



Perspectives et stratégie de placement

26 mars 2015

Perspectives et stratégie de placement

Environnement macro-économique

- Au niveau macro-économique, les chiffres de l'économie américaine sont relativement solides (marché du travail, etc.). La baisse du prix du pétrole ne manquera pas de stimuler la consommation et de contribuer à la "réindustrialisation" des Etats-Unis.
- Stimulée par une forte baisse de l'euro, L'Europe semble peu à peu sortir de l'ornière conjoncturelle, bien que la bataille contre les risques déflationnistes et les problèmes structurels n'est de loin pas finie.
- Les derniers indicateurs de l'activité manufacturière provenant de Chine sont quelque peu mitigés et confirment une poursuite de la décélération de la croissance économique.

Croissance économique

- Reprise modérée de la croissance en 2015, tirée notamment par l'accélération de l'activité aux Etats-Unis.

Politique monétaire

- Politique monétaire toujours très accommodante malgré la fin du "Quantitative Easing" aux Etats-Unis, relayée par d'autres banques centrales dont la Banque centrale européenne.

Taux d'intérêt

- Les taux d'intérêt devraient rester durablement bas ; les rendements obligataires devraient toutefois remonter très progressivement à l'horizon 2016 avec le processus de "normalisation" économique et monétaire, particulièrement en USD et GBP.

Perspectives et stratégie de placement

Croissance économique

- Reprise modérée de la croissance mondiale, tirée par la locomotive américaine (croissance soutenue du PIB aux Etats-Unis, environ 3.0-3.5% en 2015).
- Poursuite du ralentissement de l'activité en Chine (objectif de croissance de 7.0% en 2015).
- Retour à une contribution à la croissance positive de la zone euro (env. 1.0-1.5% en 2015).

Prévisions FMI du PIB (20.01.2015)

2013

- Economie mondiale +3.3%
- Economies développées +1.3%
- Economies émergentes +4.7%

2014

- Economie mondiale +3.3%
- Economies développées +1.8%
- Economies émergentes +4.4%

2015E

- Economie mondiale +3.5%
- Economies développées +2.4%
- Economies émergentes +4.3%

2016E

- Economie mondiale +3.7%
- Economies développées +2.4%
- Economies émergentes +4.7%

Latest IMF projections
Global growth revised down despite falling oil prices and faster growth in the United States.
(percent change)

	Projections				Difference from October 2014 WEO projections	
	2013	2014	2015	2016	2015	2016
World Output	3.3	3.3	3.5	3.7	-0.3	-0.3
Advanced Economies	1.3	1.8	2.4	2.4	0.1	0.0
United States	2.2	2.4	3.6	3.3	0.5	0.3
Euro Area	-0.5	0.8	1.2	1.4	-0.2	-0.3
Germany	0.2	1.5	1.3	1.5	-0.2	-0.3
France	0.3	0.4	0.9	1.3	-0.1	-0.2
Italy	-1.9	-0.4	0.4	0.8	-0.5	-0.5
Spain	-1.2	1.4	2.0	1.8	0.3	0.0
Japan	1.6	0.1	0.6	0.8	-0.2	-0.1
United Kingdom	1.7	2.6	2.7	2.4	0.0	-0.1
Canada	2.0	2.4	2.3	2.1	-0.1	-0.3
Other Advanced Economies	2.2	2.8	3.0	3.2	-0.2	-0.1
Emerging Market and Developing Economies	4.7	4.4	4.3	4.7	-0.6	-0.5
Commonwealth of Independent States	2.2	0.9	-1.4	0.8	-2.9	-1.7
Russia	1.3	0.6	-3.0	-1.0	-3.5	-2.5
Excluding Russia	4.3	1.5	2.4	4.4	-1.6	-0.2
Emerging and Developing Asia	6.6	6.5	6.4	6.2	-0.2	-0.3
China	7.8	7.4	6.8	6.3	-0.3	-0.5
India	5.0	5.8	6.3	6.5	-0.1	0.0
ASEAN-5 ¹	5.2	4.5	5.2	5.3	-0.2	-0.1
Emerging and Developing Europe	2.8	2.7	2.9	3.1	0.1	-0.2
Latin America and the Caribbean	2.8	1.2	1.3	2.3	-0.9	-0.5
Brazil	2.5	0.1	0.3	1.5	-1.1	-0.7
Mexico	1.4	2.1	3.2	3.5	-0.3	-0.3
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.2	2.8	3.3	3.9	-0.6	-0.5
Saudi Arabia	2.7	3.6	2.8	2.7	-1.6	-1.7
Sub-Saharan Africa	5.2	4.8	4.9	5.2	-0.9	-0.8
Nigeria	5.4	6.1	4.8	5.2	-2.5	-2.0
South Africa	2.2	1.4	2.1	2.5	-0.2	-0.3

