreprises de qualité « Investment Grade » au sein de l'allocation obligataire.**
 - ⇒ **Dans une optique plus spéculative, le segment des obligations « High Yield » mérite d'être considéré à condition d'opérer une large diversification et d'être prêt à endurer des phases temporaires d'instabilité et de dégradation de la liquidité.**
- ◆ Allocation modèle : portefeuille international, horizon de placement à six mois, *hors risque de change*.

	Sous-pondéré	Neutre	Surpondéré
Duration -		Grèce, souverains EM	Portugal
Duration neutre	Japon	USA, UK, Danemark, Suède, EMU ex All. & périph., Italie, Canada, Australie, NZ	Espagne, entreprises IG et HY
Duration +	Suisse, Allemagne		

Etats-Unis

En bref...

- ◆ L'économie américaine devrait se renforcer après un bref tassement survenu fin 2016. L'amélioration du climat des affaires et le déclin du chômage justifient la mise en œuvre d'une normalisation graduelle des conditions monétaires visant à prévenir un dérapage de l'inflation. L'arrivée de Donald Trump à la présidence génère une incertitude fiscale considérable, de nature à exacerber la volatilité des rendements à long terme. La vigueur de l'économie implique toutefois une prédominance des risques de tensions.

Indicateurs phares

		Données annuelles				Derniers	
		2015	2016	2017*	2018*	T3 2016	T4 2016
Produit Intérieur Brut		2.6 %	1.6 %	2.2 %	2.4 %	3.5 %A	2.1 %A
Consommation privée		3.2 %	2.7 %	2.7 %	2.6 %	3.0 %A	3.5 %A
Consommation publique		1.8 %	0.8 %	-	-	0.8 %A	0.2 %A
Investissement privé		4.0 %	0.7 %	3.2 %	4.0 %	0.1 %A	2.9 %A
Exportations		0.1 %	0.4 %	-	-	10.0 %A	-4.5 %A
Importations		4.6 %	1.2 %	-	-	2.2 %A	8.9 %A
Balance des transactions courantes	en mia \$	-463.0	-481.2	-550.2	-600.4		
	en % du PIB	-2.6 %	-2.6 %	-	-		
Solde budgétaire (général)	en % du PIB	-4.4 %	-5.0 %	-4.9 %	-5.4 %		
Dette publique en % du PIB	en % du PIB	114.0 %	115.6 %	116.9 %	117.5 %	Feb	Mar
Taux de chômage		5.3%	4.9%	4.6 %	4.4 %	4.7 %	4.5 %
Inflation (prix à la consommation)		0.1 %	1.3 %	2.5 %	2.3 %	2.7 %	2.4 %

%A : progression annualisée par rapport à la période précédente

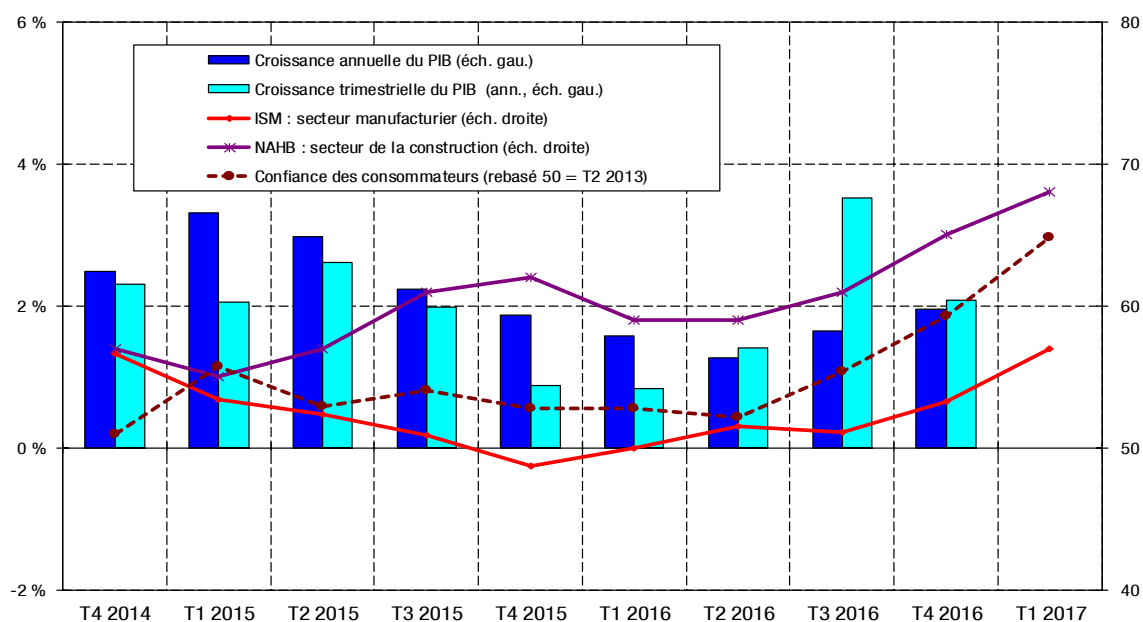
Source : DATASTREAM

* prévisions médianes collectées par Consensus Economics (sauf finances publiques : OCDE)

Le point

Activité

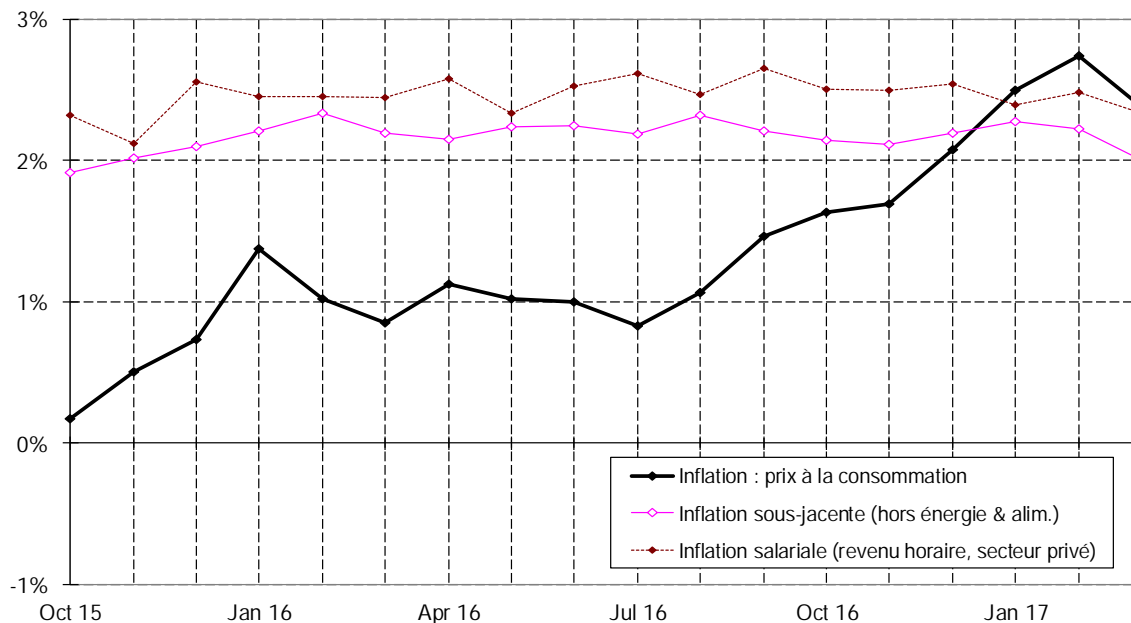
- ◆ Le fléchissement de la croissance observé au quatrième trimestre est largement imputable aux aléas du commerce international, plus particulièrement à un repli sévère des exportations. La consommation des ménages affiche une progression soutenue et robuste. Le renforcement des dépenses d'investissement est plutôt encourageant. Le déclin du taux du chômage, l'amélioration de la confiance des ménages et du climat des affaires complètent un tableau conjoncturel assez souriant.



- ◆ Sans être euphoriques, les perspectives de croissance sont assez favorables. Le « consensus » table sur une expansion qui approchera 2.5 % en 2017 et en 2018. Ces projections sont bien étayées par de multiples indicateurs faisant état d'un regain de confiance suite à la victoire de Donald Trump et des Républicains aux élections. L'espoir d'assister à une refonte salutaire de la fiscalité ne doit pas occulter les risques liés aux velléités protectionnistes du nouveau Président.

Prix

- ◆ L'inflation a fortement accéléré pour s'établir à un rythme supérieur à l'objectif visé par la banque centrale. Ce dérapage est amplifié par un effet de base sur les prix des produits pétroliers. Le renchérissement « sous-jacent » est conforme aux visées de la Fed et stationnaire. Le quasi « plein emploi » implique une balance des risques qui penche du côté de la « surchauffe ». La progression des salaires demeure contenue. L'action mesurée de la Fed paraît adéquate pour assurer la stabilité des prix.



Orientations de politique économique

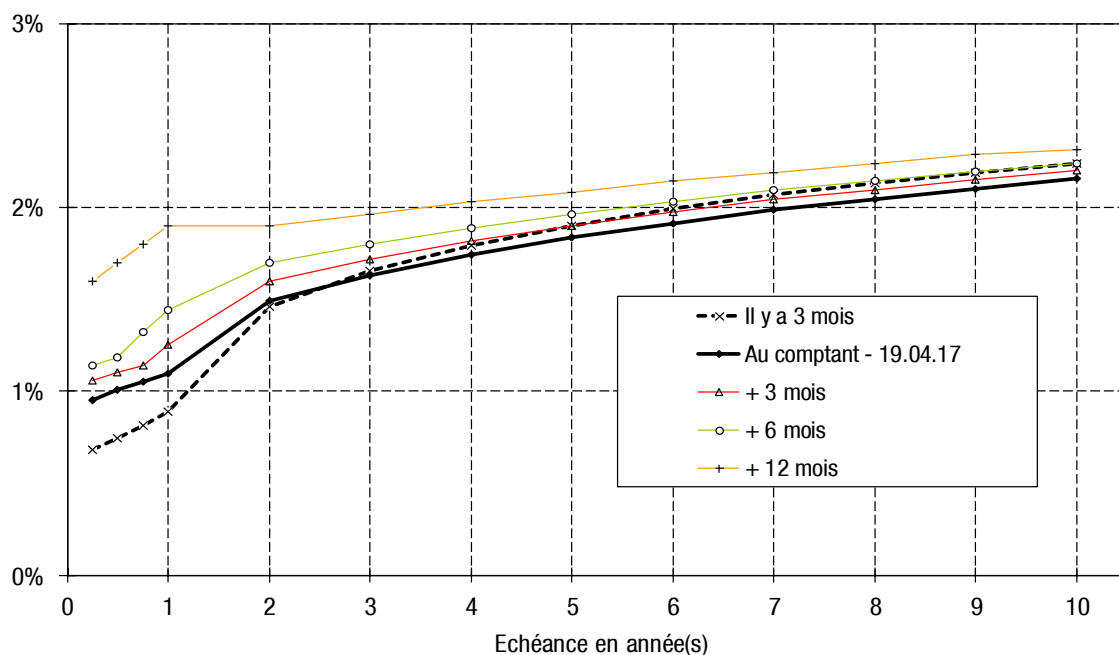
- ◆ Les premières semaines de la Présidence Trump se sont révélées assez chaotiques. Le Républicain et sa majorité parlementaire hétérogène naviguent à vue, à tel point que le grand chantier de refonte fiscale n'a pas encore véritablement débuté. De nombreux obstacles se dressent sur la route de la nouvelle administration. Un fort relâchement de la discipline fiscale n'est pas inéluctable, comme en témoigne l'échec des manœuvres parlementaires visant à annuler la loi « Obamacare ».
- ◆ La Réserve Fédérale a maintenu le cap vers la normalisation monétaire en procédant au troisième relèvement de son taux d'intérêt directeur en mars. Ce processus devrait se poursuivre au cours des prochains mois, sans précipitation. Les dernières projections d'un FOMC aussi prudent que déterminé préfigurent un taux des « Fed funds » relevé aux environs de 1.5 % d'ici à fin 2017, puis à 2.25 % fin 2018. Ce pronostic mesuré implique des risques symétriques : la Fed pourrait se montrer plus agressive au gré des circonstances.

Synthèse : appréciation dans l'optique d'un investissement obligataire

Croissance	Marché du travail	Inflation	Comptes extérieurs	Taux de change	Politique monétaire	Politique fiscale
Tiède, accélération probable	Chômage réduit, tensions limitées	Dérapage contrôlé, à surveiller	Déficits courants récurrents, modérés	Dollar "décevant", potentiel de hausse	Resserrement graduel, adéquat	Relâchement incertain...
-/0	-/0	-/0	-/0	0/+	0	-/0

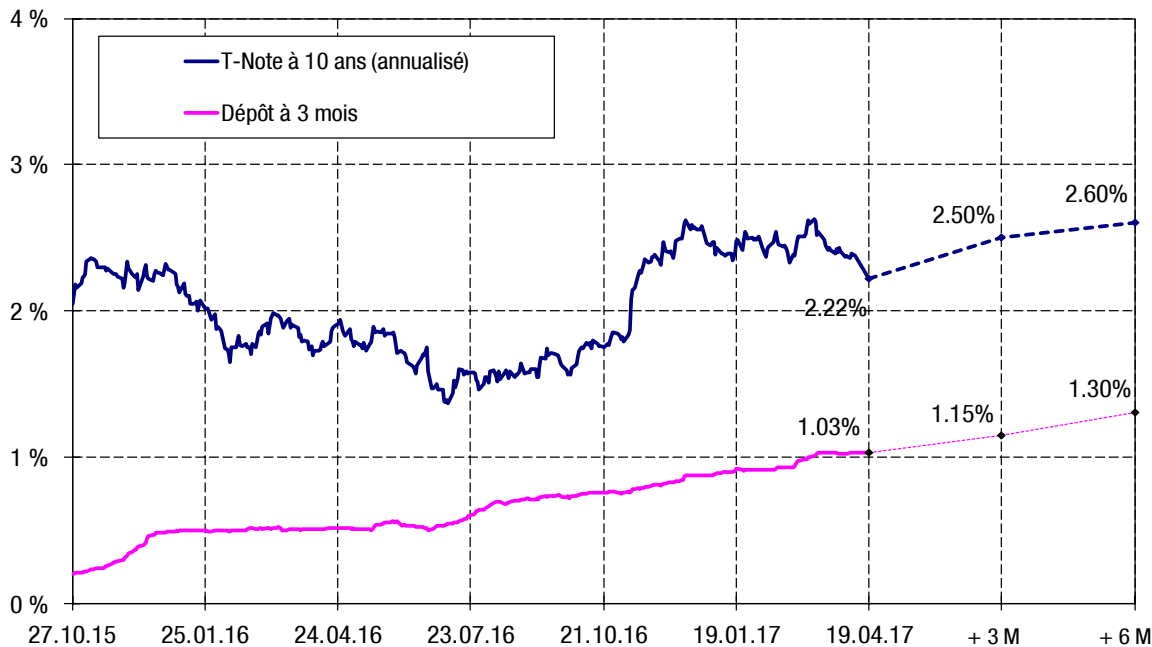
Les taux d'intérêt aux Etats-Unis

Courbe des rendements (swaps) : au comptant et projetée sur la base des taux à terme implicites



- ◆ Comme escompté, la structure des taux d'intérêt en dollars s'est aplatie sous l'effet du resserrement conduit par la Fed. Le segment monétaire préfigure un relèvement cumulé de 0.75 % à douze mois d'horizon.

