

L'année économique et financière 2013

Perspectives 2014

L'année 2013

L'année 2013 aura été une année caractérisée par le retour de la confiance des investisseurs et par la revalorisation des actions cotées sur les grandes places financières internationales. Nous estimions en début 2013 que les actions de qualité recelaient intrinsèquement de la valeur et recommandions aux investisseurs de privilégier cette classe d'actifs tout en insistant de procéder à une grande sélectivité dans la construction des portefeuilles. Notre approche très favorable à l'égard des actions contrastait avec la vision de nombre de stratèges financiers qui envisageaient toutes sortes de risques et scénarios extrêmes qui ne se sont pas matérialisés. Il est vrai que si les marchés des actions ont enregistré de très bonnes performances, d'autres classes d'actifs ont vécu une année beaucoup plus difficile. Notre attitude prudente à l'égard des marchés obligataires s'est révélée pertinente. En effet, après trente années de baisse des taux d'intérêt à long terme, la courbe des taux a commencé à se normaliser, induisant un risque de pertes de valeur pour les investisseurs, risque qui persiste, à notre avis. Les marchés des matières premières et métaux précieux ont subi des baisses significatives, de gros investisseurs spéculatifs étant sortis massivement de ces derniers, contribuant à accélérer la baisse des cours. L'allocation stratégique des investissements était cruciale en 2013 pour générer une bonne performance des portefeuilles. La diversification tous azimuts, notamment dans certains thèmes à la mode, n'a pas généré de surperformance.

Sur le plan politique, l'année 2013 n'aura pas été marquée par des événements ayant influencé de manière significative l'évolution des marchés financiers. Les électeurs allemands ont choisi la voie de la continuité en faisant confiance à Mme la chancelière Angela Merkel. Outre-Atlantique, le budget fédéral américain aura de nouveau mobilisé l'attention des médias. La classe politique a encore une fois joué le psychodrame du relèvement du plafond de la dette. Cette guerre politico-politicienne aura franchi une étape supplémentaire en obligeant l'administration Obama à la fermeture partielle de certains services de l'Etat fédéral durant deux semaines, suite aux coupes automatiques dans les dépenses. Au niveau géopolitique, l'année sous revue a été caractérisée par une certaine baisse des risques majeurs perçus par les marchés financiers. L'accord sur la destruction des armes chimiques en Syrie a permis de maintenir le pouvoir en place, sans malheureusement mettre un terme au drame humain qui s'y joue tous les jours. En

Iran, les avancées sur le dossier nucléaire donnent quelques lueurs d'espoir quant à une tentative d'ouverture du pays vers l'extérieur par son nouveau président M. Hassan Rouhani. Enfin, un certain nombre de foyers de contestations récents, comme en Thaïlande, Ukraine et Turquie pour en citer quelques-uns, n'auront eu que des impacts locaux.

Au niveau économique, l'année 2013 aura été marquée par des révisions à la baisse des perspectives de croissance trop optimistes du Fonds Monétaire International, la dynamique de reprise marquant toutefois un point d'inflexion positif dans les pays occidentaux durant le deuxième semestre. A l'inverse, les pays émergents auront encore une fois enregistré des taux de croissance plus élevés, mais dans une dynamique de décélération de la croissance. Les Etats-Unis sont en passe de jouer à nouveau la locomotive économique mondiale. Ce pays, qui a épuré les bilans de ses banques, est en voie de réindustrialisation et est même en passe de retrouver son indépendance énergétique, grâce notamment au pétrole et au gaz de schiste. L'Europe devrait avoir passé le point le plus bas de sa phase récessive. Néanmoins, la reprise économique s'annonce lente dans un contexte d'austérité budgétaire qui malmène le pouvoir d'achat des citoyens et freine le principal moteur de la croissance : la consommation. Avec une montée du chômage à plus de 12% dans la zone euro et des taux proche de 20% dans l'Europe du Sud, les réformes structurelles nécessaires tardent à être adoptées, conditions nécessaires pour redynamiser le Vieux Continent.

