



Allocation d'actifs 2014 : 10 principaux thèmes d'investissement

L'accélération du cycle conjoncturel intensifiera le processus de réallocation d'actifs en-dehors des obligations, favorisant les marchés actions, les matières premières et l'immobilier.

Stratégie d'investissement 2014

- Convergence des cycles conjoncturels régionaux et nette accélération de la croissance mondiale
- Découplage des politiques monétaires, la liquidité reste abondante et les taux directeurs resteront bas, « tapering » n'est pas « tightening »
- Le cycle haussier sur les taux longs se confirme
- Faibles risques inflationnistes avant 2015
- Amélioration régulière de la confiance des ménages et des investisseurs
- Intensification des réallocations d'actifs entre obligations et autres actifs (actions, immobilier, matières premières...)
- La prise de risque sera encore rémunérée en 2014

Nos 10 thèmes d'allocation tactique

1. Sous-pondérer les obligations
2. Surpondérer les actions
3. Surpondérer les matières premières
4. Neutre à surpondérer l'immobilier
5. Obligations : dette souveraine surévaluée, privilégier les obligations « corporate », réduire les durations
6. Actions - régions : sous-pondérer les Etats Unis et le Japon, surpondérer l'Europe, la Chine et les marchés émergents
7. Actions - secteurs : surpondérer la technologie, l'industrie, l'énergie et les matériaux de base
8. Actions - thématiques : énergies renouvelables, « small & mid caps » suisses
9. Matières premières : surpondérer les métaux industriels et précieux, l'énergie
10. Devises : Surpondérer le dollar US et la livre sterling, sous-pondérer le yen, l'euro et le franc suisse

L'accélération de la croissance mondiale en 2014 sonnera le glas des marchés de taux au profit des marchés actions

Depuis 2008, l'économie mondiale a tout d'abord subi une terrible contraction (-5%), qui a fait passer la croissance de +4% à seulement +1.8% en 2013, provoquant une baisse des taux d'intérêt à des niveaux records. Après cinq années de politiques monétaires ultra-accommodantes et des ajustements structurels extraordinaires, la croissance américaine s'est enfin renforcée et avec elle désormais celle de la plupart des pays développés et émergents. La croissance économique mondiale devrait selon nous se rapprocher à nouveau d'une **croissance moyenne de +3.5% en 2014**, grâce au retour à la croissance de toutes les principales zones économiques et notamment celle de la zone euro. Le commerce mondial s'en trouvera renforcé au profit de certains marchés émergents, dont les exportations devraient nettement progresser.

Sur le plan des politiques monétaires, si 2013 a été marqué par une panique des investisseurs face au risque de réduction des injections de liquidités de la Fed, sa mise en œuvre en 2014 devrait cette fois-ci être vécue plus sereinement. Les marchés semblent désormais faire la part des choses en réalisant que « tapering » n'est **clairement pas synonyme de « tightening »**. La nouvelle présidente de la Fed a d'ailleurs rassuré en rappelant qu'elle ferait tout pour favoriser une reprise très vigoureuse tandis que les taux directeurs resteraient inchangés aussi longtemps que les risques inflationnistes resteraient limités. L'objectif de croissance de l'emploi et de renforcement conjoncturel reste la priorité. Ailleurs, les politiques monétaires sont en phase de stabilisation, au Royaume-Uni par exemple grâce à la nette reprise de la conjoncture au second semestre 2013 ou en phase d'expansion (Europe et Japon). En Europe, la BCE devra être encore plus créative à l'image de la BoE pour relancer sa croissance, tandis que du côté du Japon, le QQE pourrait bien être amplifié pour réduire les effets des

hausse de TVA. En Suisse, la BNS se concentrera encore sur son programme de stabilisation du franc.

Le découplage des politiques monétaires est donc en marche, le Royaume-Uni et les Etats-Unis ont été les premiers à débiter leur processus de normalisation.

En 2014, les gouvernements endettés souhaiteront comme les banques centrales voir une **reprise de l'inflation** suffisante pour une accélération de la croissance nominale et pour monétiser leur dette. Si le retour de l'inflation en 2013 aurait pu remettre en question la reprise fragile de l'économie mondiale, son apparition en 2015 sera plus probable, car le cycle économique mondial sera alors plus avancé et suffisamment solide pour supporter la remontée des taux qui l'accompagnera nécessairement.