Evolution récente et perspectives (prévisions détaillées en annexe)



- ◆ Les développements conjoncturels récents devraient conduire la Fed à opérer un nouveau relèvement de taux d'intérêt en juin; un geste en septembre semble aussi assez probable.
- ◆ Les vives tensions postérieures à l'élection de Donald Trump ont fait place à une évolution latérale et volatile, au gré de l'actualité économique et de l'agenda politique tourmenté de Donald Trump. Les risques de tensions prédominent néanmoins en raison de la vigueur de la conjoncture.

Zone euro

En bref...

- ◆ L'UME poursuit une expansion tiède qui s'accompagne d'une décreue du chômage et d'un lent rétablissement des finances publiques. L'Allemagne est quasiment en état de « plein emploi », mais les surcapacités à l'échelle de la zone euro ne sont pas épuisées. La BCE a clairement affirmé sa volonté de maintenir un cap monétaire stimulant jusqu'à la fin de l'année. La mise en œuvre d'un processus de normalisation attendra 2018. Déprimés, les rendements en euros devraient se redresser légèrement au cours des prochains mois.

Indicateurs phares

	<u>Données annuelles</u>				<u>Derniers</u>	
	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017*</u>	<u>2018*</u>	<u>T3 2016</u>	<u>T4 2016</u>
Produit Intérieur Brut	1.9 %	1.7 %	1.6 %	1.5 %	1.7 %A	1.9 %A
Consommation privée	1.8 %	1.9 %	1.4 %	1.4 %	1.3 %A	1.8 %A
Consommation publique	1.3 %	1.8 %	-	-	0.6 %A	1.8 %A
Investissement	3.0 %	3.5 %	2.2 %	2.6 %	-0.7 %A	14.0 %A
Exportations	6.3 %	2.9 %	-	-	1.5 %A	7.3 %A
Importations	6.3 %	4.0 %	-	-	0.4 %A	16.5 %A
Balance des transactions coura en mia EUR	336.4	359.4	336.1	331.0		
en % du PIB	3.2 %	3.3 %	-	-		
Surplus / déficit budgétaire en % du PIB	-2.1 %	-1.7 %	-1.4 %	-1.4 %		
Dette publique en % du PIB	92.6 %	91.5 %	90.4 %	89.2 %	<u>Feb</u>	<u>Mar</u>
Taux de chômage	10.9%	10.0%	9.6 %	9.2 %	9.5 %	-
Inflation (prix à la consommation)	0.0 %	0.2 %	1.7 %	1.4 %	2.0 %Y	1.5 %Y

%A : progression annualisée par rapport à la période précédente / %Y = progression par rapport à l'année précédente

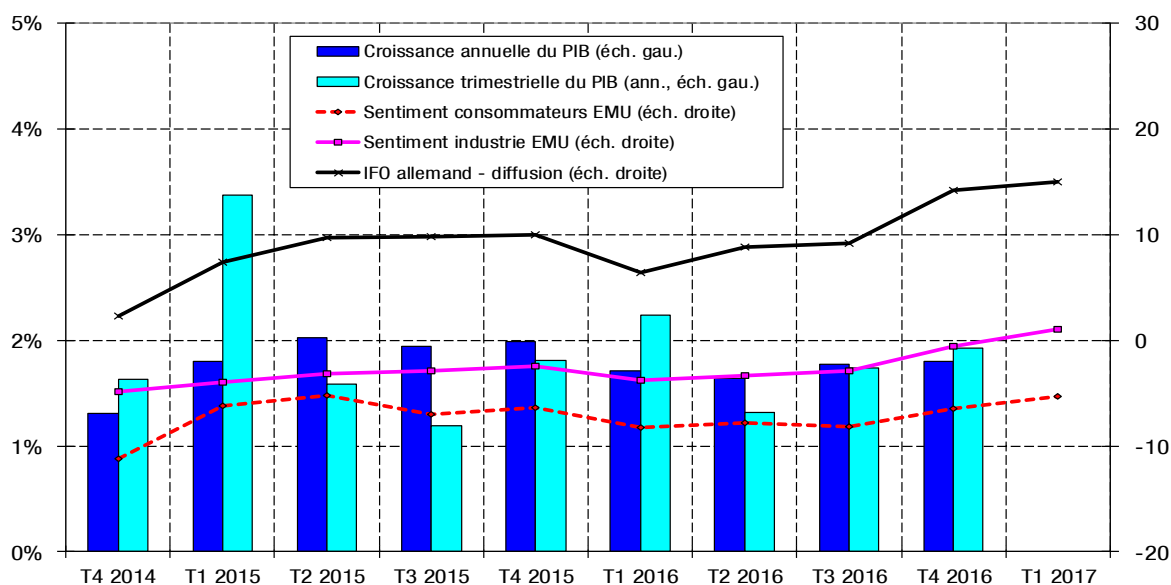
Source : DATASTREAM

* prévisions médianes collectées par Consensus Economics (sauf finances publiques : EC)

Le point

Activité

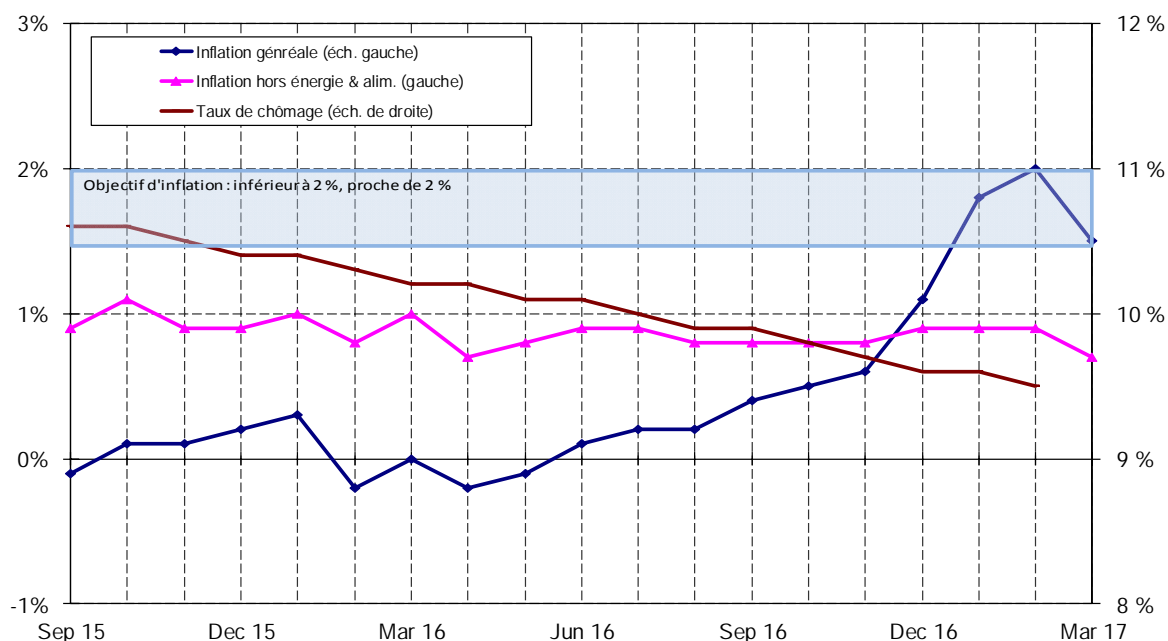
- ◆ La zone euro poursuit une expansion tiède et régulière. L'infime ralentissement de la croissance observé en 2016 ne doit pas occulter la fermeté de la consommation privée. La progression de l'investissement et des exportations a néanmoins fléchi, annulant les effets d'un renforcement des dépenses gouvernementales. Le taux de chômage a poursuivi son lent reflux pour s'établir juste en dessous de 10 %.



- ◆ L'amélioration du climat des affaires traduit un renforcement de l'activité appelé à se poursuivre. La croissance pourrait légèrement accélérer pour avoisiner 2 % en 2017 sous l'impulsion d'une reprise de l'investissement. Le chômage devrait continuer à baisser sans générer des tensions salariales susceptibles d'entraîner une accélération durable de l'inflation. Les exportations nettes devraient bénéficier de la relative faiblesse de l'euro et d'un environnement global assez porteur.

Prix

- ◆ L'inflation annuelle a fortement accéléré dès l'été 2016 pour atteindre 2 % en février. Ce rebond marqué est essentiellement imputable au redressement des cours pétroliers, conjugué à un effet de base qui a culminé cet hiver. Le renchérissement « sous-jacent » est stable, à un rythme inférieur à 1 % qui remet en question de l'efficacité de l'activisme de la BCE. La forte accélération observée récemment devrait se révéler temporaire; les risques de dérapage semblent inexistant.



Orientations de politique économique

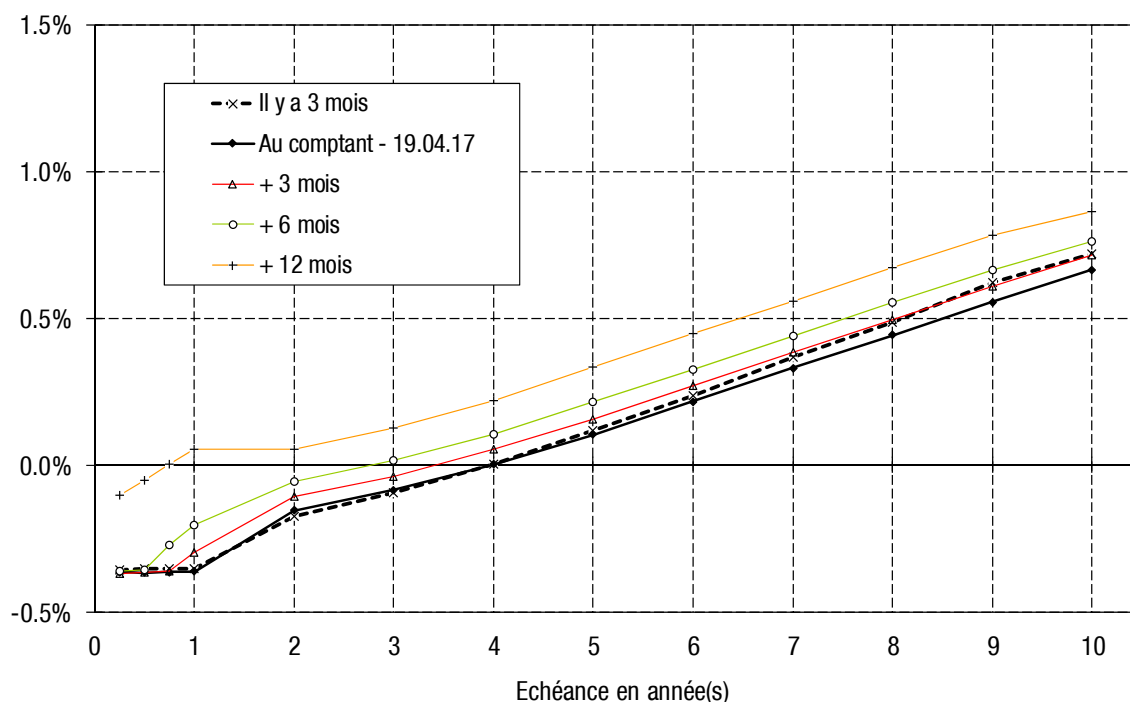
- ◆ La zone euro poursuit globalement des efforts de consolidation budgétaire qui entravent la croissance depuis plusieurs années, même si le douloureux chapitre de la « crise de la dette » appartient au passé. Bien qu'improbable, un rebondissement n'est pas complètement exclu en raison de l'endettement critique de plusieurs membres de l'UME, de l'enlisement complet de la construction européenne et de la tenue de plusieurs scrutins menaçants.
- ◆ La feuille de route de la BCE est assez clairement définie jusqu'à fin 2017 : la banque centrale entend poursuivre des achats d'actifs à hauteur de 60 milliards d'euros par mois. Un relèvement marginal des taux d'intérêt avant cette échéance n'est pas complètement exclu. Le redressement de l'inflation et l'évolution favorable de la conjoncture devraient néanmoins conduire la BCE à formuler des avertissements durant le second semestre. Un arrêt complet des achats d'actifs en 2018 paraît assez probable.

