

# ***L'année économique et financière 2014 Perspectives 2015***

## ***L'année 2014***

L'année 2014 a réservé son lot de surprises tant sur le plan économique et financier que sur le plan géostratégique. Nous recommandions au début de l'année 2014 de conserver un biais positif sur les actions en privilégiant dans les portefeuilles les actions de sociétés de grande qualité, possédant une forte franchise et présentes sur les cinq continents. Cette approche a permis de générer de la performance pour les investisseurs ; néanmoins, une rigoureuse sélectivité au niveau du choix des secteurs et des valeurs individuelles devait être de mise. Nous avons été surpris, à l'instar de nombreux gérants, de la performance positive des marchés obligataires qui, à notre avis, avaient déjà atteint en 2013 des niveaux de rendements au plancher. Les marchés des matières premières ont été très volatils, à l'image de sa composante la plus importante : le pétrole. Les cours du baril se sont effondrés en fin d'année et les conséquences sur l'économie et les grands équilibres géostratégiques mondiaux ne déploieront leurs effets qu'au cours des prochaines années. L'or, valeur refuge par excellence, a enregistré des variations de cours importantes durant l'année, mais les prix en francs suisses se sont inscrits en définitive en légère progression grâce à la reprise du dollar américain. Dans des marchés volatils et heurtés, l'allocation stratégique des investissements était cruciale en 2014 pour générer une bonne performance des portefeuilles. Notre politique de placement axée sur des actifs de qualité a permis de générer une performance satisfaisante pour nos clients.

Sur le plan politique, l'année 2014 aura principalement été marquée par l'annexion de la Crimée par la Russie, ressuscitant une forme de guerre froide que l'on pensait à jamais faire partie de l'histoire. Sur le plan économique, les conséquences de cette crise, avec pour enjeu cette fois l'Ukraine, n'ont pas tardé à se faire sentir : suite aux sanctions imposées par les grands pays occidentaux, la Russie a rapidement plongé dans une crise profonde et durable alors que l'Europe et principalement l'Allemagne voient se fermer un important pays en terme de débouché commercial. Le brûlot moyen-oriental s'est transformé en brasier, enflammant toute une région avec l'apparition de l'Etat Islamique aux ambitions hégémonistes. L'échiquier politique s'est complexifié comme jamais au Moyen-Orient sur fond de tensions entre les communautés sunnites et chiïtes, l'éternel

conflit israélo-palestinien, le retour de l'Iran sur la scène internationale, le jeu peu clairvoyant des puissances occidentales et les alliances de circonstance qui se font et défont au gré des événements. Dans cet environnement opaque, l'Arabie Saoudite a tenté de reprendre la main sur le marché de l'or noir en déclenchant une guerre des prix et en inondant les bourses internationales de l'énergie déjà saturées. Cette stratégie risquée dans un contexte de marché aujourd'hui atomisé et qui a vu l'émergence d'une nouvelle forme de production à travers le gaz et pétrole de schiste nord-américain risque de conduire à une situation de prix durablement bas.