Le renforcement de la croissance en 2014 et les risques de retour de l'inflation en 2015 ne pourront que confirmer le renversement du cycle des taux longs déjà en cours. Les prochains signes d'accélération conjoncturelle devraient relancer la tendance haussière des taux longs. Clairement, l'assouplissement quantitatif massif de ces dernières années a sans doute créé une **bulle spéculative sur les marchés obligataires**. Les taux sont restés par nécessité extraordinairement bas jusqu'à l'émergence d'une reprise crédible. Les **emprunts d'Etat sont surévalués** et les obligations sont désormais à considérer comme un actif risqué.

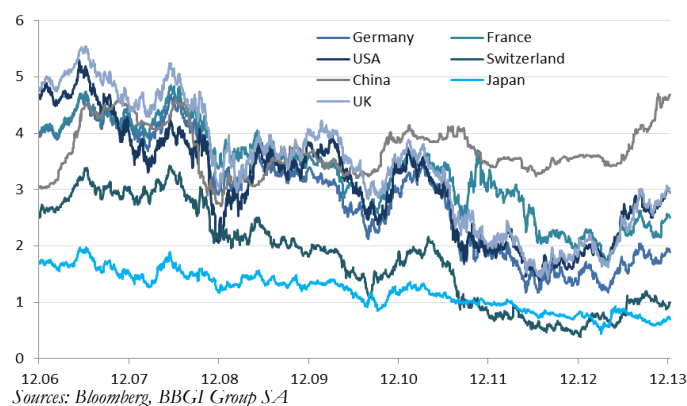
La rotation anticipée des actifs financiers en-dehors des obligations et en faveur des actions notamment ne s'est qu'en partie produite en 2013 et devrait s'intensifier en 2014.

Sous-pondérer les obligations : dette souveraine surévaluée, privilégier les obligations « corporate », réduire les durations

En cette phase de reprise économique, les **obligations sont globalement devenues des « actifs risqués »**. Le niveau historiquement très bas des taux longs n'offre plus de perspective de gain en capital et si le rendement existe encore dans certains segments spécifiques, il est en général insuffisant pour compenser le risque de moins-value engendré par la perspective de remontée des taux. Les divergences de croissances régionales pourraient encore permettre pour un temps aux obligations européennes par exemple de bénéficier d'un certain découplage par rapport aux obligations en dollar ou en livre sterling, mais il ne faut pas exclure la possibilité d'une corrélation persistante des marchés de taux, qui verrait une généralisation des tensions indépendante des situations économiques spécifiques.

La rotation au sein des actifs obligataires devrait aussi s'intensifier au détriment de la dette à long terme gouvernementale de qualité, désormais souvent surévaluée. Les **obligations de sociétés présentent un profil plus intéressant** notamment en raison de l'amélioration des bilans, comme les obligations à taux variables. Dans tous les cas, nous privilégions des **durations courtes**. Ce contexte particulièrement difficile pour les marchés de taux pourrait encore bénéficier d'un point de vue relatif aux obligations à haut dividende et aux obligations périphériques européennes (Italie, Espagne et Portugal). Les obligations convertibles pourraient aussi s'imposer comme une alternative.

Taux longs



Actions - régions : sous-pondérer les Etats-Unis, la Suisse et le Japon, surpondérer l'Europe, la Chine et les marchés émergents

Avec le renforcement de la croissance, les marchés actions devraient désormais être plus influencés par les fondamentaux économiques que par la liquidité injectée par les banques centrales.

Aux **Etats-Unis**, les perspectives de croissance se renforcent (+2.5% à +3% pour 2014). Les effets négatifs provoqués par les coupes budgétaires et les hausses d'impôts devraient disparaître progressivement en 2014, alors que le déficit courant du gouvernement fédéral pourrait rapidement diminuer sous l'impulsion également de la hausse des revenus fiscaux. Il ne faut donc pas négliger la possibilité de voir l'économie américaine accélérer son rythme de croissance en 2014. Les bénéfices des sociétés américaines devraient en profiter et croître de +10%. Mais le marché actions se traite déjà à un multiple de 15x les bénéfices estimés 2014 (PB 2.4x) et sa performance est déjà l'une des meilleures depuis le début du « bull » market. La **Suisse** devrait encore surperformer la croissance européenne en enregistrant une hausse de son PIB supérieure à +2%, mais elle a, comme les Etats-Unis, déjà bénéficié d'une phase d'expansion de son PE (15x) et devrait par conséquent souffrir d'un point de vue