Synthèse : appréciation prospective dans l'optique d'un investissement obligataire

Croissance	Marché du travail	Inflation	Comptes extérieurs	Taux de change	Politique monétaire	Politique fiscale
Renforcement, loin de tout emballement	Chômage en baisse, encore élevé	Rebond "pétrolier", stabilité sous-jacente	Excédent courant agrégé modéré	Stabilisation de l'euro face au dollar	Attentisme légitime	Consolidation budgétaire
0/+	+	0/+	0/+	0	0/+	0/+

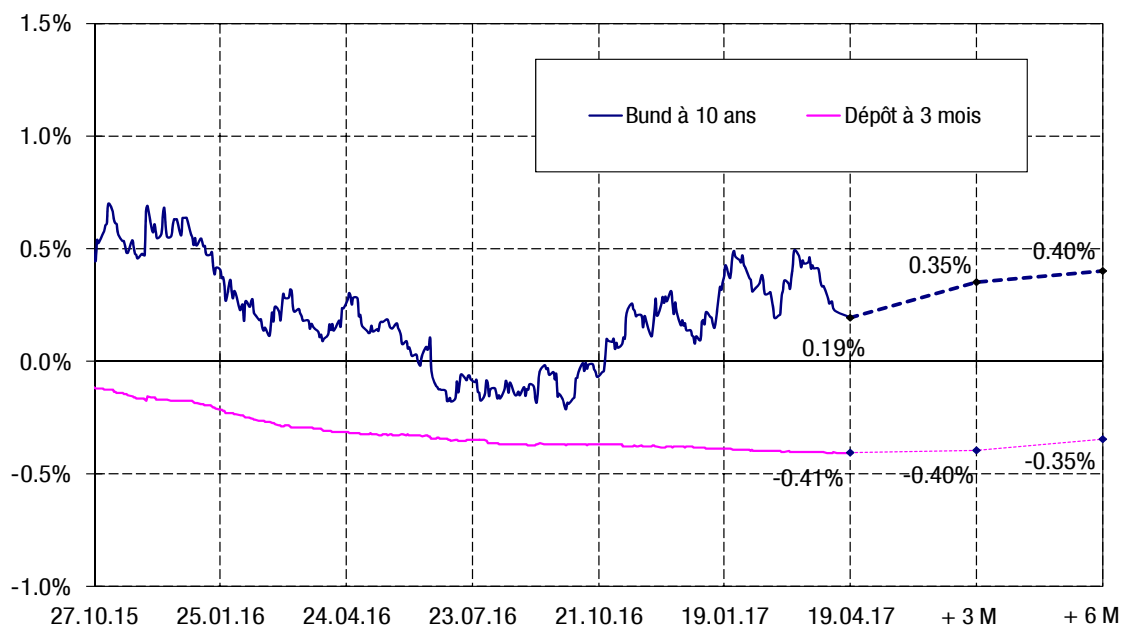
Les taux d'intérêt dans la zone euro

Courbe des rendements (swaps) : au comptant et projetée sur la base des taux à terme implicites



- ◆ La structure des taux d'intérêt en euros a conservé la même physionomie qu'il y a trois mois, malgré quelques épisodes de tensions. Le segment monétaire préfigure l'abandon des taux de dépôt négatifs.

Evolution récente et perspectives (prévisions détaillées en annexe)



- ◆ La BCE a laissé entendre que les taux d'intérêt pourraient être relevés avant l'arrêt complet des programmes d'achats d'actifs. Ce scénario ne devrait toutefois pas se matérialiser en 2017, à moins d'assister à un improbable emballement de la conjoncture.
- ◆ Le rendement du Bund n'est pas à l'abri de tensions accrues; il devrait néanmoins se stabiliser à la faveur de l'incertitude ambiante (instabilité structurelle de la zone euro, présidence chaotique aux USA). Les primes de risque sur le marché des capitaux souverains resteront volatiles et substantielles.

Royaume-Uni

En bref...

- ◆ L'économie britannique défie les pronostics alarmants associés au choix périlleux du « Brexit ». La fermeté de la consommation compense le léger refroidissement des dépenses d'investissement, fragilisées par la remise en question des liens avec l'UE. La Banque d'Angleterre semble prête à tolérer un dérapage temporaire de l'inflation, mais il ne faut pas espérer un nouveau geste de relance de sa part. Les rendements à long terme pourraient se redresser sous l'influence des développements extérieurs.

Indicateurs phares

	<u>Données annuelles</u>				<u>Derniers</u>	
	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017*</u>	<u>2018*</u>	<u>T3 2016</u>	<u>T4 2016</u>
Produit Intérieur Brut	2.2 %	1.8 %	1.7 %	1.3 %	2.0 %A	2.7 %A
Consommation privée	2.5 %	2.8 %	1.7 %	0.9 %	3.1 %A	2.8 %A
Consommation publique	1.3 %	0.8 %	-	-	-0.6 %A	-0.1 %A
Formation brute de capital	3.4 %	0.5 %	0.1 %	0.7 %	2.3 %A	0.6 %A
Exportations	6.1 %	1.8 %	-	-	-8.3 %A	19.8 %A
Importations	5.5 %	2.8 %	-	-	9.7 %A	-4.1 %A
Balance des transactions coura en mia £	-80.2	-	-71.6	-55.8		
en % du PIB	-4.3 %	-	-3.5 %	-2.7 %		
Solde budgétaire (général) en % du PIB	-4.3 %	-3.3 %	-3.1 %	-2.8 %		
Dette publique (Maastricht) en % du PIB	112.0 %	112.5 %	113.1 %	113.4 %	<u>Jan</u>	<u>Feb</u>
Taux de chômage (ILO, 3 mois)	5.4%	4.9%	5.1 %	5.3 %	4.7 %	NA
Inflation (normes EU)	0.0 %	0.7 %	3.4 %	3.4 %	1.8 %Y	2.3 %Y

%A : progression annualisée par rapport à la période précédente

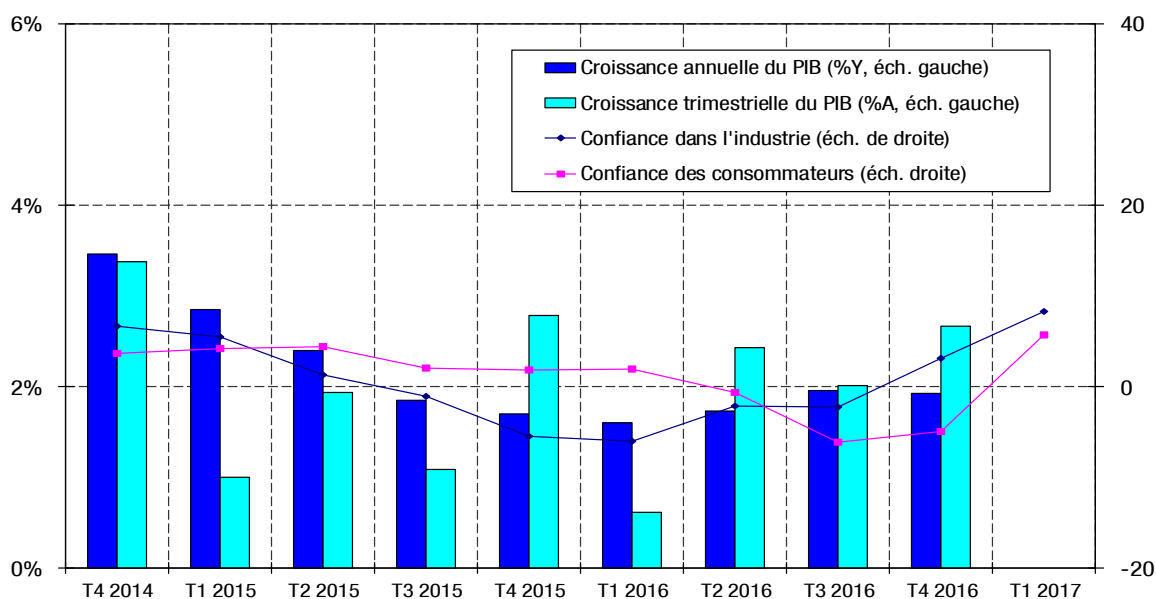
Source : DATASTREAM

* prévisions médianes collectées par Consensus Economics (sauf finances publiques : Eurostat)

Le point

Activité

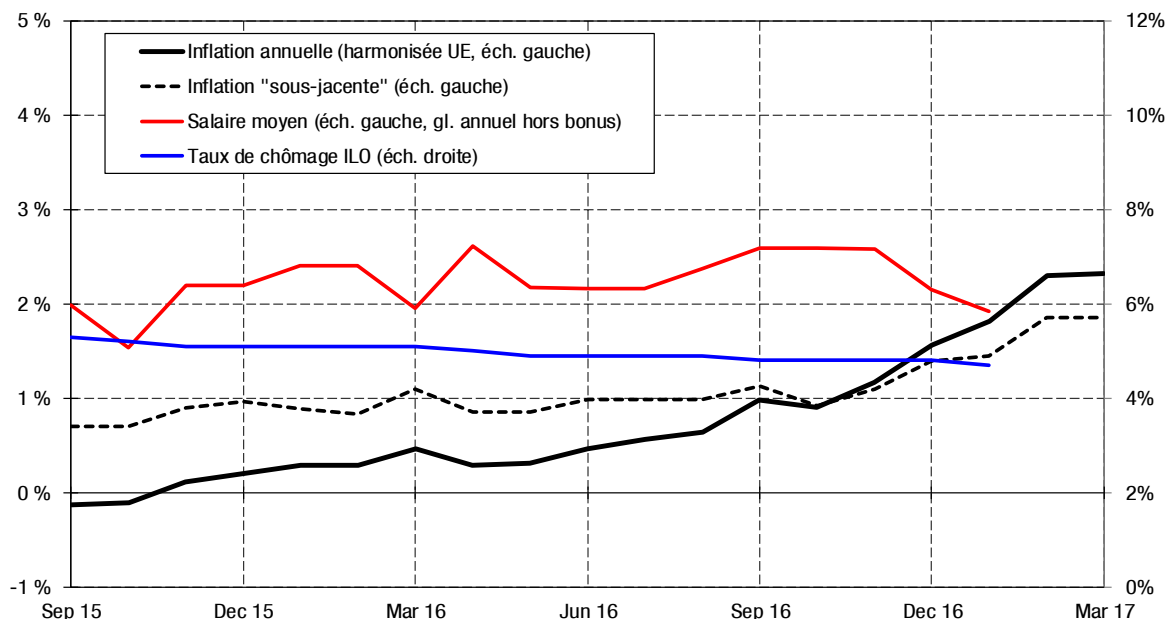
- ◆ Aux antipodes du refroidissement redouté suite au vote du « Brexit », on observe un renforcement de l'activité durant le second semestre 2016. Cette fermeté est largement imputable à la vigueur persistante de la consommation des ménages. La stagnation des dépenses d'investissement durant le quatrième trimestre pourrait toutefois prélude à un tassement durable. Les aléas du commerce international sont difficiles à interpréter, mais le déclin prononcé de la livre sterling favorise un rééquilibrage des exportations nettes.



- ◆ Le climat des affaires demeure favorable, grâce à un environnement global porteur et à un surcroît de compétitivité annulant les effets de l'incertitude engendrée par le « Brexit ». La consommation privée fait preuve d'une grande inertie, en lien avec un marché du travail de plus en plus tendu. La lenteur de la procédure de sortie de l'Union Européenne et l'espoir d'un accord harmonieux devraient permettre d'éviter un fort déclin des dépenses d'investissement.

Prix

- ◆ Attendue et tolérée par la Banque d'Angleterre, l'accélération de l'inflation résulte du rebond des prix de l'énergie et de la dépréciation de la livre sterling, deux facteurs dont les effets devraient se révéler temporaires. Ce dérapage devrait s'accroître, sans remettre en question le flegme - très britannique - de la banque centrale. Le comportement de l'inflation salariale n'est pas alarmant, malgré un niveau de chômage qui implique des risques accrus pour la stabilité des prix.



Orientation de politique économique

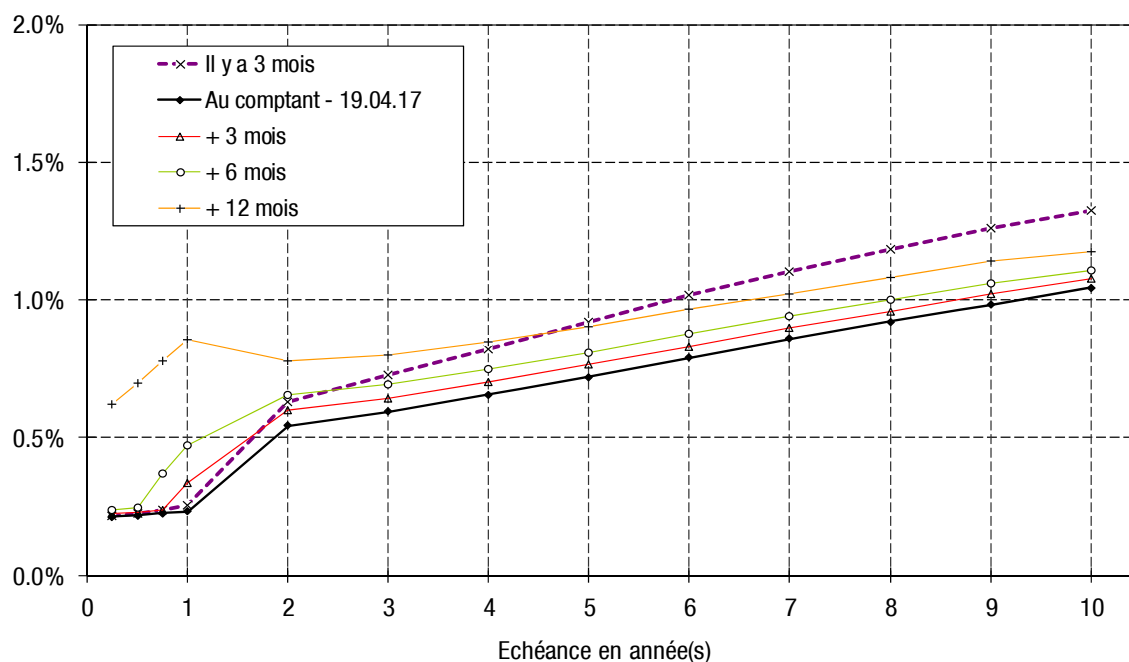
- ◆ L'année fiscale 2016/17 devrait se solder par un recul significatif du déficit public. Ce dernier devrait fléchir de 4.0 % à 2.7 % en appliquant les normes du traité de Maastricht. Les recettes ont mieux résisté que prévu, alors que les dépenses ont sensiblement diminué. Le rééquilibrage des comptes gouvernementaux a permis de maintenir le ratio d'endettement aux environs de 87 % du PIB. Le budget 2017 préfigure un déficit stable, toujours légèrement inférieur à 3 %. La politique fiscale présente donc un caractère à peu près neutre.
- ◆ La Banque d'Angleterre a adopté une position d'attente légitime, impliquant des risques acceptables pour la stabilité des prix. L'évolution favorable de la conjoncture depuis l'été 2016 ne justifie pas la mise en œuvre de nouvelles mesures de relance. Le statu quo pourrait donc perdurer jusqu'à la fin de l'année au moins, et peut-être se prolonger bien au-delà si les effets différés du Brexit provoquent un tassement de la croissance.