Au niveau économique, l'année 2014 aura été marquée par une économie mondiale se développant de manière asynchrone selon les régions. Stimuler la croissance économique mondiale et lutter contre le risque d'une déflation généralisée auront été les maîtres-mots dans la bouche des décideurs économiques et des gouverneurs des banques centrales. Rarement dans l'histoire financière, on aura vu les banques centrales souhaiter le retour d'un peu d'inflation. Dans ce contexte, le Japon a continué d'assouplir agressivement sa politique monétaire sans grands résultats sur la reprise de l'économie. En Europe, les marchés financiers attendent toujours que la Banque Centrale Européenne (BCE) s'engage dans une forme de politique monétaire quantitative alors que les Etats-Unis viennent d'y mettre fin, repoussant néanmoins dans le temps la perspective d'une remontée des taux directeurs. Après des années de lutte contre une surchauffe de leur économie et le risque d'éclatement d'une bulle immobilière, les autorités monétaires chinoises ont drastiquement modifié leur politique en assouplissant les conditions d'octroi des crédits bancaires dans les circuits financiers. L'Inde et le Brésil maintiennent encore le cap de l'orthodoxie financière en conservant les taux d'intérêt directeurs à des niveaux élevés. La Russie, quant à elle, tente d'enrayer la chute du rouble en dilapidant ses réserves monétaires et en remontant ses taux d'intérêt, ce qui aura pour conséquences d'asphyxier encore plus rapidement son économie domestique. Les Etats-Unis jouent à nouveau le rôle de locomotive économique mondiale. Ce pays a épuré les bilans de ses banques, est en voie de réindustrialisation tout en étant en passe de retrouver son indépendance énergétique, grâce notamment au pétrole et au gaz de schiste. L'Europe tarde à retrouver le chemin de la croissance dans un contexte d'austérité budgétaire qui a pour conséquence de malmener le pouvoir d'achat des consommateurs, frein au principal moteur de la croissance : la consommation. Avec une montée du chômage à plus de 12 % dans la zone Euro et des taux proches de 20 % dans l'Europe du Sud, les réformes structurelles nécessaires tardent à être adoptées, condition nécessaire pour redynamiser le Vieux Continent.

Dans un contexte où la marge de manœuvre des politiques budgétaires demeure étroite en raison de l'endettement des grands pays, la politique monétaire demeure encore et toujours le seul instrument à disposition des Etats pour tenter de stimuler la croissance économique et éviter le risque d'une spirale déflationniste. Dans l'histoire économique contemporaine, c'est certainement la période où les politiques monétaires n'auront jamais été aussi accommodantes et sur une durée aussi longue, ceci malgré la fin du programme de rachats d'actifs par la Réserve

fédérale américaine. La création monétaire est demeurée, en comparaison historique, très abondante en 2014. Les risques d'un retour de l'inflation sont toutefois faibles en raison de la chute récente des prix de l'énergie, d'un taux de chômage élevé et de capacités de production excédentaires. Le risque d'une longue période de déflation à la japonaise en Europe et l'absence de croissance du crédit pourraient enfin pousser le président de la BCE, Monsieur Mario Draghi, à annoncer au début de l'année 2015 des 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, politique que la Banque Nationale Suisse a mis en œuvre en fin d'année dans le contexte de la crise du rouble et de la fuite des capitaux vers un havre de sécurité. Notre banque d'émission a été obligée d'activer ses interventions sur le marché des changes, la parité euro/franc suisse se rapprochant dangereusement du taux plancher fixé à 1.20 en 2011 lors de la crise de l'euro. Ce taux pivot n'avait plus été testé depuis la fin de l'été 2013.

La grande surprise de l'année 2014 sur les marchés financiers aura été la poursuite de la détente des taux d'intérêt sur les marchés obligataires. Les politiques monétaires dites « d'assouplissement quantitatif (Quantitative Easing, QE) » menées par les grandes banques centrales conduisent ces dernières à acheter massivement de la dette gouvernementale sur les marchés obligataires, menant les taux d'intérêt à long terme vers des niveaux inégalés. On peut affirmer que les marchés des capitaux sont aujourd'hui entre les mains des banques centrales qui contrôlent toute la courbe des taux. Les marchés des actions ont évolué au gré des espoirs d'une accélération de la reprise économique mondiale et des craintes d'une plongée dans les affres de la déflation. Les marchés des matières premières ont particulièrement souffert à la fois d'un excès d'offre et d'une demande atone liée à une croissance économique mondiale décevante. Sur les marchés des changes, le dollar a profité de la fin de la politique monétaire dite « d'assouplissement quantitatif » alors que la BCE n'a toujours pas mis en place une telle politique. L'or a fluctué dans des limites étroites.

Dans un contexte 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, les marchés boursiers ont globalement profité, mais de manière plus sélective que l'année précédente, de la grande rotation des flux monétaires provenant des instruments de placement à taux fixe. Suite à un assouplissement des conditions de crédit, la bourse chinoise a fortement progressé depuis l'été. Les marchés émergents asiatiques ont enregistré de bonnes performances alors que les marchés d'Amérique latine et d'Europe de l'Est ont subi à la fois la chute des matières premières, une inflation non maîtrisée et la baisse de leurs monnaies.