Dans un contexte de politiques budgétaires restrictives, la politique monétaire demeure le seul instrument à disposition des Etats pour tenter de stimuler la croissance économique et éviter le risque d'une spirale déflationniste. Les banques centrales n'ont pas lésiné sur les moyens en se donnant de nouveaux objectifs basés non plus sur la stabilité des prix mais également sur le niveau du chômage. C'est le message que les dirigeants de la Banque centrale américaine ont fait passer aux marchés financiers l'année passée. Dans l'histoire économique contemporaine, nous traversons certainement l'une des périodes au cours de laquelle les politiques monétaires n'ont jamais été aussi accommodantes et étendues sur une durée aussi longue. Sous le coup des mesures conjointes de la Réserve fédérale américaine (Fed), la Banque centrale européenne (BCE), la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon, la création monétaire n'a historiquement jamais été aussi abondante qu'en 2013. Les différentes mesures de politique monétaire non conventionnelles (dites QE pour « Quantitative Easing ») déployées notamment aux Etats-Unis sous l'égide du président de la Fed M. Ben Bernanke n'ont jusqu'à présent pas ravivé les craintes d'une reprise de l'inflation, celle-ci ayant même baissé autour de 1% aux Etats-Unis et dans l'Eurozone. Le risque d'une longue période de déflation à la japonaise en Europe et l'absence de croissance du crédit pourraient pousser le président de la BCE M. Mario Draghi à non seulement baisser de nouveau les taux directeurs mais également à prendre toutes mesures de stimulation monétaire non conventionnelles, y compris l'introduction controversée de taux négatifs sur les dépôts pour forcer les intervenants à prêter, consommer et investir.

Dans un environnement de politiques monétaires extrêmement expansives, d'une stabilisation des tensions au sein de la zone euro, d'absence d'alternatives de placement, de liquidités abondantes dans les portefeuilles des investisseurs et d'une

saine gestion des entreprises, la grande rotation des flux monétaires provenant des instruments de placement à taux fixe vers les actions a pu s'opérer en 2013. Les premiers signes de reprise économique dans les pays développés ont permis aux marchés actions de progresser tout au long de l'année avec une volatilité des cours beaucoup plus faible que ces dernières années.

L'indice mondial des actions *MSCI World* a fini l'année en hausse de 24.1% en US dollar. Calculée en euro et en francs suisses, la hausse est un peu inférieure, s'inscrivant respectivement à 18.8% et 20.6%. Parmi les marchés développés, le Japon a quant à lui enregistré la meilleure performance en monnaie locale (indice *Nikkei 225* +56.7%). La nouvelle politique économique initiée par le premier ministre M. Shinzo Abe, baptisée « Abenomics », semble avoir séduit par sa simplicité et sa cohérence. Les premiers résultats ont engendré une forte baisse du yen et des signes de reprise économique. Compte tenu de la forte dépréciation de la devise japonaise, la performance de l'indice *Nikkei 225* se retrouve divisée par deux en US dollar (+28.4%), en euro (+23.0%) et en francs suisses (+24.8%). Mais c'est certainement l'envolée record du marché américain au plus haut de tous les temps qui a marqué les esprits en 2013, avec les indices *Dow Jones Industrials* et *Standard & Poor's 500* terminant l'année à respectivement 16'576 (+26.5%) et 1'848 points (+29.6%), poussés par des chiffres économiques prometteurs en fin d'année ainsi que par l'assurance donnée par la Fed d'un « tapering » très progressif, soit d'un plan de sortie de la politique d'assouplissement quantitatif qui devrait se faire tout en douceur. Ramenée en francs suisses et en euro, la progression du marché américain est de l'ordre de 21% et respectivement de 26%. En Europe, les indices *Euro Stoxx 50* et *SMI* (marché helvétique) ont clôturé l'année à l'unisson avec des progressions dans une fourchette de 18 à 20%. A l'inverse et avec un écart de performance de plus de 25% par rapport aux marchés traditionnels, les marchés émergents ont été les grands perdants de l'année 2013. L'indice *MSCI Emerging Markets* a en effet perdu 5.0% mesuré en US dollar (-9.1% en euro et -7.7% en francs suisses). Cette significative contre-performance des marchés émergents s'explique d'une part par la décélération de la croissance économique, notamment en Chine, et d'autre part par le revirement du discours de la Réserve fédérale américaine depuis mai 2013 qui n'a pas manqué de provoquer une réappréciation du risque, particulièrement pour les économies émergentes dépendantes de capitaux étrangers. La plupart des bourses émergentes ont donc clôturé l'année dans le rouge.