Synthèse : appréciation dans l'optique d'un investissement obligataire

Croissance	Marché du travail	Inflation	Comptes extérieurs	Taux de change	Politique monétaire	Politique fiscale
Etonnement ferme au regard du contexte	Chômage réduit, faible inflation salariale	Net rebond, dérapage à surveiller	Déficit courant chronique, léger repli	Stabilisation GBP à un niveau réduit	Stimulante, position attentiste	Assainissement passif, temporaire
0	-/0	-/0	-/0	-/0	0/+	0

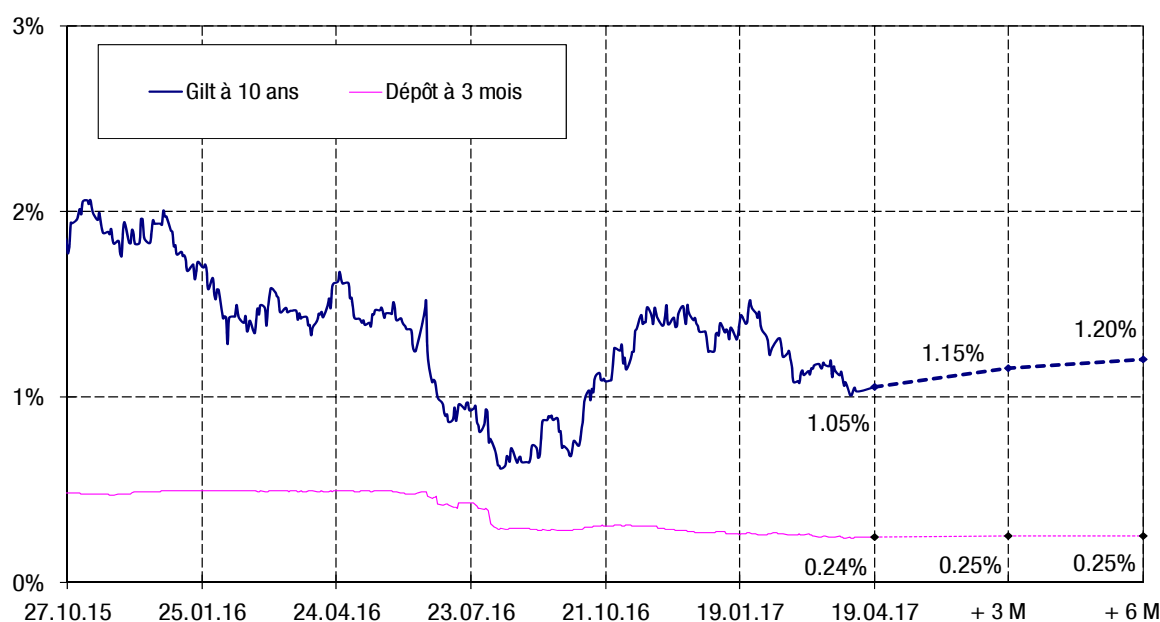
Les taux d'intérêt en Grande-Bretagne

Courbe des rendements (swaps) : au comptant et projetée sur la base des taux à terme implicites



- ◆ La courbe des rendements en livres sterling s'est nettement aplatie sous l'effet d'une baisse des taux d'intérêt à long terme qui pourrait préfigurer un tassement de la croissance. La fermeté actuelle de l'économie britannique ne plaide pas pour une nouvelle réduction des taux d'intérêt monétaires.

Evolution récente et perspectives (prévisions détaillées en annexe)



- ◆ La Banque d'Angleterre est certainement un peu déroutée par la fermeté de l'économie britannique. Un changement de cap est néanmoins improbable; la banque centrale est prête à tolérer un dérapage temporaire.
- ◆ Les rendements à long terme sont maintenus sous pression par la faiblesse des taux d'intérêt monétaires. De légères tensions pourraient se manifester sous l'influence des développements extérieurs, si l'économie britannique poursuit sur sa lancée en dépit du « Brexit ».

Suisse

En bref...

- ◆ L'économie suisse poursuit une expansion morne, entravée par le franc fort. La quasi-stagnation du PIB observée au second semestre 2016 devrait faire place à un renforcement en 2017. A nouveau positive, l'inflation devrait rester durablement faible, permettant à la BNS de fixer son attention sur la valorisation du franc, soumis à une pression haussière jugée indésirable. Un relèvement des taux monétaires est inconcevable dans un tel contexte. Le redressement des rendements obligataires se fera attendre.

Indicateurs phares

	Données annuelles				Derniers	
	2015	2016	2017*	2018*	T3 2016	T4 2016
Produit Intérieur Brut	0.8 %	1.3 %	1.5 %	1.7 %	0.3 %A	0.3 %A
Consommation privée	1.0 %	1.2 %	1.2 %	1.3 %	0.6 %A	3.5 %A
Consommation publique	2.2 %	1.9 %	-	-	-0.5 %A	0.6 %A
Investissement privé	1.5 %	2.5 %	1.5 %	2.2 %	1.2 %A	-2.4 %A
Exportations	2.2 %	4.6 %	-	-	2.5 %A	11.8 %A
Importations	4.3 %	2.7 %	-	-	-5.0 %A	18.9 %A
Balance des transactions coura en mia CHF	56.6	74.4	66.7	68.0	8.0	18.9
en % du PIB	8.8 %	11.5 %	-	-		
Surplus / déficit de la Confédér en % du PIB	0.0 %	0.4 %	0.2 %	-		
Dette de la Confédération en % du PIB	16.7 %	15.9 %	15.1 %	-	<u>Feb</u>	<u>Mar</u>
Taux de chômage	3.2%	3.3%	-	-	3.3 %	3.3 %
Inflation (prix à la consommation)	-1.1 %	-0.4 %	0.5 %	0.7 %	0.7 %Y	0.6 %Y

%A : progression annualisée par rapport à la période précédente

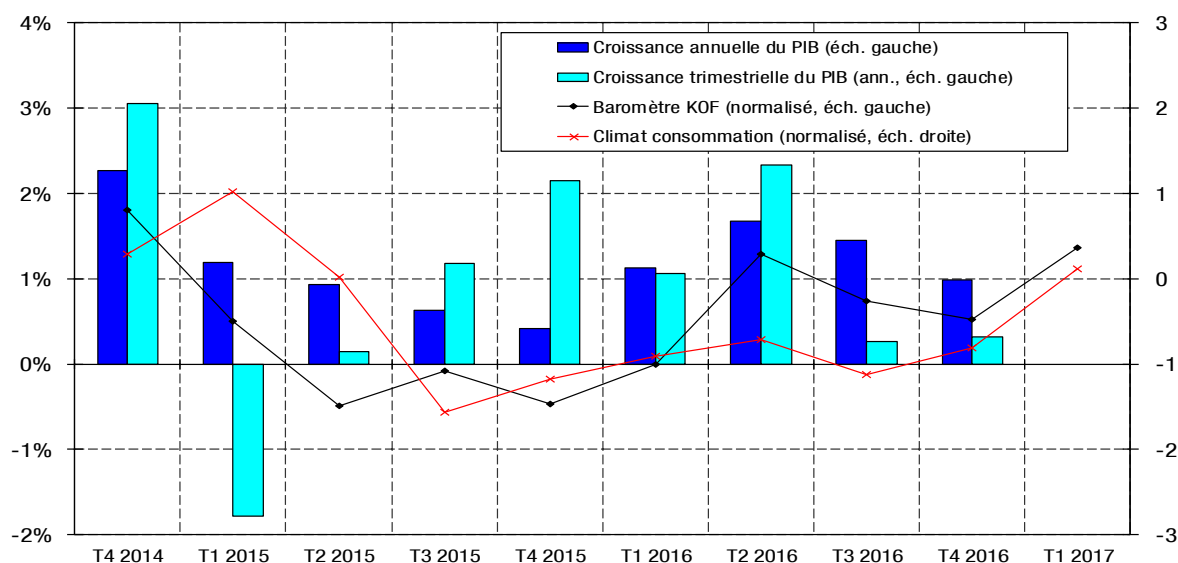
Source : Thomson Reuters Datastream

* prévisions médianes collectées par Consensus Economics

Le point

Activité

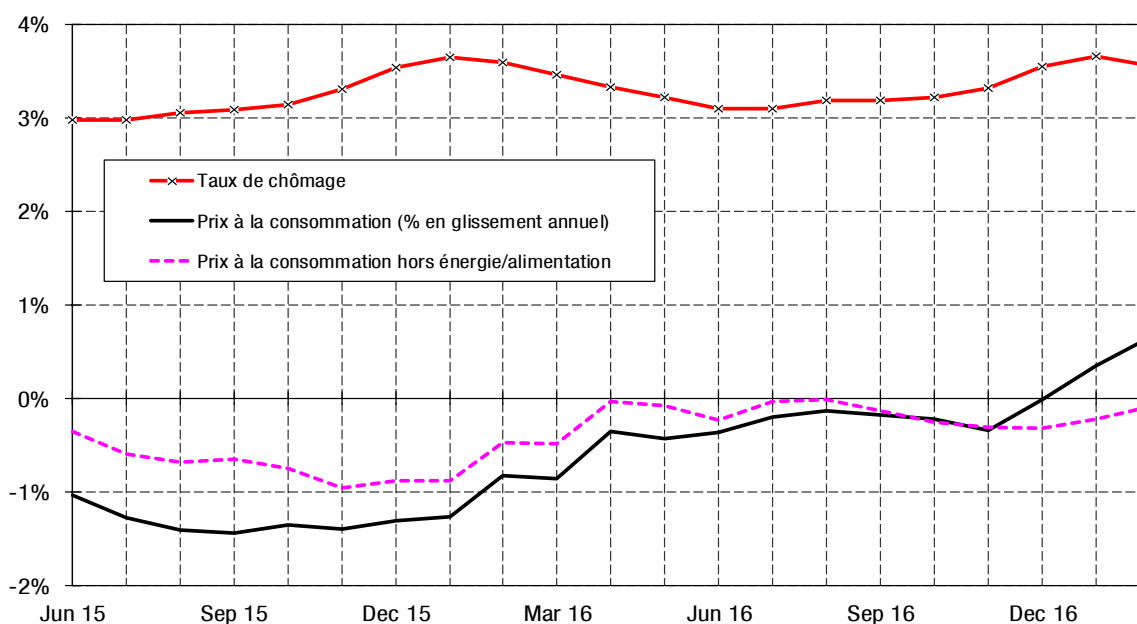
- ◆ La faible expansion observée aux troisième et quatrième trimestres exagère la méforme de l'économie suisse, elle peut être interprétée comme un retour de balancier après un deuxième trimestre flatteur. Derrière les aléas du commerce international et les variations d'inventaires, la tendance sous-jacente est tiède. La progression des dépenses d'investissement et l'inertie de la consommation sont loin d'être enthousiasmantes, mais la stabilité du taux de chômage à un niveau réduit est rassurante.



- ◆ En demi-teintes, les indices de confiance annoncent une expansion peu dynamique, au même rythme que sur l'ensemble de l'année 2016. Le contexte global plus favorable, notamment le renforcement de la zone euro, devrait apporter une impulsion positive à la conjoncture helvétique. Une accélération conduisant à une phase de surchauffe est néanmoins improbable. Le rejet de la réforme d'imposition des entreprises RIE III est un facteur d'incertitude qui pèsera sur les investissements industriels.

Prix

- ◆ Longtemps immergée en dessous de zéro, l'inflation est revenue en territoire positif, sous l'effet du rebond marqué des prix des produits pétroliers (20 % en glissement annuel). L'inflation sous-jacente demeure proche de zéro, les risques de dérapage paraissent très faibles. La BNS prévoit une inflation annuelle de 0.4 % en 2018 et de 1.1 % en 2019. Le niveau réduit du taux de chômage ne constitue pas une menace pour la stabilité des prix en raison de la libre circulation des travailleurs avec l'Union Européenne, préservée après la mise en œuvre édulcorée de l'initiative « contre l'immigration de masse ».



Orientation de politique économique

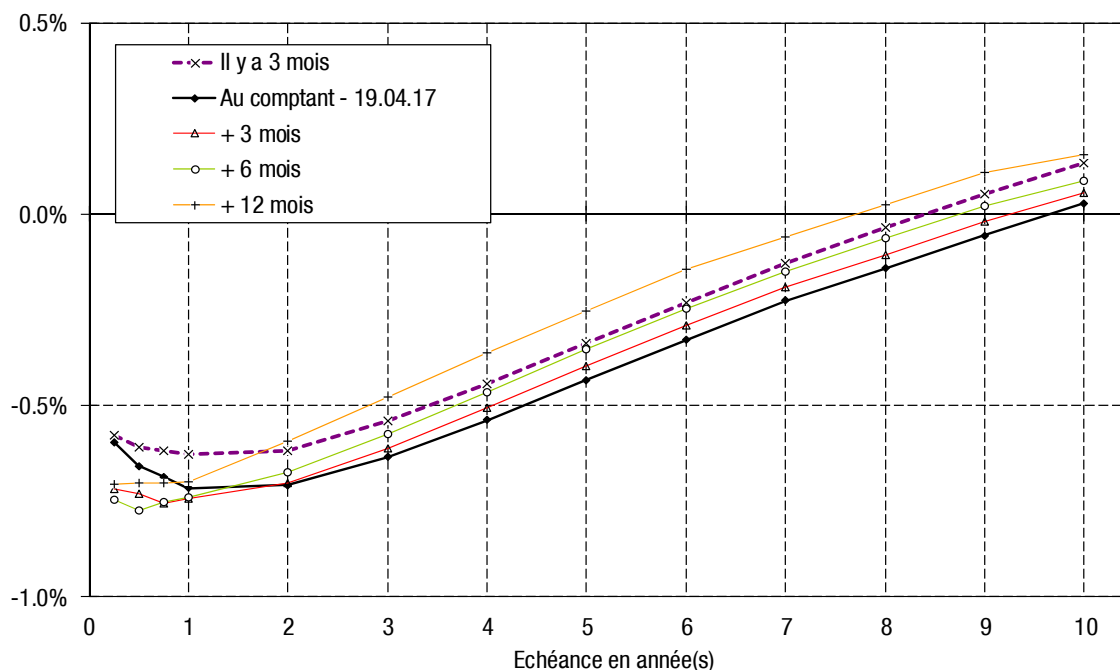
- ◆ Sans surprise, la Confédération a engrangé un excédent de recettes en 2017. Les perspectives demeurent favorables, en raison du goût pour la rigueur budgétaire de la forte majorité « bourgeoise » au parlement et au Conseil Fédéral. A court terme, le rejet de la troisième réforme de l'imposition des entreprises est un facteur de stabilité pour les recettes fiscales, bien qu'il alimente les doutes quant au régime fiscal qui s'appliquera aux grandes multinationales.
- ◆ La politique de la BNS est dictée par une volonté explicite de lutter contre la surévaluation du franc. Le rapport annuel 2016 fait état d'achats de devises à hauteur de 67 milliards et des interventions substantielles ont été opérées au cours du premier trimestre. L'activisme de la banque centrale sur le marché des changes est incompatible avec un relèvement de taux d'intérêt qui rendrait le franc plus attractif. Un changement de cap opéré par la BCE en 2018 devrait permettre à la BNS de faire un geste vers la normalisation.

