

L'année économique et financière 2015

Perspectives 2016

L'année 2015

L'année économique et financière 2015 peut se résumer à un seul mot : la déflation. En effet, les forces déflationnistes, déjà à l'œuvre ces dernières années, se sont intensifiées dans un monde de plus en plus globalisé et interdépendant. L'année 2015 a été marquée par un certain nombre d'événements qui se sont succédé à un rythme rapide. L'abolition du taux plancher par la Banque Nationale Suisse le 15 janvier 2015 a créé un choc déflationniste pour l'ensemble de l'économie suisse et les entreprises en paient toujours le prix aujourd'hui à travers une pression sur leurs marges et leurs bénéfices. En bourse, la volatilité a été très forte, liée à de nombreux ajustements négatifs des perspectives bénéficiaires des entreprises. Au niveau international, la croissance économique mondiale a été revue à la baisse, au cours de l'année, par les grands instituts de prévision dont le Fonds Monétaire International, pour s'inscrire finalement à 3 %, l'une des plus faibles de ces dix dernières années. La crise grecque a, à nouveau, créé un regain de tension sur l'ensemble de la zone euro à la fin du printemps et a provoqué une forte volatilité sur les marchés financiers, tempérant la confiance des investisseurs. Ces derniers avaient pourtant placé beaucoup d'espoirs en début d'année dans la capacité de l'économie européenne à rebondir, suite à l'annonce des mesures d'assouplissement de la politique monétaire par la Banque Centrale Européenne au mois de janvier 2015. Les prix des matières premières se sont quant à eux effondrés l'année passée, conséquence de la baisse de la demande mondiale, particulièrement en provenance de Chine, et des surcapacités de production présentes dans ces marchés. Les économies d'un grand nombre de marchés émergents dépendants de l'extraction des matières premières ont beaucoup souffert de cette situation. En conséquence, les marchés financiers de ces économies, qu'il s'agisse des bourses, des marchés obligataires ou du marché des changes, ont fortement chuté. Certaines monnaies ont reculé de 15 à 25 % contre le franc suisse, comme le Real brésilien (-23 %), le Rand sud-africain (-20 %), la Livre turque (-11 %), le Peso colombien (-22 %), et, corollaire pour les investisseurs qui avaient misé sur la dynamique de ces marchés ces dernières années, ont causé des pertes sévères dans leurs portefeuilles. Les atermoiements de la banque centrale américaine sur le calendrier d'une hausse des taux d'intérêt directeurs n'a pas contribué à rassurer les investisseurs. Enfin, les craintes quant à une éventuelle récession en Chine ont provoqué une chute des marchés fin août et début septembre. Peu de gens en ont pris conscience mais les marchés financiers américains se sont disloqués fin août, entraînant des journées de forte tension que l'on n'avait plus connues depuis la crise de 2008. La crise du mois d'août a eu pour conséquence l'annonce par de nombreux « hedge funds » de la cessation de leurs activités.

Dans ce contexte de risques accrus et de forte volatilité, les marchés boursiers ont régulièrement enregistré des journées où les cours ont fluctué de l'ordre de 2 % sans tendance définie. Les marchés obligataires se sont encore appréciés en 2015 sous le double effet de la déflation et, en Europe, de l'intervention de la BCE dans le cadre de sa politique d'assouplissement quantitatif. En conséquence, il n'est pas rare de trouver, sur le marché, des obligations souveraines ou des placements monétaires à court terme qui cotent sur la base de rendements négatifs. A titre d'exemple, le rendement sur les obligations à 10 ans de la Confédération est tombé à -0,4 % au début du mois de décembre 2015. On peut se poser la question de savoir si le monde bancaire et financier pourra longtemps s'accommoder de taux d'intérêt négatifs, négation par essence des métiers de l'intermédiation financière.

L'indice mondial des actions *MSCI World* a clôturé l'année en baisse de 2,7 % en dollars mais, calculé en francs suisses et en euro, la performance s'inscrit respectivement à -2,2 % et +8,3 %. La bourse suisse, mesurée par l'évolution de l'indice *SMI* aura fluctué entre -12 % et 9 % pour finalement terminer l'année en baisse de 1,8 %. Les marchés européens sur lesquelles les investisseurs avaient placé beaucoup d'espoirs en début d'année ont enregistré une performance de 4 % mesurée par l'indice *Euro Stoxx 50* alors qu'en francs suisses, la progression a été annihilée par la baisse de l'euro et se traduit en définitive par un recul de 6,2 %. En définitive, seuls les marchés boursiers japonais (+8 %), chinois (+57 %) et l'indice américain *Nasdaq Composite* (+6,4 %) ont clôturé en hausse en francs suisses.

Les marchés obligataires ont reflété la situation de déflation mondiale que nous avons évoquée en préambule et les rendements sur les obligations de qualité se sont maintenus sur des niveaux historiquement rarement atteints voire même sont devenus négatifs. Il faut noter que les obligations dites « High Yield » dont les notations de crédit sont faibles ont été particulièrement malmenés dans un contexte où la capacité des entreprises à honorer leur dette a été mise en doute par les investisseurs, particulièrement dans le domaine des matières premières ou des télécommunications.

Les marchés des devises, reflet des rapports de forces économiques et financières entre les pays, ont été en bonne partie à la source de l'instabilité financière mondiale. Ainsi qu'évoqué en introduction, les devises des marchés émergents ont enregistré des fluctuations extrêmement importantes. Le franc suisse s'est finalement apprécié de 9,7 % contre l'euro. Quant à l'euro, conséquence de la politique monétaire expansionniste de la BCE, il se sera déprécié de 10,6 % contre le dollar.