La progression boursière en fin d'année s'est également accompagnée d'une forte baisse de la volatilité des marchés, reflétant une certaine « normalisation » des conditions de marché après des années de crise financière. La volatilité implicite du marché américain a, par exemple, atteint le niveau de 14 en fin d'année contre encore des pics à 20 durant l'été.

Tandis que les bourses des pays développés ont enregistré des gains appréciables en 2013, l'évolution des marchés obligataires a été difficile, notamment depuis le printemps dernier lorsque la Fed a commencé à laisser entendre, de manière maladroite, qu'elle envisageait de mettre progressivement fin aux mesures d'assouplissement quantitatif. Ces déclarations ont engendré une très forte volatilité sur les marchés. Entre-temps, la Fed a insisté sur le fait que la réduction progressive

du rythme des rachats d'actifs (« tapering ») n'était pas synonyme d'un resserrement des taux directeurs (« tightening »), ce qui a quelque peu ramené le calme sur le marché des capitaux. Les obligations des émetteurs souverains de première qualité et aux longues échéances ont été les grands perdants tandis que les émetteurs de qualités inférieures, « high yield » y compris, ont bénéficié du mouvement de chasse aux rendements plus élevés. A titre d'exemple, le rendement à 10 ans sur la dette du Trésor américain est passé de 1.8% en début d'année à 3.0% fin 2013, celui de la dette allemande de 1.3% à 1.9% et enfin celui de la Confédération suisse de 0.5% à 1.1% sur la même période.

A l'exception du yen, des monnaies émergentes ou de celles liées au cycle des ressources en matières premières qui se sont fortement dépréciées en cours d'année, les parités de change des principales monnaies ont évolué dans des marges de fluctuation relativement étroites. L'euro s'est apprécié de plus de 4% contre le US dollar pour terminer l'année à 1.38. Le billet vert a également perdu durant cette période près de 3% contre le franc suisse pour clôturer à 0.89. Enfin, la stabilité retrouvée sur les marchés a permis à l'euro de s'apprécier d'un peu plus de 1% contre le franc suisse, clôturant à 1.23 en fin d'année, le cours-plancher à 1.20 fixé par la Banque nationale suisse depuis la fin de l'été 2011 étant maintenu.

Les marchés des matières premières et métaux précieux ont enregistré un véritable bain de sang. D'une manière générale, la chute des prix des « commodities » s'explique par une surabondance de l'offre suite à un cycle d'investissements excessifs en capacités d'extraction, cette offre devant être absorbée par une demande moindre en raison du ralentissement économique des marchés émergents, notamment de la part de la Chine. L'indice composite *CRB Index* représentatif de l'évolution du cours des matières premières a clôturé en baisse de l'ordre de 5% (libellé en US dollar). Dans le domaine énergétique, la montée en puissance du pétrole et du gaz de schiste en Amérique du Nord alimente certainement l'offre. Le cours du pétrole brut (*crude oil WTI*) libellé en US dollar s'est inscrit en hausse de 7.2% sur l'année. Enfin, le cours de l'or est descendu à US dollar 1'205 l'once (contre 1'676 à fin 2012), soit une chute de 28% sur l'année, la plus forte baisse en trente ans en raison de la perte d'attrait relatif du métal jaune en tant que valeur de refuge.

Perspectives 2014

Nous aborderons les perspectives pour l'année 2014, à l'instar de ces dernières années, en citant un certain nombre de facteurs d'opportunités et de risques qui pourraient influencer l'évolution des marchés. Tout comme en 2012, les facteurs d'opportunités l'ont encore une fois largement emporté sur les risques l'année passée.