L'indice mondial des actions *MSCI World* n'aura pas réitéré sa performance flamboyante de l'année précédente, mais aura néanmoins clôturé l'année en hausse de 2,9 % en US dollars. Calculée en Euro et en francs suisses, la progression est

supérieure, s'inscrivant respectivement à 17,3 % et 15,1 %. C'est certainement l'envolée record du marché américain au plus haut de tous les temps qui aura marqué les esprits en 2014, avec les indices *Dow Jones Industrials* et *Standard & Poor's 500* terminant l'année à respectivement 17823 (+ 7,5 %) et 2059 points (+ 11,4%), poussés par des chiffres économiques prometteurs en fin d'année ainsi que par un plan de sortie de la politique d'assouplissement quantitatif qui s'est déroulé en douceur. La bourse suisse se trouve également dans le peloton de tête avec une progression de 9,5 % de l'indice *SMI*. A l'inverse, les marchés européens sont à la traîne avec une performance peu reluisante de 1,2 % telle que mesurée par l'indice *EuroStoxx 50*. Comme mentionné précédemment, et à l'exception des marchés du Sud-Est asiatique, les marchés émergents ont été à nouveau les grands perdants de l'année 2014, s'inscrivant en baisse de 4,6 % en dollar. Cette contre-performance s'explique d'une part par la chute des prix des matières premières et d'autre par la dépendance du capital étranger qui se retrouve ravivée par le changement de cap progressif de la politique monétaire américaine.

Parmi les marchés développés, le Japon a, quant à lui, enregistré une performance en monnaie locale de 7,0 % pour indice *Nikkei 225*. La réélection du premier ministre Shinzo Abe a permis au gouvernement japonais de poursuivre la politique économique, baptisée « Abenomics », axée sur une politique monétaire et budgétaire très agressive, avec l'annonce récente d'un énième plan de relance. Les premiers effets de cette politique ont engendré une forte baisse du yen et de faibles signes de reprise économique. Compte tenu de la forte dépréciation du yen, la performance de l'indice *Nikkei 225* se retrouve fortement réduite en US dollar (-5,8%), en Euro (+ 7,0 %) et en francs suisses (+ 5,0 %).

L'évolution des marchés obligataires a surpris nombre d'observateurs, notamment depuis les premières indications et « hésitations » de sortie de l'assouplissement quantitatif par la Fed qui n'ont pas manqué de provoquer une pentification de la courbe des rendements. 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 gagnants tandis que les émetteurs de qualités inférieures, dits « high yield », ont initialement bénéficié du mouvement de chasse aux rendements plus élevés, mais ont été rattrapés par des prises de bénéfices durant la seconde moitié de l'année, particulièrement dans le segment de la dette émergente. A titre d'exemple, le rendement à 10 ans sur la dette du Trésor américain a passé de 3,0 % en début d'année à 2,2 % fin 2014, celui de la dette allemande de 1,9 % à 0,54 % et enfin celui de la Confédération suisse de 1,1 % à 0,3 % sur la même période.

Les marchés des changes ont été volatils, reflétant la désynchronisation des cycles monétaires. Le billet vert s'est apprécié contre les principales monnaies dans la perspective de la fin de la politique d'assouplissement quantitatif. Le dollar a progressé de 12 % contre le franc suisse, de 14 % contre l'euro et de 14 % contre le

yen. Les monnaies des marchés émergents ont sensiblement baissé en début puis en fin d'année (rand sud-africain, peso argentin, lire turque, roupie indonésienne, real brésilien, rouble, etc.) alors que le franc suisse a joué son rôle de valeur refuge, obligeant la BNS à intervenir pour maintenir le cours-plancher fixé à 1,20 contre euro depuis la fin de l'été 2011.