Synthèse : appréciation dans l'optique d'un investissement obligataire

Croissance	Marché du travail	Inflation	Comptes extérieurs	Taux de change	Politique monétaire	Politique fiscale
Toujours tiède	Chômage réduit, mais pas de tensions	Rebond temporaire, sans risques sérieux	Excédents récurrents et substantiels	Franc suisse toujours fort	Volonté d'affaiblir le franc face à l'euro	Discipline inflexible
0/+	0/+	0/+	+	0/+	0/+	+

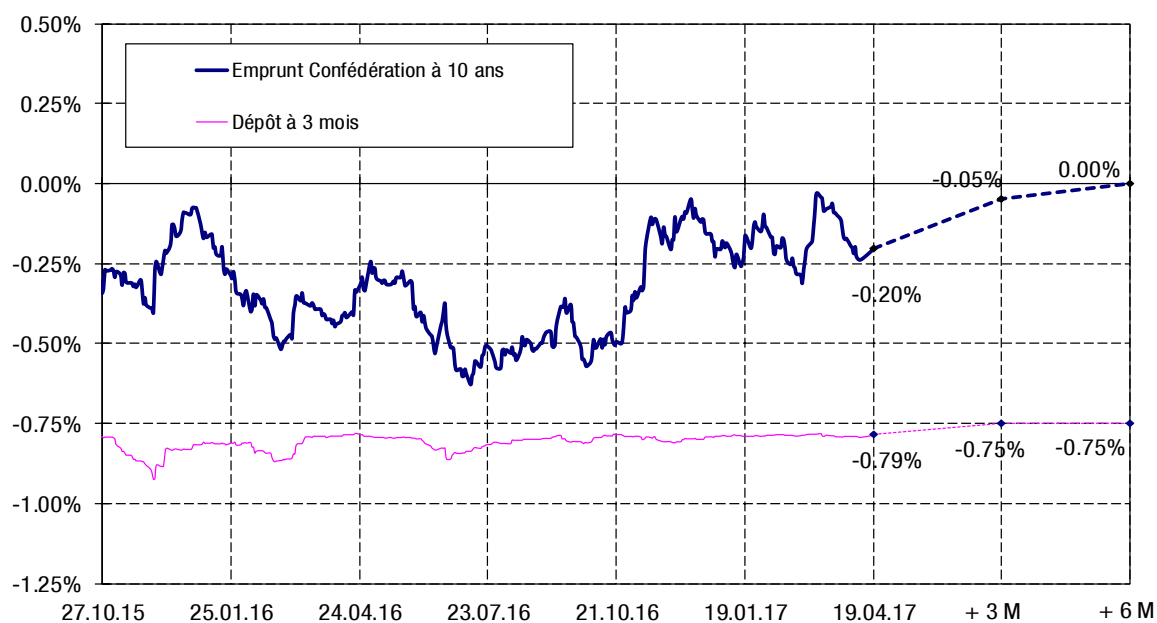
Les taux d'intérêt en Suisse

Courbe des rendements (swaps) : au comptant et projetée sur la base des taux à terme implicites



- ◆ La courbe des rendements en francs suisses demeure sous pression. Le segment monétaire préfigure des taux d'intérêt durablement ancrés en territoire négatif.

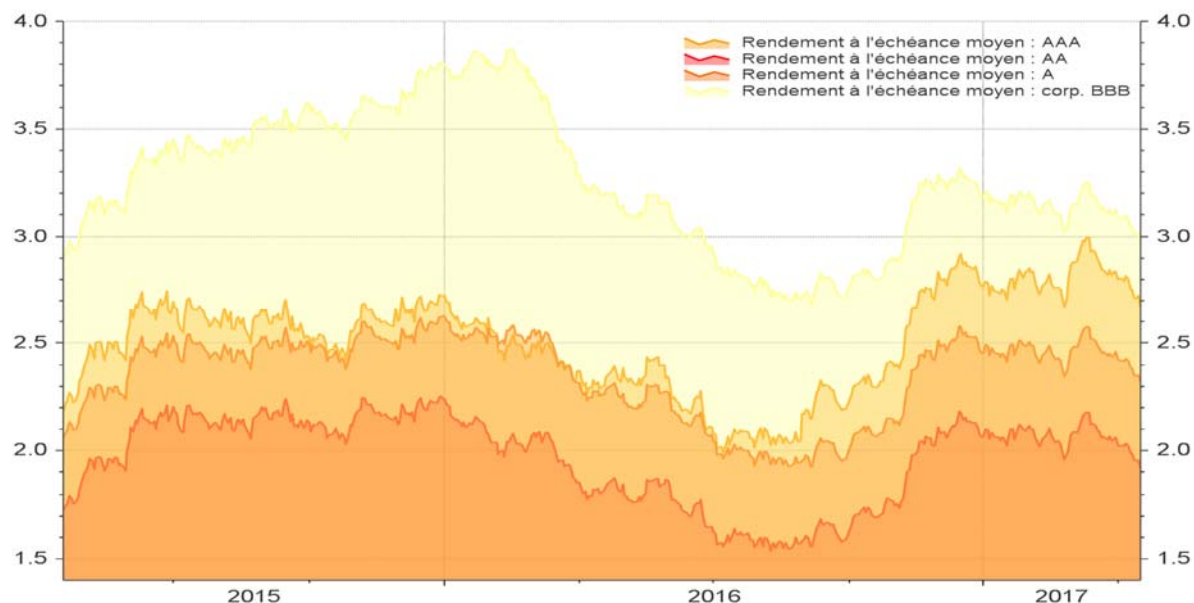
Evolution récente et perspectives (prévisions détaillées en annexe)



- ◆ La BNS accorde la priorité à la valorisation du franc, au détriment du contrôle des taux d'intérêt. Un relèvement « unilatéral », sans un geste similaire de la BCE, semble actuellement inconcevable.
- ◆ Aux environs de -0.2 %, le rendement des emprunts de la Confédération à dix ans paraît moins aberrant, mais il est encore loin d'être attractif. Des tensions légères pourraient le conduire entre 0 % et 0.25 % d'ici à fin 2017.

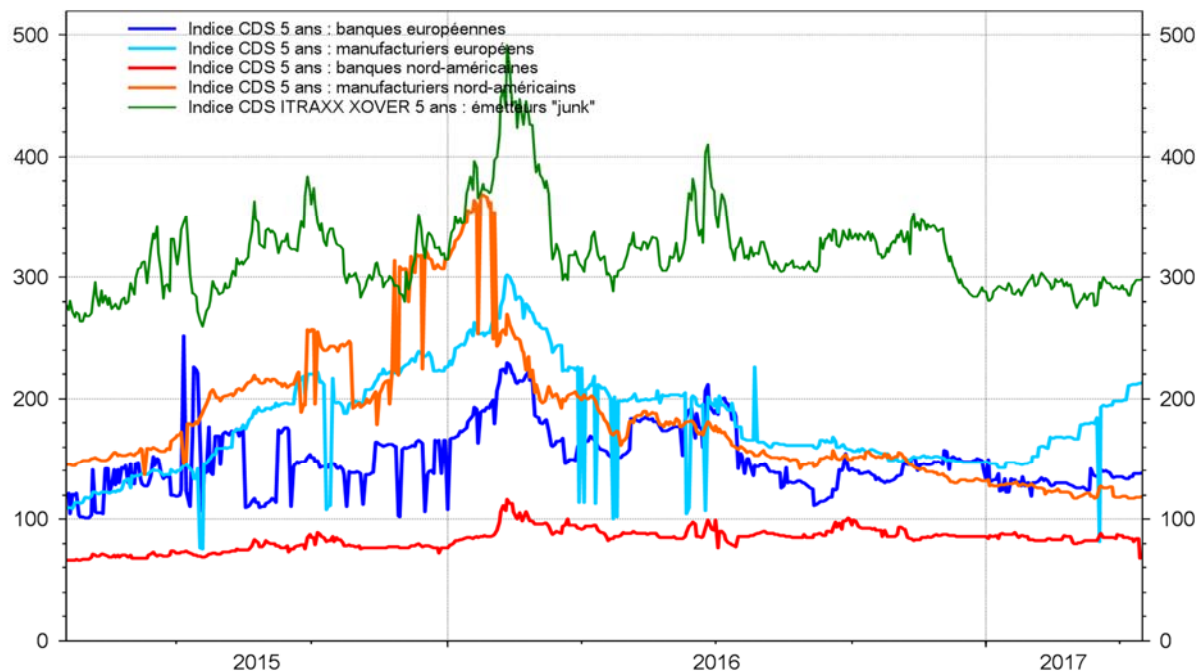
Eclairage sur le risque de crédit et les obligations d'entreprises

Rendements par catégories de rating : indice Merrill Lynch Global Corporate



Sources : indices Merrill Lynch Global Corporate / Thomson Reuters Datastream

Coût de la protection contre le défaut par catégories d'émetteurs



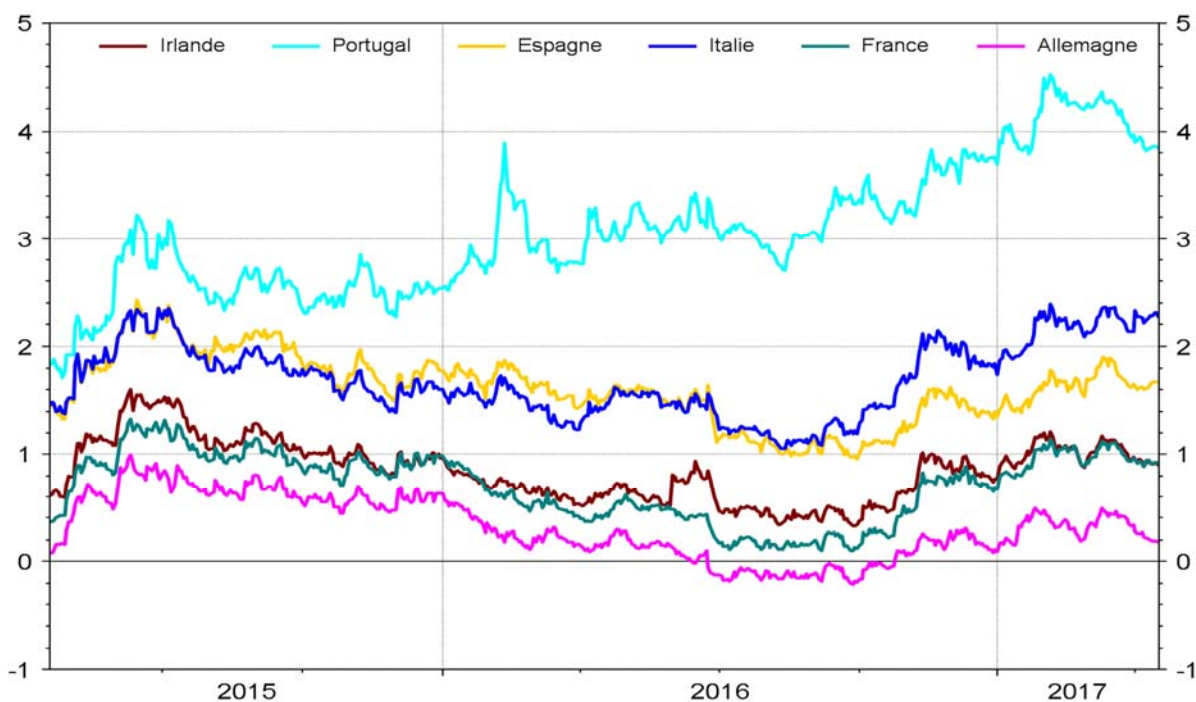
Sources : indices Thomson Reuters Datastream, Itraxx (xover).