Les marchés des matières premières et particulièrement ceux liés à l'énergie ont quant à eux subi 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* (libellé en US dollar) représentatif de l'évolution du cours des matières premières a chuté de 23 % et a retrouvé le niveau de l'année 2002. Le cours du pétrole brut (*crude oil WTI*), lui aussi libellé en US dollar, s'est inscrit en baisse de 39 % sur l'année. Enfin, le cours de l'or est resté volatil et a fini l'année à USD 1'062 l'once, en baisse d'environ 10 % contre le franc suisse et le dollar.

Perspectives 2016

Nous aborderons les perspectives pour l'année 2016, 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. En 2015, ce sont malheureusement les facteurs de risques qui l'ont, par rapport aux années précédentes, pour une fois largement emporté.

Opportunités :

- L'économie mondiale sort enfin de la spirale déflationniste, les taux d'intérêt réels redeviennent positifs, les banques commerciales jouent leur rôle de courroie de transmission des mécanismes du crédit et la croissance économique mondiale accélère.
- 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 plus robustes.
- 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 continue de normaliser progressivement sa politique monétaire en augmentant modérément ses taux d'intérêt directeurs sans heurter les marchés financiers. Un regain de compétitivité de l'économie associé à des prix de l'énergie bas et à une faible inflation stimulent la croissance, la consommation des ménages et les dépenses d'investissement et contribuent à réduire le déficit des comptes courants ; le dollar américain poursuit sa progression contre les grandes monnaies occidentales.
- 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 France demeure malheureusement en arrière dans ce processus inévitable d'adaptation à une économie mondiale de plus en plus globalisée.
- La Chine réussit sa transition d'une économie axée sur la sous-traitance manufacturière pour le reste du monde vers des produits et services 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 progressivement le marché du renminbi et le laisse s'apprécier, les déséquilibres du commerce mondial s'atténuent.

- L'économie mondiale sort de la spirale déflationniste et 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 reprennent 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, s'installe durablement dans l'économie mondiale et entraîne une spirale pernicieuse de baisse des prix des produits et des services ainsi que des salaires. Le terme apparu en 2015 pour décrire ce phénomène : « ubérisation de l'économie » en est un exemple. Cette situation contribue à creuser davantage les déficits publics et empêche les Etats de mener des politiques budgétaires anticycliques de relance par des réductions d'impôt et d'augmentation des dépenses publiques. Le protectionnisme revient en force et le commerce mondial ralentit fortement.
- Les politiques monétaires divergentes entre les Etats-Unis et le reste du monde entraînent un regain de tension sur le marché des changes, source d'instabilité monétaire et financière initiée en 2015.
- 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 et des matières premières, comme la Russie ou le Brésil.
- 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 demeure le maillon faible de l'Eurozone et représente de plus en plus un risque systémique pour l'Europe tant que des réformes structurelles ne seront pas entreprises. La France continue en 2016 de détruire des emplois alors que le reste de l'Europe en crée, les troubles sociaux s'intensifient, les partis populistes gagnent en popularité.
- Les marchés émergents restent à la traîne des marchés développés en raison d'un prix des matières premières toujours extrêmement bas et de mesures de productivité insuffisantes. La classe moyenne, moteur de la consommation, souffre ; les capitaux fuient ces marchés dont les déficits externes se creusent ; certaines monnaies se déprécient fortement, comme en 2015.

- Certains Etats, ayant fondé leur richesse sur l'exploitation des matières premières, sont obligés de vendre des titres détenus dans leur fonds souverain, constitué au fil du temps, afin de combler leurs déficits budgétaires.
- Les différents conflits régionaux se poursuivent, entraînant l'intervention de forces étrangères au gré des alliances et des tensions religieuses, particulièrement au Moyen-Orient. Les cyberattaques et le terrorisme font partie des risques quotidiens et la prévention mobilise de plus en plus de moyens financiers et humains qui ne peuvent plus être alloués de manière plus optimale.

* * *

En 2015, nous avons recommandé, dans un contexte de reprise économique mondiale modérée et dans un environnement de taux d'intérêts bas, de privilégier les actions par rapport aux obligations, notamment les actions assurant la distribution d'un dividende généreux. Nous nous attendions à des marchés plus heurtés qu'en 2014 avec des corrections fréquentes, ce qui s'est finalement produit. Toutefois, dans le contexte déflationniste que nous avons décrit précédemment, les rendements obligataires se sont encore détendus, contrairement à notre recommandation en faveur d'émissions obligataires d'entreprises et d'échéances plutôt courtes. Nous nous sommes en revanche 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. Enfin, nous avons maintenu, en fonction des clients, une faible position en or physique. Globalement, cette stratégie a ainsi permis aux portefeuilles et fonds de placement que nous gérons de surperformer les indices de référence.

En ce début d'année 2016, 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. C'est la raison pour laquelle nous préconisons encore 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 sociétés générant des dividendes réguliers et généreux devraient continuer à être recherchées, notamment dans des marchés qui pourraient demeurer volatils. Durant l'année 2015, nous avons maintenu un biais orienté sur les valeurs défensives et de consommation en évitant les titres liés aux matières premières et les marchés émergents. En ce début d'année 2016, nous recommandons, du point de vue sectoriel, de reconsidérer 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.

Janvier 2016

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.