Comme mentionné précédemment, les marchés des matières premières et particulièrement ceux liés à l'énergie ont enregistré un véritable crash. 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, du ralentissement de la croissance économique des marchés émergents, notamment en Chine, et d'une situation de guerre des prix dans le pétrole, exacerbée par l'OPEP afin de maintenir ses parts de marché historiques dans un contexte de montée en puissance du pétrole et gaz de schiste en Amérique du Nord. L'indice composite *CRB Commodity Index* représentatif de l'évolution du cours des matières premières a clôturé en baisse de l'ordre de 18 % (libellé en US dollar). Le cours du pétrole brut (crude oil WTI) libellé en US dollar s'est inscrit en baisse de 42 % sur l'année. Enfin, le cours de l'or est resté volatil et a fini l'année plus ou moins inchangé à Usd 1'188 l'once, mais en hausse contre le franc suisse (+10 %).

### **Perspectives 2015**

Nous aborderons les perspectives pour l'année 2015, 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 2013, les facteurs de chances l'ont encore une fois largement emporté sur les risques l'année passée.

#### **Opportunités :**

- Les Etats-Unis continuent de jouer le rôle de locomotive économique mondiale, permettant à l'Europe et au Japon d'afficher enfin des taux de croissance modestes mais positifs.
- La forte baisse des prix de l'énergie donne un coup de fouet à l'économie mondiale en redonnant du pouvoir d'achat aux consommateurs, en maintenant l'inflation à des niveaux bas et en repoussant la perspective d'une hausse des taux d'intérêt.
- La Banque centrale américaine, après avoir mis fin avec succès à sa politique d'assouplissement quantitatif, normalise progressivement sa politique monétaire en procédant aux premières hausses de ses taux d'intérêt directeurs sans heurter les marchés financiers.
- Les États-Unis, au vu des statistiques économiques récentes, confirment leur rôle de locomotive économique mondiale ; le déficit budgétaire se résorbe progressivement ; l'exploitation du

pétrole et du gaz de schiste restaure la compétitivité américaine et contient l'inflation. Ces facteurs positifs stimulent la croissance et contribuent à réduire le déficit extérieur, le dollar américain poursuit sa progression contre les grandes monnaies occidentales.

- La Banque centrale européenne met finalement en place une véritable politique monétaire d'assouplissement quantitatif en rachetant des dettes souveraines émises par les Etats formant la zone euro. Les banques européennes, après avoir épuré leur bilan de créances douteuses, jouent à nouveau leur rôle de courroie de transmission des mécanismes du crédit et prêtent aux entreprises et aux particuliers, contribuant à restaurer un climat de confiance dans la zone euro.
- Les réformes structurelles mises en place par les Etats européens commencent à porter leurs fruits : un marché du travail dérégularisé et flexibilisé redonne de la compétitivité aux entreprises et permet à ces dernières d'engager du personnel.
- La Russie, durement touchée par les sanctions occidentales, la chute des cours de l'énergie et du rouble, revient à la table des négociations sur le dossier ukrainien. Cette ouverture sur le plan diplomatique autorise une reprise des relations économiques et financières.
- La Chine réussit sa transition d'une économie axée sur la soustraction manufacturière pour le reste du monde vers des produits incorporant davantage de valeur ajoutée, progressant ainsi dans la chaîne de valeurs. 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.
- L'économie mondiale entre dans un cercle vertueux composé de taux d'intérêt structurellement bas, de prix de l'énergie bon marché, d'une croissance économique en reprise dans un contexte d'inflation basse. Ce cocktail rappelle le cycle des années 80, baptisé « la désinflation », très favorable pour les actions ; 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 une réallocation des actifs financiers en faveur des actions.