Source: IMF, *World Economic Outlook Update*, January 2015.
¹ Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam.

Perspectives et stratégie de placement

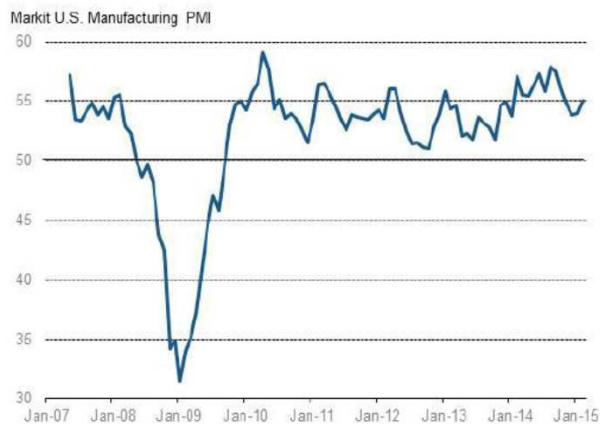
Croissance économique (suite)

- Les derniers indicateurs d'activité confirment notre scénario de reprise économique modérée, mais "asynchrone" au niveau régional.
- Après avoir quelque peu fléchi depuis mi-2014, la croissance économique semble avoir regagné un peu de vigueur en ce début 2015 avec une contribution à la croissance légèrement positive de la zone euro.

Indicateurs avancés des directeurs d'achats (PMI Purchasing Managers Index)

Etats-Unis (02.03.2015)

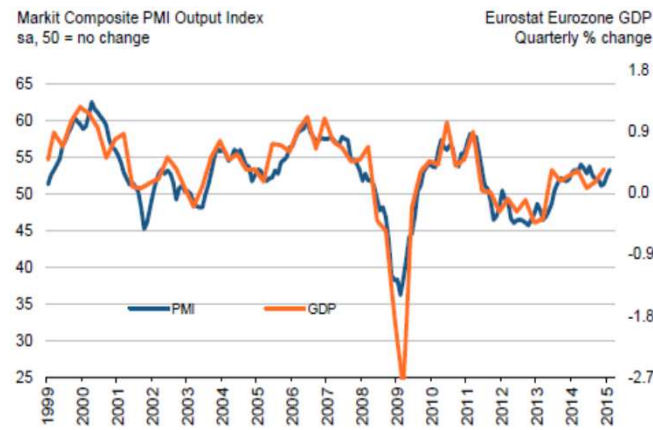
Markit U.S. Manufacturing PMI (seasonally adjusted)



Source: Markit.

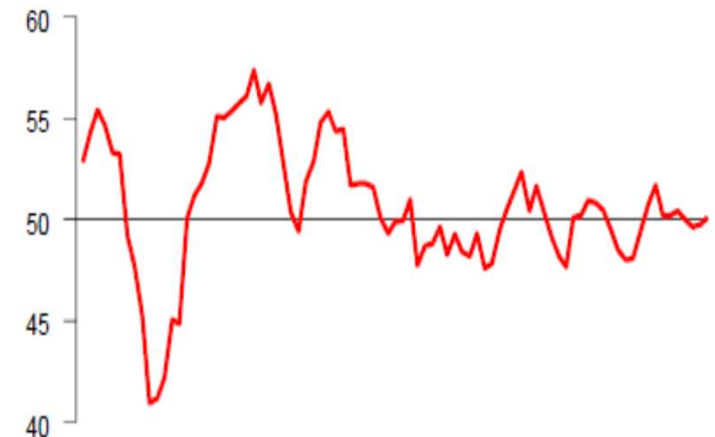
Eurozone (04.03.2015)