Opportunités :

- La croissance mondiale accélère progressivement dans un environnement sans inflation, le chômage recule et l'endettement souverain diminue ; en conséquence, la structure des taux d'intérêt se normalise.

- Le passage de témoin à la tête de la Fed se passe en douceur avec Mme Janet Yellen, première femme aux commandes de l'une des institutions les plus puissantes au monde ; elle gagne la confiance des marchés financiers. Les investisseurs font la distinction entre « tapering » et « tightening » ; la stratégie de sortie de l'assouplissement quantitatif réussit.
- Les Etats-Unis, au vu des statistiques économiques récentes, redeviennent la locomotive économique mondiale. L'exploitation du pétrole et du gaz de schiste bon marché contribue à restaurer la compétitivité américaine et contenir l'inflation. Le déficit budgétaire se résorbe progressivement. Ces facteurs positifs stimulent la croissance, réduisent le déficit extérieur et font remonter le US dollar.
- L'excès d'offre d'énergie sur les marchés conduit à une chute des prix du pétrole et du gaz, redonnant ainsi du pouvoir d'achat aux consommateurs et soulageant les marges de profits des entreprises. Nous entrons dans une ère de désinflation, extrêmement favorable pour les actifs financiers mobiliers.
- L'Europe abandonne finalement sa politique fiscale d'austérité ; la BCE annonce de nouvelles mesures agressives d'assouplissement monétaire ; la croissance reprend et la confiance s'installe à nouveau, engendrant contre toute attente un cercle vertueux.
- Les entreprises recommencent à investir massivement au lieu de procéder à des rachats d'actions, contribuant à une reprise durable de la croissance.
- Une nouvelle vague d'offres publiques d'achat et de fusions redonne un nouvel élan à Wall Street et entretient la hausse des marchés financiers.
- Le cocktail « Abenomics » s'avère être un succès malgré la hausse de la TVA et l'économie japonaise retrouve le chemin de la croissance.
- Les dernières réformes annoncées par le plénum du Parti communiste chinois donnent un nouvel élan à l'Empire du Milieu, la croissance devient plus équilibrée et s'oriente progressivement vers la consommation interne des ménages dont le revenu augmente ; la Chine libéralise le yuan et le laisse s'apprécier, les déséquilibres du commerce mondial s'atténuent.
- Les bourses poursuivent leur ascension, aidées par l'afflux de liquidités disponibles auprès des investisseurs, la reprise de la croissance organique, l'amélioration des bénéfices des entreprises et par une réallocation des actifs financiers en faveur des actions.

Risques :

- Les banquiers centraux resserrent leurs politiques monétaires trop rapidement ou trop tardivement ; la hausse des taux sape la reprise

du marché immobilier américain. L'ère Ben Bernanke de taux zéro aura conduit à une mauvaise allocation structurelle du capital avec le risque de formation d'une bulle financière spéculative, à l'instar de ce que le monde économique a connu ces dix dernières années.