Performance capitalisée par type d'émetteurs (glissement annuel : base 100 = -1 an)



Sources : indices Merrill Lynch Global Corporate, JP Morgan, Citigroup / Thomson Reuters Datastream

Marché des capitaux souverains en euros : rendement des emprunts de référence à 10 ans



Source : Thomson Reuters Datastream

ENVIRONNEMENT MACROECONOMIQUE ET MARCHES OBLIGATAIRES : SURVOL

	Etats-Unis	Japon	Zone Euro	Royaume-Uni	Canada	Australie	Danemark	Suède	Suisse
Croissance	Tiède, accélération probable -/0	Faible et régulière 0/+	Renforcement, loin de tout emballement 0/+	Etonnement ferme au regard du contexte 0	Modérée, sans emballement 0	Assez ferme -/0	Peu dynamique, idem EMU 0/+	Assez ferme, proche du potentiel -/0	Toujours tiède 0/+
Marché du travail	Chômage réduit, tensions limitées -/0	Chômage réduit, sans tensions 0/+	Chômage en baisse, encore élevé +	Chômage réduit, faible inflation salariale -/0	Chômage stabilisé, modération salariale 0/+	Léger "sous-emploi", modération salariale 0/+	Chômage réduit, sans tensions 0/+	Chômage réduit, modération salariale 0/+	Chômage réduit, mais pas de tensions 0/+
Inflation	Dérapage contrôlé, à surveiller -/0	Toujours réduite 0/+	Rebond "pétrolier", stabilité sous-jacente 0/+	Net rebond, dérapage à surveiller -/0	Sur la cible, risques limités 0/+	Inflation contrôlée, risques équilibrés 0	Contenue, lent rebond en vue 0/+	Toujours contenue 0/+	Rebond temporaire, sans risques sérieux 0/+
Comptes extérieurs	Déficits courants récurrents, modérés -/0	Excédent courant confortable 0/+	Excédent courant agrégé modéré 0/+	Déficit courant chronique, léger repli -/0	Déficits raisonnables, récurrents -/0	Déficits raisonnables, récurrents -/0	Excédents récurrents et substantiels +	Excédents récurrents et substantiels +	Excédents récurrents et substantiels +
Taux de change	Dollar "décevant", potentiel de hausse 0/+	Yen assez ferme 0	Stabilisation de l'euro face au dollar 0	Stabilisation GBP à un niveau réduit -/0	CAD toujours vulnérable -/0	Faiblesse persistante AUD, RBA passive 0	Ancrage rigoureux à l'euro 0/+	Couronne suédoise forte 0/+	Franc suisse toujours fort 0/+
Politique monétaire	Resserrement graduel, adéquat 0	Contrôle efficace des taux à long terme 0/+	Attentisme légitime 0/+	Stimulante, position attentiste 0/+	Stimulante, attentiste 0/+	Toujours accommodante 0/+	En phase avec la BCE 0/+	Visant à contenir la couronne 0/+	Volonté d'affaiblir le franc face à l'euro 0/+
Politique fiscale	Relâchement incertain... -/0	Dettes massives, mais supportables -/0	Consolidation budgétaire 0/+	Assainissement passif, temporaire 0	Rééquilibrage graduel, dette stabilisée 0	Dérive acceptable, dette réduite 0/+	Dérive acceptable, dette réduite 0/+	Vertueuse, dette réduite +	Discipline inflexible +

Appréciations dans l'optique d'un investissement obligataire

- + = Favorable aux obligations
0 = Neutre, indéterminé
- = Défavorable aux obligations

OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES A 10 ANS

Rendements nominaux, rendements réels, "spreads"

		<u>fin 2008</u>	<u>fin 2009</u>	<u>fin 2010</u>	<u>fin 2011</u>	<u>fin 2012</u>	<u>fin 2013</u>	<u>06/14</u>	<u>12/14</u>	<u>06/15</u>	<u>12/15</u>	<u>03/16</u>	<u>06/16</u>	<u>09/16</u>	<u>12/16</u>	<u>19/4/2017</u>
ETATS-UNIS	Rendements nominaux	4.02	3.55	2.96	3.18	1.66	2.49	2.53	2.18	2.36	2.28	1.79	1.50	1.46	1.46	2.22
	Rendements "réels"	-0.36	4.70	1.19	-0.25	-0.23	1.10	0.48	0.93	2.40	1.82	0.71	0.45	0.52	0.52	1.25
CANADA	Rendements nominaux	3.78	3.39	3.10	3.15	1.77	2.46	2.25	1.80	1.69	1.40	1.23	1.06	1.03	1.03	1.46
	écart USA	-24	-16	15	-3	10	-4	-28	-38	-67	-88	-56	-43	-43	-43	-76
	Rendements "réels"	1.42	3.33	1.71	-0.21	0.18	1.69	0.02	-0.13	0.79	0.07	-0.31	-0.49	-0.39	-0.39	0.17
	écart USA	178	-137	52	4	41	59	-46	-106	-161	-175	-102	-94	-90	-90	-108
AUSTRALIE	Rendements nominaux	6.55	5.60	5.16	5.27	3.10	3.80	3.59	2.83	3.05	2.99	2.52	2.03	1.92	1.92	2.46
	écart USA	254	205	220	208	144	130	106	65	69	70	72	54	46	46	25
	Rendements "réels"	2.56	3.50	0.71	3.85	-0.02	0.25	1.38	0.63	0.66	0.24	-0.41	-0.98	-1.09	-1.09	-0.55
	écart USA	292	-120	-48	409	21	-85	90	-31	-174	-157	-112	-143	-161	-161	-180
NOUVELLE-ZELANDE	Rendements nominaux	6.45	6.05	5.42	5.10	3.43	4.17	4.47	3.70	3.65	3.61	3.00	2.35	2.22	2.22	2.92
	écart USA	244	250	246	192	177	168	194	152	129	133	121	86	76	76	70
	Rendements "réels"	2.47	4.05	1.40	3.22	1.77	-1.10	3.52	2.75	2.97	1.99	1.47	0.74	0.61	0.61	1.30
	écart USA	283	-65	21	347	199	-221	304	182	57	17	76	29	9	9	5
JAPON	Rendements nominaux	1.61	1.36	1.09	1.14	0.84	0.84	0.57	0.33	0.44	0.25	-0.04	-0.23	-0.17	-0.17	0.00
	écart USA	-241	-219	-187	-204	-82	-165	-196	-185	-192	-203	-183	-173	-164	-164	-222
	Rendements "réels"	0.24	2.34	1.84	1.52	0.70	1.12	-3.03	-2.20	-0.09	0.05	-0.07	0.10	0.23	0.23	0.39
	écart USA	60	-236	65	177	93	2	-351	-314	-249	-176	-79	-35	-29	-29	-86
ALLEMAGNE	Rendements nominaux	4.58	3.38	2.57	3.01	1.60	1.73	1.25	0.54	0.77	0.63	0.16	-0.13	-0.18	-0.18	0.19
	écart USA	57	-17	-39	-18	-6	-77	-128	-164	-159	-165	-164	-162	-164	-164	-202
	Rendements "réels"	1.70	3.11	1.46	1.00	-0.26	0.22	0.17	0.04	0.30	0.32	-0.10	-0.22	-0.43	-0.43	-0.15
	écart USA	206	-159	27	125	-4	-88	-31	-90	-210	-149	-81	-67	-94	-94	-140

NB Sur les marchés avec paiement de coupon semestriel, le taux annuel effectif a été calculé. Rendement "réel" ex-post = Rendement nominal à 10 ans - taux d'inflation annuel moyen lors des trois mois précédents.
 Au Royaume-Uni et en Nouvelle-Zélande, l'inflation est calculée sur la base de l'indice des prix à la consommation excluant les coûts du crédit.

OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES A 10 ANS

Rendements nominaux, rendements réels, "spreads"

		<u>fin 2008</u>	<u>fin 2009</u>	<u>fin 2010</u>	<u>fin 2011</u>	<u>fin 2012</u>	<u>fin 2013</u>	<u>06/14</u>	<u>12/14</u>	<u>06/15</u>	<u>12/15</u>	<u>03/16</u>	<u>06/16</u>	<u>09/16</u>	<u>12/16</u>	<u>19/4/2017</u>
FRANCE	Rendements nominaux	4.77	3.72	3.05	3.41	2.70	2.35	1.70	0.84	1.20	0.98	0.41	0.20	0.11	0.11	0.93
	écart All.	18	34	48	41	110	63	45	30	43	35	25	33	29	29	74
	Rendements "réels"	1.46	3.93	1.44	1.34	0.70	1.55	1.07	0.56	0.99	0.89	0.45	0.21	-0.02	-0.02	0.72
	écart All.	-23	82	-2	34	96	133	90	52	69	57	55	43	41	41	87
ITALIE	Rendements nominaux	5.17	4.35	4.12	4.83	5.77	4.60	2.87	1.89	2.32	1.61	1.23	1.36	1.18	1.18	2.24
	écart All.	59	97	154	182	417	287	162	135	155	97	107	149	136	136	204
	Rendements "réels"	1.62	3.66	2.59	2.22	2.63	3.42	2.47	1.82	2.48	1.61	1.30	1.72	1.45	1.45	2.40
	écart All.	-8	55	113	121	290	320	230	178	219	128	139	195	187	187	255
ESPAGNE	Rendements nominaux	4.89	4.05	4.57	5.47	6.47	4.74	2.67	1.61	2.31	1.78	1.44	1.11	1.02	1.02	1.63
	écart All.	31	67	200	247	487	302	142	107	154	115	128	124	120	120	144
	Rendements "réels"	0.29	4.72	2.98	1.98	4.51	3.02	2.45	2.11	2.57	2.10	2.09	2.06	1.81	1.81	2.14
	écart All.	-141	161	152	97	477	281	227	208	227	178	219	228	224	224	229
ROYAUME-UNI	Rendements nominaux	5.19	3.72	3.34	3.41	1.66	2.46	2.69	1.76	2.04	1.97	1.42	1.02	0.81	0.81	1.05
	écart All.	61	34	77	40	6	73	144	122	127	133	126	115	99	99	86
	Rendements "réels"	0.81	2.28	-1.82	-1.77	-1.48	-0.61	0.09	-0.26	1.04	0.92	-0.05	-0.50	-0.90	-0.90	-0.81
	écart All.	-89	-83	-328	-278	-122	-82	-8	-30	74	60	4	-28	-47	-47	-66
DANEMARK	Rendements nominaux	4.81	3.79	2.68	3.24	1.48	1.88	1.30	0.56	1.01	0.96	0.45	0.11	0.09	0.09	0.48
	écart All.	23	41	10	24	-12	15	5	2	24	32	29	24	26	26	28
	Rendements "réels"	1.29	2.57	0.49	0.21	-0.70	1.03	0.69	0.09	0.40	0.62	0.15	-0.02	-0.15	-0.15	0.21
	écart All.	-40	-53	-97	-80	-44	81	52	5	11	30	24	20	28	28	36
SUEDE	Rendements nominaux	4.53	3.45	2.57	2.91	1.61	2.20	1.72	0.94	0.99	0.99	0.53	0.26	0.11	0.11	0.51
	écart All.	-5	7	0	-9	1	48	47	40	22	36	37	39	28	28	32
	Rendements "réels"	0.64	3.92	1.53	0.00	0.49	2.48	1.71	1.15	1.19	0.93	-0.12	-0.56	-0.80	-0.80	-0.56
	écart All.	-106	81	7	-101	76	226	154	111	89	61	-3	-34	-37	-37	-41
SUISSE	Rendements nominaux	3.27	2.31	1.50	1.65	0.58	0.99	0.64	0.31	0.10	-0.08	-0.41	-0.57	-0.58	-0.58	-0.20
	écart All.	-131	-107	-107	-136	-102	-74	-61	-23	-66	-71	-57	-44	-40	-40	-40
	Rendements "réels"	0.59	3.05	0.51	1.25	1.60	1.41	0.54	0.44	1.22	1.28	0.57	-0.18	-0.24	-0.24	0.03
	écart All.	-111	-6	-95	25	187	119	37	41	92	96	67	4	18	18	18

NB Sur les marchés avec paiement de coupon semestriel, le taux annuel effectif a été calculé. Rendement "réel" ex-post = Rendement nominal à 10 ans - taux d'inflation annuel moyen lors des trois mois précédents.
 Au Royaume-Uni et en Nouvelle-Zélande, l'inflation est calculée sur la base de l'indice des prix à la consommation excluant les coûts du crédit.

PREVISIONS DE TAUX D'INTERET : DEPOTS A 3 MOIS ET OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES
19.04.2017

	<u>Dépôts 3 mois</u>							<u>Obligations à 5 ans</u>							<u>Obligations à 10 ans</u>						
	31/12/15	30/06/16	19/04/17	dans 3M	Δ	dans 6M	Δ	31/12/15	30/06/16	19/04/17	dans 3M	Δ	dans 6M	Δ	31/12/15	30/06/16	19/04/17	dans 3M	Δ	dans 6M	Δ
ETATS-UNIS	0.50	0.54	1.06	1.15	9	1.30	24	1.77	1.00	1.74	2.00	26	2.10	36	2.28	1.48	2.22	2.50	28	2.60	38
CANADA	0.53	0.79	0.83	0.85	2	0.90	7	0.52	0.78	1.00	1.25	25	1.30	30	0.73	0.57	1.46	1.70	24	1.80	34
Δ USA	3	24	-23	-30		-40		-125	-23	-74	-75		-80		-156	-91	-76	-80		-80	
AUSTRALIE	2.24	1.85	1.98	2.30	32	2.30	32	2.21	1.82	2.04	2.30	26	2.35	31	2.25	1.65	2.46	2.75	29	2.80	34
Δ USA	174	130	91	115		100		44	82	30	30		25		-3	17	25	25		20	
NOUVELLE-ZELANDE	2.67	2.33	1.99	2.00	1	2.10	11	2.99	2.01	2.32	2.55	23	2.60	28	3.59	2.34	2.92	3.15	23	3.20	28
Δ USA	217	179	93	85		80		123	101	58	55		50		131	87	70	65		60	
JAPON	-0.04	-0.14	-0.07	-0.10	-3	-0.20	-13	0.02	-0.32	-0.17	-0.15	2	-0.15	2	0.25	-0.23	0.00	0.00	0	0.00	0
Δ USA	-54	-69	-114	-125		-150		-175	-132	-191	-215		-225		-203	-171	-222	-250		-260	
EURO / ALLEMAGNE	-0.25	-0.41	-0.43	-0.40	3	-0.35	8	-0.05	-0.57	-0.40	-0.20	20	-0.15	25	0.63	-0.13	0.19	0.35	16	0.40	21
Δ USA	-75	-95	-149	-155		-165		-182	-157	-214	-220		-225		-166	-161	-202	-215		-220	
EURO / FRANCE	-0.25	-0.41	-0.43	-0.40	3	-0.35	8	0.08	-0.36	0.06	0.20	14	0.20	14	0.98	0.18	0.93	0.95	2	0.95	2
Δ ALLEMAGNE	0	0	0	0		0		13	21	47	40		35		36	31	74	60		55	
EURO / ITALIE	-0.25	-0.41	-0.43	-0.40	3	-0.35	8	0.50	0.29	1.02	1.10	8	1.05	3	1.59	1.25	2.24	2.25	1	2.15	-9
Δ ALLEMAGNE	0	0	0	0		0		55	86	143	130		120		96	139	204	190		175	
EURO / ESPAGNE	-0.25	-0.41	-0.43	-0.40	3	-0.35	8	0.66	0.18	0.41	0.55	14	0.55	14	1.76	1.16	1.63	1.65	2	1.60	-3
Δ ALLEMAGNE	0	0	0	0		0		71	75	81	75		70		114	129	144	130		120	
ROYAUME-UNI	0.36	0.32	0.23	0.25	2	0.25	2	1.35	0.34	0.51	0.65	14	0.70	19	1.97	0.86	1.05	1.15	10	1.20	15
Δ ALLEMAGNE	61	74	66	65		60		139	91	92	85		85		134	100	86	80		80	
DANEMARK	-0.43	-0.50	-0.57	-0.50	7	-0.50	7	0.20	-0.38	-0.32	-0.10	22	-0.05	27	0.87	0.05	0.48	0.60	12	0.65	17
Δ ALLEMAGNE	-18	-9	-14	-10		-15		25	19	8	10		10		24	18	28	25		25	
SUEDE	-0.43	-0.78	-0.66	-0.60	6	-0.55	11	0.28	-0.30	-0.12	0.05	17	0.10	22	0.98	0.24	0.51	0.65	14	0.65	14
Δ ALLEMAGNE	-18	-37	-23	-20		-20		33	27	28	25		25		35	37	32	30		25	
SUISSE	-0.89	-0.91	-0.79	-0.75	4	-0.75	4	-0.68	-1.10	-0.40	-0.25	15	-0.25	15	-0.12	-0.65	-0.20	-0.05	15	0.00	20
Δ ALLEMAGNE	-63	-50	-36	-35		-40		-63	-53	0	-5		-10		-75	-52	-40	-40		-40	

NB Dans les cas où le coupon est payé semestriellement, le rendement à l'échéance annuel effectif est calculé.