Markit Eurozone PMI and GDP



Chine (25.02.2015)

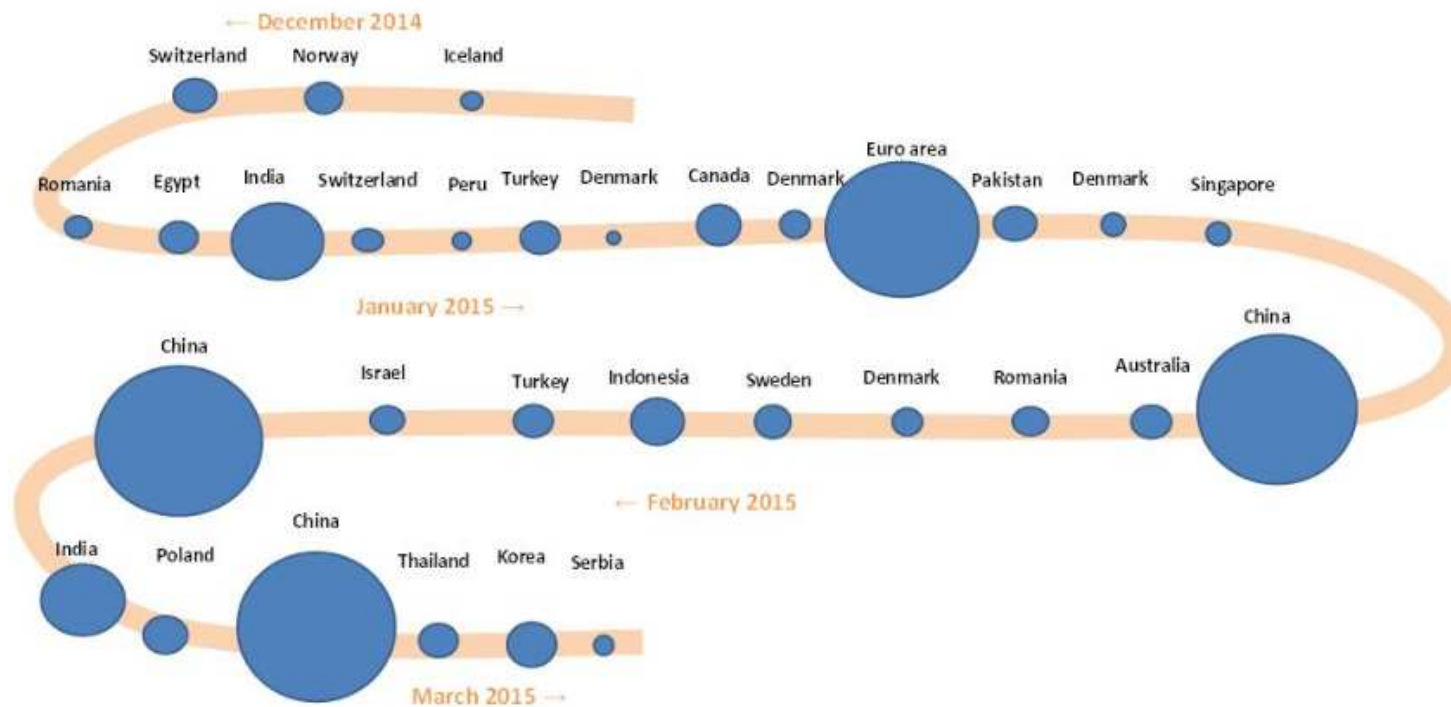
**50 = no change on previous month
Purchasing Managers' Index™ (PMI™)**



Perspectives et stratégie de placement

Politique monétaire

- Avec une inflation très faible, voire négative, la plupart des banques centrales mènent des politiques monétaires très accomodantes.
- Des banques centrales représentant près de 50% du PIB mondial ont annoncé des mesures encore plus accomodantes ces 3 derniers mois (*source OCDE, mars 2015*).