## Risques :

- Une soudaine très forte croissance de l'économie américaine oblige les autorités monétaires à resserrer drastiquement les conditions d'octroi de crédit et à augmenter les taux directeurs de manière précipitée, provoquant une très forte volatilité sur les marchés financiers.
- La déflation, tant redoutée par les banques centrales, se propage en Europe puis s'insinue durablement dans l'économie mondiale ; en conséquence, le protectionnisme revient en force et le commerce mondial ralentit fortement.
- La Russie maintient sa position jusqu'au boutiste sur le plan de sa politique extérieure, le rouble poursuit sa chute inexorablement, l'inflation domestique explose, le pays tombe dans une profonde récession, la signature du pays sur sa dette extérieure est remise en question. Le Président Vladimir Poutine tente de se rapprocher de la Chine et de l'Asie.
- Suite à la chute du prix du pétrole, le Venezuela fait faillite et, par effet domino, remet en cause la signature des Etats fortement dépendant des prix de l'énergie, comme la Russie.
- Les mesures d'austérité prises par les États européens et le manque de réformes tuent toute reprise durable de la croissance, le chômage ne se résorbe pas, les mécanismes du crédit ne reprennent pas, l'Europe se « japonise » et rentre en déflation malgré tous les efforts de stimulation entrepris par la BCE.
- La France, maillon faible de l'Eurozone, dérive finalement dans la partie « périphérique » ; les syndicats et partis extrémistes sont dans la rue partout en France qui devient paralysée par des troubles sociaux jamais vus depuis mai 68 ; le parti du Front National en profite, gagne en importance et devient incontournable.
- Contre toute attente, la Chine ralentit fortement, les excès de crédit se traduisent en crise financière, le marché du capital se dessèche et le marché immobilier s'effondre.
- La locomotive de croissance des marchés émergents ralentit bien plus fortement qu'anticipé ; la hausse des coûts du travail érode la compétitivité ; la classe moyenne, moteur de la consommation,

souffre ; les capitaux fuient ces marchés dont les déficits externes se creusent ; certaines monnaies se déprécient fortement.

- Les cyberattaques se sophistiquent et se multiplient, visant des cibles vitales pour le bon fonctionnement de l'économie telles que le système financier et les moyens de paiement, la logistique ou les transports.

Nous avons recommandé en 2014 une grande sélectivité dans la construction des portefeuilles et nous nous attendions à des marchés plus heurtés que l'année précédente avec des corrections fréquentes. En définitive, c'est ce scénario qui a eu lieu, les marchés ayant délivré des performances nettement plus modestes qu'en 2013. Dans un contexte de reprise économique mondiale modérée et dans un environnement de taux d'intérêts bas, nous avons recommandé de privilégier les actions par rapport aux obligations, notamment les actions 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 ; c'est sans conteste cette recommandation qui s'est avérée la plus erronée. Enfin, nous nous sommes tenus à l'écart des matières premières et des investissements alternatifs tels que les « hedge funds », investissements traditionnellement non corrélés mais qui ont déçu les investisseurs l'année passée. Nous avons maintenu, en fonction des clients, une faible position en or physique.

En ce début d'année 2015, 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 continuent de représenter, à notre avis, l'actif financier le plus attractif pour les investisseurs. La combinaison des conditions-cadres « politique monétaire encore très accommodante » et « amélioration des perspectives de croissance, y compris en Europe », reste en effet favorable à cette classe d'actifs. La progression des marchés devrait s'accompagner toutefois de régulières phases de correction rapides et violentes au gré de l'actualité géopolitique et économique en cours d'année. C'est la raison pour laquelle nous préconisons une grande sélectivité dans la construction des portefeuilles. La décision prise le 15 janvier dernier par la Banque Nationale Suisse d'abandonner le taux plancher de 1.20 Chf/Euro fixé en septembre 2011 en pleine crise de l'euro nous conforte dans cette approche prudente. L'impact d'un retour à un système de changes flexibles sur la marche des affaires des sociétés suisses sera très différent d'un secteur à un autre et dépendra également de la structure des coûts de ces dernières. 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 sociétés générant des dividendes réguliers et généreux devraient continuer à être recherchés, notamment dans des marchés qui pourraient demeurer volatils. Durant l'année

2014, 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 renforcer ce positionnement en fonction des conditions des marchés. Enfin, et suite à la forte baisse du prix du pétrole, certains segments de la consommation devraient également bénéficier d'un certain pouvoir d'achat restauré et du « retour » des consommateurs.

*Genève, janvier 2015*

*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.*