PREVISIONS DE TAUX D'INTERET : MOUVEMENTS DE PENTE
19.04.2017

	<u>Pente '5 ans - 10 ans'</u>					<u>Pente '3 mois - 5 ans'</u>					<u>Pente '3 mois - 10 ans'</u>				
	31/12/15	30/06/16	19/04/17	dans 3M	dans 6M	31/12/15	30/06/16	19/04/17	dans 3M	dans 6M	31/12/15	30/06/16	19/04/17	dans 3M	dans 6M
ETATS-UNIS	51	47	48	50	50	127	46	67	85	80	178	93	115	135	130
CANADA	21	-21	46	45	50	-1	-1	17	40	40	20	-22	63	85	90
AUSTRALIE	4	-17	43	45	45	-3	-3	6	0	5	1	-20	49	45	50
NOUVELLE-ZELANDE	60	33	60	60	60	33	-32	33	55	50	92	1	92	115	110
JAPON	24	9	16	15	15	6	-18	-10	-5	5	29	-9	7	10	20
EURO / ALLEMAGNE	68	44	60	55	55	21	-16	2	20	20	88	28	62	75	75
EURO / FRANCE	91	54	87	75	75	33	5	49	60	55	124	59	136	135	130
EURO / ITALIE	109	97	121	115	110	75	70	145	150	140	184	167	266	265	250
EURO / ESPAGNE	110	98	123	110	105	92	59	83	95	90	202	157	206	205	195
ROYAUME-UNI	62	52	54	50	50	99	2	28	40	45	161	54	82	90	95
DANEMARK	67	43	80	70	70	63	12	24	40	45	130	55	104	110	115
SUEDE	70	54	63	60	55	71	48	54	65	65	141	102	117	125	120
SUISSE	56	45	20	20	25	21	-19	38	50	50	77	26	58	70	75

TAUX DE RENDEMENT 'ESPERES' : OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES
Monnaie de référence : CHF
19.04.2017

	<u>Obligations à 5 ans</u>										<u>Obligations à 10 ans</u>									
	<u>Horizon 3 mois</u>					<u>Horizon 6 mois</u>					<u>Horizon 3 mois</u>					<u>Horizon 6 mois</u>				
	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.
ETATS-UNIS	0.43	-1.18	-0.75	-0.48	-1.23	0.87	-1.54	-0.67	-1.10	-1.77	0.55	-2.44	-1.88	-0.48	-2.36	1.11	-3.21	-2.10	-1.08	-3.18
CANADA	0.25	-1.15	-0.90	-0.39	-1.29	0.50	-1.30	-0.80	-0.87	-1.68	0.36	-2.16	-1.80	-0.39	-2.19	0.73	-2.97	-2.24	-0.86	-3.10
AUSTRALIE	0.51	-1.18	-0.67	-0.64	-1.31	1.02	-1.33	-0.32	-1.37	-1.69	0.62	-2.42	-1.80	-0.63	-2.43	1.23	-2.77	-1.54	-1.36	-2.90
NOUVELLE-ZELANDE	0.58	-1.03	-0.45	-0.69	-1.14	1.16	-1.19	-0.03	-1.41	-1.44	0.73	-1.94	-1.21	-0.68	-1.89	1.46	-2.30	-0.84	-1.40	-2.24
JAPON	-0.04	-0.09	-0.13	-0.21	-0.34	-0.08	-0.08	-0.17	-0.44	-0.61	-0.00	-0.05	-0.05	-0.21	-0.26	-0.00	-0.05	-0.05	-0.44	-0.49
EURO / ALLEMAGNE	-0.10	-0.97	-1.08	-0.11	-1.19	-0.20	-1.15	-1.35	-0.27	-1.62	0.05	-1.51	-1.46	-0.11	-1.57	0.10	-1.93	-1.83	-0.27	-2.11
EURO / FRANCE	0.02	-0.65	-0.63	-0.11	-0.74	0.03	-0.61	-0.58	-0.28	-0.86	0.23	-0.19	0.04	-0.11	-0.07	0.46	-0.19	0.28	-0.28	-0.00
EURO / ITALIE	0.26	-0.35	-0.09	-0.11	-0.20	0.51	-0.11	0.40	-0.28	0.12	0.56	-0.12	0.44	-0.11	0.32	1.12	0.73	1.85	-0.28	1.57
EURO / ESPAGNE	0.10	-0.66	-0.56	-0.11	-0.67	0.20	-0.63	-0.42	-0.28	-0.70	0.41	-0.14	0.27	-0.11	0.15	0.82	0.30	1.11	-0.28	0.83
ROYAUME-UNI	0.13	-0.64	-0.51	-0.28	-0.79	0.26	-0.83	-0.57	-0.64	-1.21	0.26	-0.93	-0.66	-0.28	-0.94	0.52	-1.35	-0.82	-0.64	-1.46
DANEMARK	-0.08	-1.07	-1.15	-0.13	-1.28	-0.16	-1.23	-1.40	-0.34	-1.74	0.12	-1.16	-1.04	-0.13	-1.17	0.24	-1.59	-1.35	-0.34	-1.69
SUEDE	-0.03	-0.83	-0.86	-0.08	-0.93	-0.06	-1.01	-1.07	-0.22	-1.29	0.13	-1.32	-1.20	-0.08	-1.27	0.25	-1.29	-1.04	-0.23	-1.26
SUISSE	-0.10	-0.74	-0.84	0.00	-0.84	-0.20	-0.70	-0.90	0.00	-0.90	-0.05	-1.51	-1.56	0.00	-1.56	-0.10	-1.94	-2.04	0.00	-2.04

NB Taux de rendement 'espérés' non-annualisés sur des obligations à 5 et 10 ans, exprimés en monnaie locale et dans la monnaie de référence avec couverture du risque de change.

Rev. = revenu provenant du coupon / Gain cap. = gain (+) ou perte (-) en capital / R.M.L. = taux de rendement espéré en monnaie locale.

Hdg. = coût / produit de la couverture du risque de change / R.M.B. = taux de rendement espéré dans la monnaie base, après couverture du risque de change.

SURPLUS DE RENDEMENT 'ESPERES' PAR RAPPORT AU PLACEMENT MONETAIRE : OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Monnaie de référence : CHF

19.04.2017

	<u>Obligations à 5 ans</u>								<u>Obligations à 10 ans</u>							
	Horizon 3 mois				Horizon 6 mois				Horizon 3 mois				Horizon 6 mois			
	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.
ETATS-UNIS	0.27	-1.01	-0.20	-1.03	0.63	-1.31	-0.40	-1.37	0.27	-2.15	-0.20	-2.17	0.63	-2.73	-0.40	-2.78
CANADA	0.21	-1.10	-0.20	-1.09	0.42	-1.22	-0.40	-1.27	0.21	-2.01	-0.20	-1.99	0.42	-2.66	-0.40	-2.70
AUSTRALIE	0.49	-1.17	-0.20	-1.11	0.93	-1.24	-0.40	-1.29	0.49	-2.30	-0.20	-2.23	0.93	-2.47	-0.40	-2.50
NOUVELLE-ZELANDE	0.50	-0.95	-0.20	-0.95	0.96	-0.99	-0.40	-1.04	0.50	-1.71	-0.20	-1.70	0.96	-1.80	-0.40	-1.84
JAPON	-0.02	-0.11	-0.20	-0.14	-0.09	-0.08	-0.40	-0.20	-0.02	-0.03	-0.20	-0.06	-0.09	0.04	-0.40	-0.09
EURO / ALLEMAGNE	-0.11	-0.97	-0.20	-0.99	-0.19	-1.16	-0.40	-1.22	-0.11	-1.35	-0.20	-1.37	-0.19	-1.65	-0.40	-1.70
EURO / FRANCE	-0.11	-0.53	-0.20	-0.55	-0.19	-0.39	-0.40	-0.45	-0.11	0.15	-0.20	0.12	-0.19	0.46	-0.40	0.40
EURO / ITALIE	-0.11	0.01	-0.20	-0.01	-0.19	0.59	-0.40	0.52	-0.11	0.54	-0.20	0.52	-0.19	2.03	-0.40	1.97
EURO / ESPAGNE	-0.11	-0.45	-0.20	-0.47	-0.19	-0.23	-0.40	-0.29	-0.11	0.37	-0.20	0.35	-0.19	1.30	-0.40	1.24
ROYAUME-UNI	0.06	-0.57	-0.20	-0.60	0.18	-0.75	-0.40	-0.81	0.06	-0.72	-0.20	-0.75	0.18	-1.01	-0.40	-1.06
DANEMARK	-0.14	-1.01	-0.20	-1.08	-0.12	-1.28	-0.40	-1.33	-0.14	-0.90	-0.20	-0.97	-0.12	-1.23	-0.40	-1.29
SUEDE	-0.16	-0.69	-0.20	-0.74	-0.24	-0.83	-0.40	-0.89	-0.16	-1.03	-0.20	-1.08	-0.24	-0.80	-0.40	-0.86
SUISSE	-0.20	-0.64	-0.20	-0.64	-0.40	-0.50	-0.40	-0.50	-0.20	-1.36	-0.20	-1.36	-0.40	-1.64	-0.40	-1.64

NB Surplus de rendement non-annualisés sur des obligations d'échéances 5 et 10 ans, exprimés en monnaie locale et en monnaie de référence avec couverture du risque de change.

Cash loc. = rendement non-annualisé d'un placement monétaire en monnaie locale / S.R.M.L = Surplus (+) ou déficit (-) de rendement par rapport à un placement monétaire, en monnaie locale.

Cash réf. = rendement non-annualisé d'un placement monétaire dans la monnaie de référence.

S.R.M.B. = surplus (+) ou déficit (-) de rendement d'un investissement obligataire "hedgé" par rapport à un dépôt dans la monnaie de référence.

TAUX DE RENDEMENT 'ESPERES' : OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Monnaie de référence : EUR

19.04.2017

	<u>Obligations à 5 ans</u>										<u>Obligations à 10 ans</u>									
	<u>Horizon 3 mois</u>					<u>Horizon 6 mois</u>					<u>Horizon 3 mois</u>					<u>Horizon 6 mois</u>				
	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.
ETATS-UNIS	0.43	-1.18	-0.75	-0.39	-1.14	0.87	-1.54	-0.67	-0.88	-1.56	0.55	-2.44	-1.88	-0.39	-2.27	1.11	-3.21	-2.10	-0.87	-2.97
CANADA	0.25	-1.15	-0.90	-0.31	-1.20	0.50	-1.30	-0.80	-0.66	-1.46	0.36	-2.16	-1.80	-0.30	-2.10	0.73	-2.97	-2.24	-0.65	-2.89
AUSTRALIE	0.51	-1.18	-0.67	-0.55	-1.22	1.02	-1.33	-0.32	-1.16	-1.48	0.62	-2.42	-1.80	-0.54	-2.34	1.23	-2.77	-1.54	-1.15	-2.69
NOUVELLE-ZELANDE	0.58	-1.03	-0.45	-0.60	-1.05	1.16	-1.19	-0.03	-1.20	-1.23	0.73	-1.94	-1.21	-0.60	-1.80	1.46	-2.30	-0.84	-1.19	-2.03
JAPON	-0.04	-0.09	-0.13	-0.12	-0.25	-0.08	-0.08	-0.17	-0.23	-0.39	-0.00	-0.05	-0.05	-0.12	-0.17	-0.00	-0.05	-0.05	-0.23	-0.28
EURO / ALLEMAGNE	-0.10	-0.97	-1.08	0.00	-1.08	-0.20	-1.15	-1.35	0.00	-1.35	0.05	-1.51	-1.46	0.00	-1.46	0.10	-1.93	-1.83	0.00	-1.83
EURO / FRANCE	0.02	-0.65	-0.63	0.00	-0.63	0.03	-0.61	-0.58	0.00	-0.58	0.23	-0.19	0.04	0.00	0.04	0.46	-0.19	0.28	0.00	0.28
EURO / ITALIE	0.26	-0.35	-0.09	0.00	-0.09	0.51	-0.11	0.40	0.00	0.40	0.56	-0.12	0.44	0.00	0.44	1.12	0.73	1.85	0.00	1.85
EURO / ESPAGNE	0.10	-0.66	-0.56	0.00	-0.56	0.20	-0.63	-0.42	0.00	-0.42	0.41	-0.14	0.27	0.00	0.27	0.82	0.30	1.11	0.00	1.11
ROYAUME-UNI	0.13	-0.64	-0.51	-0.19	-0.70	0.26	-0.83	-0.57	-0.43	-1.00	0.26	-0.93	-0.66	-0.19	-0.85	0.52	-1.35	-0.82	-0.43	-1.25
DANEMARK	-0.08	-1.07	-1.15	-0.04	-1.19	-0.16	-1.23	-1.40	-0.13	-1.52	0.12	-1.16	-1.04	-0.04	-1.08	0.24	-1.59	-1.35	-0.13	-1.48
SUEDE	-0.03	-0.83	-0.86	0.01	-0.84	-0.06	-1.01	-1.07	-0.01	-1.08	0.13	-1.32	-1.20	0.01	-1.18	0.25	-1.29	-1.04	-0.01	-1.05
SUISSE	-0.10	-0.74	-0.84	0.08	-0.76	-0.20	-0.70	-0.90	0.15	-0.75	-0.05	-1.51	-1.56	0.08	-1.48	-0.10	-1.94	-2.04	0.15	-1.89

NB Taux de rendement 'espérés' non-annualisés sur des obligations à 5 et 10 ans, exprimés en monnaie locale et dans la monnaie de référence avec couverture du risque de change.