(La grandeur des cercles ci-dessus est en fonction des poids relatifs des PIB des pays)

Perspectives et stratégie de placement

Allocation d'actifs

- L'annonce de la suppression du cours plancher de l'euro par la Banque nationale suisse (BNS) et le programme d'assouplissement quantitatif (QE) de grande ampleur lancé récemment par la Banque centrale européenne (BCE) ont bouleversé les marchés financiers en ce début d'année 2015.
- L'année 2015 sera caractérisée par une "divergence" de croissance et de politique monétaire entre les Etats-Unis et le reste du monde.
- Dans cet environnement, le dollar US devrait rester soutenu.
- Les rendements obligataires en CHF et EUR sont désormais insignifiants, voire négatifs.
- Les taux d'intérêt devraient rester durablement à des niveaux historiquement bas.
- Dans ce nouveau contexte où l'exercice de "quête de rendement" est devenu très difficile, nous maintenons notre vue modérément positive sur les marchés et notamment sa préférence pour les actions.
- Le "mix" des conditions-cadre "politique monétaire ultra-accommodante" et "amélioration progressive des perspectives de croissance, y compris en Europe" reste en effet favorable aux actions tandis que la récente baisse des rendements obligataires en EUR et CHF diminue encore plus l'attractivité des placements à taux fixes.

Perspectives et stratégie de placement

Allocation d'actifs (suite)

- Dans ce contexte, nous continuons à préférer les actions aux obligations, mais les marchés seront plus heurtés qu'en 2014.
- A ce titre, le "rally" boursier semble montrer quelques signes d'épuisement qui pourraient déboucher sur une consolidation, d'où un peu plus de prudence recommandée à court terme, ceci d'autant plus que les valorisations des marchés sont devenues un peu plus contraignantes.
- Au niveau régional, un biais au renforcement relatif des positions actions en faveur de l'Europe, en particulier dans la zone euro, semble également judicieux.

Perspectives (résumé):

- ✓ Politiques monétaires accommodantes – abondantes liquidités
- ✓ Croissance économique mondiale modérée
- ✓ Absence d'inflation
- ✓ Croissance des bénéfices (surprises positives)
- ✓ Les actions devraient sur-performer les obligations en 2015
- ✓ Un peu plus de prudence à court terme pour les actions

Perspectives et stratégie de placement

Actions

Valorisation des marchés

- La valorisation des actions demeure attractive en termes relatifs.
- Cash flows substantiels, croissance des bénéfiques et taux d'intérêt durablement bas et en-dessous des moyennes historiques = poursuite du re-rating, mais potentiel limité.
- Le scénario de liquidités abondantes et de croissance modérée est porteur pour les actions.
- Après la phase de "re-rating", les marchés vont peu à peu se concentrer sur la croissance organique des ventes et plus seulement sur les bénéfiques provenant des réduction de coûts.

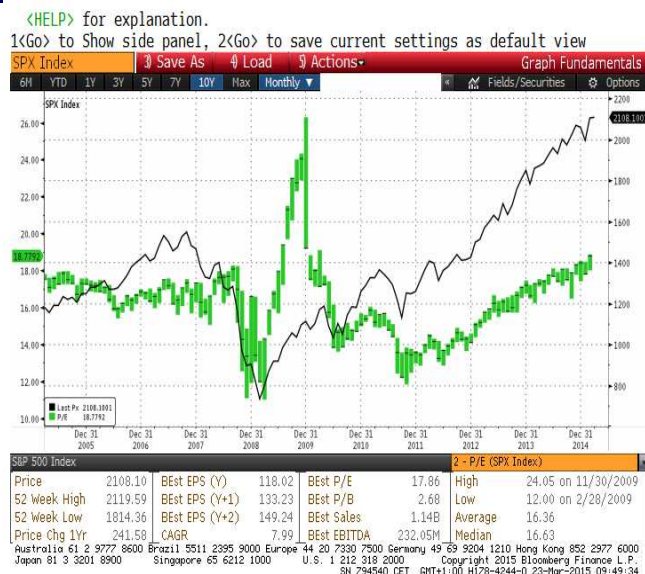
Deux exemples : indices S&P 500 et DAX

Indice S&P 500

P/E 2015E : 17.8x
 Croissance des bénéfiques : +6%
 Prime de risque (actions) : **3.6%**
 (rend. bénéfiques 5.6% - rend. T-Bond 10 ans 2.0%)
 Rendement des dividendes : 2.0%