- Les investisseurs s'enthousiasment trop pour l'investissement boursier, les marchés s'envolent au-delà du raisonnable, créant les conditions propices à une dérive spéculative et à l'éclatement d'une bulle financière au moindre ajustement des politiques monétaires.
- Historiquement, les périodes d'ajustement et de transition de politiques monétaires très accommodantes en direction d'une normalisation de la courbe des taux d'intérêt s'accompagnent d'une volatilité élevée de toutes les classes d'actifs. Nous rappellerons que les années 1984, 1994 et 2004 ont été caractéristiques de cette situation. Etrangement, des années finissant par le chiffre 4. L'année 2014 fera-t-elle figure d'exception ?
- Les mesures d'austérité prises par les Etats européens et le manque de réformes tuent toute reprise durable de la croissance, le chômage ne se résorbe pas, l'Europe se « japonise » et rentre en déflation malgré les efforts de stimulation entrepris par la BCE.
- Les mécanismes de transmission du crédit ne fonctionnent toujours pas dans l'Europe « périphérique » ; un regain de tensions et de déséquilibres entre le « core » (euro trop faible et taux trop bas) et la « périphérie » (euro trop fort et taux trop élevés) de l'Eurozone provoque des dissensions avec l'Allemagne qui refuse de nouvelles mesures de la BCE, faisant contre toute attente voler en éclat l'Euro.
- La France, maillon faible de l'Eurozone, dérive finalement dans la partie « périphérique » ; les troubles sociaux se multiplient, le gouvernement perd définitivement toute crédibilité aux yeux de l'opinion publique, les partis populistes profitent du désarroi de la population pour gagner en importance.
- Les mesures populistes protectionnistes et anti-capitalistes touchant à l'inégalité croissante des revenus prennent de l'ampleur et mettent à mal le commerce international.
- Contre toute attente, l'économie chinoise ralentit fortement. Les excès de crédit se traduisent par l'éclatement d'une crise financière, le marché des capitaux s'assèche et le marché immobilier s'effondre.
- Les marchés émergents, qui ont jusqu'à présent été la locomotive de croissance, ralentissent bien plus fortement qu'anticipé ; la hausse des coûts du travail érode leur compétitivité, les capitaux fuient ces marchés, les déficits externes de ces pays se creusent et conduisent à la dépréciation de certaines monnaies sur le marché des changes.

- Un événement géopolitique vient subitement déstabiliser la confiance des marchés : les accords sur la destruction des armes chimiques et nucléaires finissent par devenir un leurre et ne sont pas respectés en Syrie et/ou en Iran, engendrant un regain de tension dans tout le Moyen-Orient. La guerre larvée entre sunnites et chiites dégénère et la région devient incontrôlable, les pays occidentaux refusent d'intervenir. Les tensions sino-japonaises en mer de Chine s'enveniment et la Corée du Nord en profite pour asseoir son autorité dans la région.

Nous avons privilégié en 2013 un scénario de reprise économique mondiale modérée dans un environnement de taux d'intérêt bas et avons recommandé de privilégier les actions par rapport aux obligations, notamment les titres assurant la distribution d'un bon dividende. Dans le segment obligataire, nous avons préconisé de se concentrer sur les émissions d'entreprises et sur des échéances plutôt courtes. Enfin, nous nous sommes tenus à l'écart des matières premières et avons conservé, pour nos clients, une faible pondération des portefeuilles en métaux précieux.

En ce début d'année 2014, nous estimons que le domaine obligataire continue d'offrir peu de perspectives de rendement intéressantes. A l'inverse, nous conservons notre biais positif sur les actions qui représentent toujours, à notre avis, l'actif financier le plus attrayant pour les investisseurs. La combinaison des conditions-cadres « politique monétaire très accommodante » et « amélioration des perspectives de croissance, y compris en Europe », reste en effet favorable à cette classe d'actifs. Les marchés pourraient toutefois devenir plus volatils avec de possibles phases de correction en cours d'année. C'est la raison pour laquelle nous préconisons toujours une grande sélectivité dans la construction des portefeuilles. Nous privilégions toujours des sociétés possédant une forte franchise et une capacité d'innovation, capables de générer de la croissance organique, présentes mondialement et qui bénéficient de la tendance séculaire liée à la globalisation des échanges et à l'élévation du niveau de vie dans les nouveaux marchés. Les actions des sociétés générant des dividendes réguliers et généreux devraient encore être très recherchées, notamment dans des marchés qui pourraient connaître de fortes fluctuations de cours pendant l'année. Nous continuons de porter une grande attention à la valorisation des titres détenus en portefeuille. Durant l'année 2013, nous étions revenus progressivement, du point de vue sectoriel, sur des entreprises industrielles et financières afin de se repositionner sur les valeurs plus sensibles à la conjoncture et qui devraient bénéficier de l'accélération de l'économie globale. Nous recommandons de maintenir, voire de renforcer ce positionnement en fonction des conditions des marchés.

Pour plus de détails sur nos perspectives et notre stratégie de placement, retrouvez EMC Gestion de Fortune SA sur notre site internet à l'adresse www.emcge.com

Comité de stratégie d'investissement - Genève, janvier 2014

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 SA 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.