Rev. = revenu provenant du coupon / Gain cap. = gain (+) ou perte (-) en capital / R.M.L. = taux de rendement espéré en monnaie locale.

Hdg. = coût / produit de la couverture du risque de change / R.M.B. = taux de rendement espéré dans la monnaie base, après couverture du risque de change.

SURPLUS DE RENDEMENT 'ESPERES' PAR RAPPORT AU PLACEMENT MONETAIRE : OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Monnaie de référence : EUR

19.04.2017

	<u>Obligations à 5 ans</u>								<u>Obligations à 10 ans</u>							
	Horizon 3 mois				Horizon 6 mois				Horizon 3 mois				Horizon 6 mois			
	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.
ETATS-UNIS	0.27	-1.01	-0.11	-1.03	0.63	-1.31	-0.19	-1.37	0.27	-2.15	-0.11	-2.17	0.63	-2.73	-0.19	-2.78
CANADA	0.21	-1.10	-0.11	-1.09	0.42	-1.22	-0.19	-1.28	0.21	-2.01	-0.11	-2.00	0.42	-2.66	-0.19	-2.70
AUSTRALIE	0.49	-1.17	-0.11	-1.11	0.93	-1.24	-0.19	-1.29	0.49	-2.30	-0.11	-2.24	0.93	-2.47	-0.19	-2.50
NOUVELLE-ZELANDE	0.50	-0.95	-0.11	-0.95	0.96	-0.99	-0.19	-1.04	0.50	-1.71	-0.11	-1.70	0.96	-1.80	-0.19	-1.84
JAPON	-0.02	-0.11	-0.11	-0.14	-0.09	-0.08	-0.19	-0.21	-0.02	-0.03	-0.11	-0.06	-0.09	0.04	-0.19	-0.09
EURO / ALLEMAGNE	-0.11	-0.97	-0.11	-0.97	-0.19	-1.16	-0.19	-1.16	-0.11	-1.35	-0.11	-1.35	-0.19	-1.65	-0.19	-1.65
EURO / FRANCE	-0.11	-0.53	-0.11	-0.53	-0.19	-0.39	-0.19	-0.39	-0.11	0.15	-0.11	0.15	-0.19	0.46	-0.19	0.46
EURO / ITALIE	-0.11	0.01	-0.11	0.01	-0.19	0.59	-0.19	0.59	-0.11	0.54	-0.11	0.54	-0.19	2.03	-0.19	2.03
EURO / ESPAGNE	-0.11	-0.45	-0.11	-0.45	-0.19	-0.23	-0.19	-0.23	-0.11	0.37	-0.11	0.37	-0.19	1.30	-0.19	1.30
ROYAUME-UNI	0.06	-0.57	-0.11	-0.60	0.18	-0.75	-0.19	-0.81	0.06	-0.72	-0.11	-0.75	0.18	-1.01	-0.19	-1.06
DANEMARK	-0.14	-1.01	-0.11	-1.08	-0.12	-1.28	-0.19	-1.34	-0.14	-0.90	-0.11	-0.97	-0.12	-1.23	-0.19	-1.29
SUEDE	-0.16	-0.69	-0.11	-0.74	-0.24	-0.83	-0.19	-0.89	-0.16	-1.03	-0.11	-1.08	-0.24	-0.80	-0.19	-0.86
SUISSE	-0.20	-0.64	-0.11	-0.65	-0.40	-0.50	-0.19	-0.56	-0.20	-1.36	-0.11	-1.37	-0.40	-1.64	-0.19	-1.70

NB Surplus de rendement non-annualisés sur des obligations d'échéances 5 et 10 ans, exprimés en monnaie locale et en monnaie de référence avec couverture du risque de change.

Cash loc. = rendement non-annualisé d'un placement monétaire en monnaie locale / S.R.M.L = Surplus (+) ou déficit (-) de rendement par rapport à un placement monétaire, en monnaie locale.

Cash réf. = rendement non-annualisé d'un placement monétaire dans la monnaie de référence.

S.R.M.B. = surplus (+) ou déficit (-) de rendement d'un investissement obligataire "hedgé" par rapport à un dépôt dans la monnaie de référence.

TAUX DE RENDEMENT 'ESPERES' : OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Monnaie de référence : USD

19.04.2017

	<u>Obligations à 5 ans</u>										<u>Obligations à 10 ans</u>									
	<u>Horizon 3 mois</u>					<u>Horizon 6 mois</u>					<u>Horizon 3 mois</u>					<u>Horizon 6 mois</u>				
	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.	Rev.	Gain cap.	R.M.L.	Hdg.	R.M.B.
ETATS-UNIS	0.43	-1.18	-0.75	0.00	-0.75	0.87	-1.54	-0.67	0.00	-0.67	0.55	-2.44	-1.88	0.00	-1.88	1.11	-3.21	-2.10	0.00	-2.10
CANADA	0.25	-1.15	-0.90	0.06	-0.83	0.50	-1.30	-0.80	0.15	-0.65	0.36	-2.16	-1.80	0.06	-1.74	0.73	-2.97	-2.24	0.15	-2.09
AUSTRALIE	0.51	-1.18	-0.67	-0.18	-0.85	1.02	-1.33	-0.32	-0.35	-0.67	0.62	-2.42	-1.80	-0.18	-1.98	1.23	-2.77	-1.54	-0.35	-1.89
NOUVELLE-ZELANDE	0.58	-1.03	-0.45	-0.23	-0.68	1.16	-1.19	-0.03	-0.39	-0.42	0.73	-1.94	-1.21	-0.23	-1.44	1.46	-2.30	-0.84	-0.38	-1.22
JAPON	-0.04	-0.09	-0.13	0.25	0.13	-0.08	-0.08	-0.17	0.59	0.43	-0.00	-0.05	-0.05	0.25	0.21	-0.00	-0.05	-0.05	0.59	0.54
EURO / ALLEMAGNE	-0.10	-0.97	-1.08	0.35	-0.73	-0.20	-1.15	-1.35	0.75	-0.60	0.05	-1.51	-1.46	0.35	-1.11	0.10	-1.93	-1.83	0.75	-1.09
EURO / FRANCE	0.02	-0.65	-0.63	0.35	-0.28	0.03	-0.61	-0.58	0.76	0.17	0.23	-0.19	0.04	0.35	0.39	0.46	-0.19	0.28	0.76	1.04
EURO / ITALIE	0.26	-0.35	-0.09	0.35	0.26	0.51	-0.11	0.40	0.76	1.16	0.56	-0.12	0.44	0.35	0.79	1.12	0.73	1.85	0.78	2.62
EURO / ESPAGNE	0.10	-0.66	-0.56	0.35	-0.21	0.20	-0.63	-0.42	0.76	0.34	0.41	-0.14	0.27	0.35	0.62	0.82	0.30	1.11	0.77	1.88
ROYAUME-UNI	0.13	-0.64	-0.51	0.18	-0.33	0.26	-0.83	-0.57	0.39	-0.18	0.26	-0.93	-0.66	0.18	-0.48	0.52	-1.35	-0.82	0.39	-0.44
DANEMARK	-0.08	-1.07	-1.15	0.33	-0.82	-0.16	-1.23	-1.40	0.68	-0.71	0.12	-1.16	-1.04	0.33	-0.71	0.24	-1.59	-1.35	0.68	-0.67
SUEDE	-0.03	-0.83	-0.86	0.38	-0.47	-0.06	-1.01	-1.07	0.80	-0.26	0.13	-1.32	-1.20	0.38	-0.82	0.25	-1.29	-1.04	0.80	-0.23
SUISSE	-0.10	-0.74	-0.84	0.45	-0.39	-0.20	-0.70	-0.90	0.97	0.07	-0.05	-1.51	-1.56	0.45	-1.11	-0.10	-1.94	-2.04	0.96	-1.08

NB Taux de rendement 'espérés' non-annualisés sur des obligations à 5 et 10 ans, exprimés en monnaie locale et dans la monnaie de référence avec couverture du risque de change.

Rev. = revenu provenant du coupon / Gain cap. = gain (+) ou perte (-) en capital / R.M.L. = taux de rendement espéré en monnaie locale.

Hdg. = coût / produit de la couverture du risque de change / R.M.B. = taux de rendement espéré dans la monnaie base, après couverture du risque de change.

SURPLUS DE RENDEMENT 'ESPERES' PAR RAPPORT AU PLACEMENT MONETAIRE : OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES

Monnaie de référence : USD

19.04.2017

	<u>Obligations à 5 ans</u>								<u>Obligations à 10 ans</u>							
	Horizon 3 mois				Horizon 6 mois				Horizon 3 mois				Horizon 6 mois			
	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.	Cash loc.	S.R.M.L.	Cash réf.	S.R.M.B.
ETATS-UNIS	0.27	-1.01	0.27	-1.01	0.63	-1.31	0.63	-1.31	0.27	-2.15	0.27	-2.15	0.63	-2.73	0.63	-2.73
CANADA	0.21	-1.10	0.27	-1.10	0.42	-1.22	0.63	-1.29	0.21	-2.01	0.27	-2.00	0.42	-2.66	0.63	-2.73
AUSTRALIE	0.49	-1.17	0.27	-1.12	0.93	-1.24	0.63	-1.30	0.49	-2.30	0.27	-2.25	0.93	-2.47	0.63	-2.52
NOUVELLE-ZELANDE	0.50	-0.95	0.27	-0.95	0.96	-0.99	0.63	-1.05	0.50	-1.71	0.27	-1.70	0.96	-1.80	0.63	-1.86
JAPON	-0.02	-0.11	0.27	-0.14	-0.09	-0.08	0.63	-0.21	-0.02	-0.03	0.27	-0.06	-0.09	0.04	0.63	-0.09
EURO / ALLEMAGNE	-0.11	-0.97	0.27	-1.00	-0.19	-1.16	0.63	-1.23	-0.11	-1.35	0.27	-1.38	-0.19	-1.65	0.63	-1.72
EURO / FRANCE	-0.11	-0.53	0.27	-0.55	-0.19	-0.39	0.63	-0.46	-0.11	0.15	0.27	0.12	-0.19	0.46	0.63	0.41
EURO / ITALIE	-0.11	0.01	0.27	-0.01	-0.19	0.59	0.63	0.53	-0.11	0.54	0.27	0.52	-0.19	2.03	0.63	1.99
EURO / ESPAGNE	-0.11	-0.45	0.27	-0.48	-0.19	-0.23	0.63	-0.30	-0.11	0.37	0.27	0.35	-0.19	1.30	0.63	1.25
ROYAUME-UNI	0.06	-0.57	0.27	-0.60	0.18	-0.75	0.63	-0.82	0.06	-0.72	0.27	-0.75	0.18	-1.01	0.63	-1.07
DANEMARK	-0.14	-1.01	0.27	-1.08	-0.12	-1.28	0.63	-1.35	-0.14	-0.90	0.27	-0.98	-0.12	-1.23	0.63	-1.30
SUEDE	-0.16	-0.69	0.27	-0.74	-0.24	-0.83	0.63	-0.90	-0.16	-1.03	0.27	-1.08	-0.24	-0.80	0.63	-0.87
SUISSE	-0.20	-0.64	0.27	-0.66	-0.40	-0.50	0.63	-0.56	-0.20	-1.36	0.27	-1.38	-0.40	-1.64	0.63	-1.71

NB Surplus de rendement non-annualisés sur des obligations d'échéances 5 et 10 ans, exprimés en monnaie locale et en monnaie de référence avec couverture du risque de change.

Cash loc. = rendement non-annualisé d'un placement monétaire en monnaie locale / S.R.M.L = Surplus (+) ou déficit (-) de rendement par rapport à un placement monétaire, en monnaie locale.

Cash réf. = rendement non-annualisé d'un placement monétaire dans la monnaie de référence.

S.R.M.B. = surplus (+) ou déficit (-) de rendement d'un investissement obligataire "hedgé" par rapport à un dépôt dans la monnaie de référence.

DYNAGEST S.A.

12, quai de la Poste

C.P. 5262

1211 Genève 11

Tel : +41 (0)22 593 55 55

Fax : +41 (0)22 593 55 50

L'information contenue dans ce document est basée sur des sources considérées comme fiables, cela étant aucune assurance ne peut être donnée quant à son actualité, sa véracité et son exhaustivité. Ce document a été établi aux fins d'information seulement et ne saurait dès lors être interprété comme une offre, invitation ou demande d'effectuer une transaction particulière ou mettre en œuvre une stratégie d'investissement. Ce document ne prend pas en considération les objectifs d'investissements, la situation financière ou les besoins particulier d'un quelconque investisseur. Tout investisseur doit obtenir un conseil individuel fondé sur les caractéristiques qui lui sont propres avant de décider d'effectuer l'investissement sur la base des recommandations contenues dans le présent document. Les avis exprimés et les prix et éventuels rendement mentionnés sont susceptibles de varier en tout temps et sans avis préalable. Dynagest SA peut, pour son propre compte ou pour le compte de clients, effectuer les investissements décrits dans le présent document. Ce document est uniquement destiné à la personne désignée à qui il a été adressé. Ce document ne peut pas être photocopié ou reproduit d'une autre manière ou distribué sans le consentement préalable écrit de Dynagest SA. Dynagest SA peut sur demande fournir toute information complémentaire étayant la recommandation d'investissement faite dans le présent document. Les titres ou produits décrits dans ce document n'ont pas été enregistrés aux Etats-Unis sous l'égide la loi boursière de 1933 ou la loi des fonds d'investissement de 1940, aussi ils ne peuvent être proposés ou achetés aux Etats-Unis ou par des « U.S. persons ». Ce document n'est pas destiné à des investisseurs privés au Royaume-Uni et les investissements décrits dans le présent document ne leurs seront pas disponibles. Si vous n'êtes pas le destinataire voulu du présent document, merci d'en aviser immédiatement l'expéditeur et de détruire ce document.