Indice DAX

P/E 2015E : 14.7x
 Croissance des bénéfiques : +15%
 Prime de risque (actions) : **6.6%**
 (rend. bénéfiques 6.8% - rend. Bund 10 ans 0.2%)
 Rendement des dividendes : 2.3%



Perspectives et stratégie de placement

Actions (suite)

- La volatilité des marchés est historiquement proche des plus bas.

Volatilité – indice VIX CBOT



Perspectives et stratégie de placement

Actions (suite)

- Les marchés émergents continuent d'afficher une sous-performance et cette tendance ne devrait pas s'inverser ces prochains mois.
- Les décevantes performances économiques d'une bonne partie des pays émergents, la fin du QE américain ainsi que la hausse de la devise américaine ne plaident pas en faveur des marchés émergents.

Indices MSCI World versus MSCI Emerging Markets (en US\$)



écart de performance > 7% depuis fin 2013

Perspectives et stratégie de placement

Actions (suite)

- La première grande vague de hausse des marchés a été tirée par les politiques monétaires ultra-accommodantes qui ont fait baisser les taux d'intérêt à des niveaux insignifiants ainsi que par des plans de réduction des coûts qui ont permis aux entreprises de maintenir, voir améliorer leurs marges dans un contexte de faible croissance économique.
- Après une probable phase de transition, la prochaine vague de hausse sera tirée par la croissance des bénéficiaires, générée cette fois-ci par une reprise des chiffres d'affaires.
- La forte baisse du prix de l'énergie depuis mi-2014 est un élément de stimulation significatif pour nombre de pays et de secteurs économiques. En Europe, la baisse de l'euro est un élément de soutien de plus.

Indices S&P500 et Euro Stoxx 50



Perspectives et stratégie de placement

Obligations

- Les marchés obligataires restent influencés d'une part par les actions de normalisation de la Réserve fédérale américaine et d'autre part par les mesures de la Banque centrale européenne contre les forces déflationnistes (CPI de février à -0.3% dans l'Eurozone, mais core CPI à +0.6%), notamment le début du programme de Quantitative Easing.
- Les rendements du Trésor américains à 10 ans sont remontés à 2.1%. Les rendements obligataires gouvernementaux européens ont chuté à des plus bas historiques : le rendement du Bund à 10 ans a baissé à 0.25% et ceux des emprunts souverains Italie et Espagne à 10 ans ont encore baissé à 1.1%. Le rendement de la Confédération à 10 ans demeure en territoire très légèrement négatif.
- Notre vue stratégique à moyen terme n'a pas changé : au vu des rendements historiquement bas, de l'aplatissement de la structure des taux et du risque d'une remontée progressive des taux US à moyen/long terme (prévision d'une normalisation vers 2.6-3.0% d'ici 12 mois pour le US Treasury à 10 ans contre 2.1% aujourd'hui), nous restons vigilants quant à l'émergence d'un regain de tensions obligataires, particulièrement en USD et GBP.
- Compte tenu de ce risque, il convient de rester investi dans des échéances courtes et moyennes et de favoriser les obligations d'entreprises (stratégie de « crédit » et de « duration courte »). Nous continuons de profiter du « roll-down » de la pente positive de la courbe des taux en achetant des obligations avec des échéances 2020-2022, tout en maintenant une duration modifiée moyenne aux alentours de 3½ ans.

Perspectives et stratégie de placement

Commodities

- Les cours des commodities sont dans l'ensemble en très forte baisse depuis fin juin 2014. Le prix du pétrole a littéralement plongé et la tendance ne semble pas vouloir s'inverser. Les cours des « soft commodities » (sucre, café, etc.) ont également corrigé ces dernières semaines.
- Du point de vue stratégique, nous sommes toujours d'avis que d'une manière générale les prix des matières premières (*y compris de l'or et du pétrole*) devraient évoluer tout au mieux latéralement dans l'environnement actuel pour les raisons suivantes :
 - 1) Abondance de l'offre (*le marché doit absorber les conséquences des excès d'investissements en capacités d'extraction*)
 - 2) Décision prise fin novembre par l'OPEP de ne pas intervenir sur les prix (*production inchangée malgré un excédent d'offre*)
 - 3) Décélération de la croissance des pays émergents et notamment de la Chine
 - 4) Fin du programme de Quantitative Easing de la Fed
 - 5) Tendance au raffermissement du USD.
- Dans le domaine énergétique en particulier, la montée en puissance du pétrole et gaz de schiste (shale oil et shale gas) en Amérique du Nord alimente certainement l'offre qui se trouve en situation excédentaire par rapport à une demande qui s'avère être plus faible qu'anticipée.

Perspectives et stratégie de placement

Commodities (suite)

- Notons que la différence de prix entre le WTI et le Brent (proche de USD 10 d'écart) s'est fortement accentuée récemment, notamment en raison de la forte hausse des stocks de pétrole aux Etats-Unis et ceci malgré la baisse de plus de 25% du nombre de forages horizontaux (utilisés dans le shale oil) depuis décembre 2014. Cette tendance de fond dans le marché pétrolier devrait conduire à un prix du pétrole bas pour un certain temps.
- Le cours de l'or a baissé pour passer sous la barre des USD 1200/once en raison d'absence de tensions géopolitiques et d'inflation, de la fin du QE américain et du raffermissement du dollar US. Cette tendance ne devrait pas s'inverser à moyen terme.

Gold spot US\$/OZ



ThomsonReuters / Jefferies CRB Index



Perspectives et stratégie de placement

Devises

- La suppression du cours plancher par la BNS et le programme d'assouplissement de grande ampleur lancé par la BCE ont eu des impacts majeurs sur les marchés des changes.
- Après avoir vraisemblablement atteint un point culminant intermédiaire vers 1.05 contre EUR, le dollar US devrait marquer une pause dans une fourchette autour des 1.05-1.10.
- A moyen terme, le dollar US devrait encore s'apprécier contre l'EUR, probablement vers la parité en raison de la « désynchronisation » prévisible des politiques monétaires US-Europe.
- Tandis que l'accélération économique aux Etats-Unis est un facteur de soutien au dollar US, les divergences prévisibles des politiques monétaires à l'horizon 2015-2016 devraient continuer de raffermir le dollar US
 - *BCE : mesures d'assouplissement quantitatif de grande ampleur annoncées le 22 janvier 2015 et mises en application le 9 mars dernier en raison de pressions quasi déflationnistes en Europe.*
 - *Fed : réduction progressive des achats de titres (« tapering ») jusqu'à la fin d'octobre 2014 qui a marqué la fin du programme de Quantitative Easing, puis stabilisation du bilan de la Fed, puis hausse possible des taux à partir de mi-2015, toutefois sans date précise.*
- Quant à l'EUR contre CHF, le marché cherche encore le nouvel équilibre qui devrait se situer, en l'absence d'événement géopolitique ou de choc systémique, dans la fourchette 1.05-1.10.

Perspectives et stratégie de placement

Devises (suite)

EUR / USD



EUR / CHF



ancien cours
plancher à 1.20

Perspectives et stratégie de placement

Informations importantes

Ce document est disponible à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou recommandation d'achat ou de vente de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit; il ne constitue pas non plus un conseil en placement. Il a été élaboré sans tenir compte des objectifs, de la situation financière, ni des besoins du lecteur. Les informations et les analyses contenues dans ce document proviennent de sources que EMC Gestion de Fortune S.A. estime dignes de foi ; toutefois, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. EMC Gestion de Fortune SA ne peut donc être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de leur utilisation. Les opinions exprimées peuvent avoir changé. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Il n'y a aucune garantie que les prévisions se réalisent. Investir implique une prise de risques.