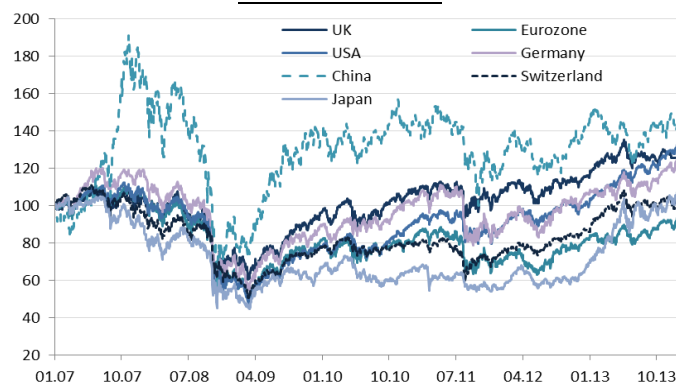
relatif du caractère défensif de ses valeurs et d'un ratio cours/valeur comptable (PB) élevé (2.4x). Au **Japon** les réformes structurelles se font encore un peu attendre, mais la politique délibérée de baisse du yen a produit des effets positifs sur la croissance et les actifs financiers. Les exportateurs japonais bénéficient pleinement de cet avantage compétitif, ce qui se traduit par une hausse importante de leurs profits. Le PIB japonais devrait avancer de +2.5% en 2014. Mais la dépendance du marché japonais à une poursuite de la baisse du yen représente un risque non négligeable, ce qui nous engage à adopter une allocation tactique défensive.

Si la croissance des bénéfiques aux Etats-Unis et en Suisse sera sans doute le principal moteur de la hausse des marchés, en **Europe** et dans les **marchés émergents**, la hausse sera plus largement soutenue par une marge de progression des bénéfiques plus importante et par des valorisations attrayantes supportant une probable phase d'expansion des PE. La **zone euro et l'Allemagne** en particulier pourraient clairement profiter encore un peu plus en 2014 du renforcement conjoncturel mondial. La baisse des taux de la BCE sera sans doute insuffisante pour stimuler la demande globale, mais on assiste tout de même à un probable renversement de tendance des dépenses des ménages, qui bénéficieront d'une probable inversion du crédit au secteur privé. La BCE devrait être encore très présente en 2014 et le PIB de la zone euro devrait passer de -0.4% à +1% en 2014. Les actions européennes bénéficient d'un **potentiel de croissance des bénéfiques plus élevés et de valorisations attrayantes** (13x PE et 1.3x PB). L'économie du **Royaume-Uni** a déjà surpris par sa vigueur et ses perspectives 2014 pourraient atteindre +3% de croissance du PIB en 2014. À 13x les bénéfiques et un PB de 1.8x, les actions britanniques offrent également une **alternative intéressante aux actions américaines**.

En **Chine**, les réformes annoncées auront des effets positifs à long terme sur la croissance et la confiance. Le consensus de croissance, toujours proche de +6.5% pour 2014, nous semble sous-estimé. L'économie chinoise devrait pouvoir croître de +7.5% en 2014 et apporter une contribution très significative à la progression du PIB mondial. Les actions chinoises bénéficient aussi d'un potentiel plus élevé de croissance des profits et leur valorisation est attrayante historiquement (1.1x PB et 8x PE). Les actions chinoises méritent une surpondération, comme celles de certains marchés émergents bénéficiant de la reprise du commerce mondial (Taiwan et Corée).

Plus globalement, les **marchés émergents** devraient en 2014 retrouver les faveurs des investisseurs et **profiter de l'accélération de la croissance** dans les pays développés.

Marchés actions



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Actions - secteurs : surpondérer la technologie, l'industrie, l'énergie et les matériaux de base

Avec l'accélération probable du cycle économique mondial en 2014, **les secteurs défensifs et les financières devraient sous-performer les secteurs plus cycliques**, qui pourraient encore profiter d'une reprise du cycle d'investissement (CAPEX), aux Etats-Unis notamment. Les secteurs bénéficiant de la plus forte corrélation avec la demande de biens d'investissements sont en général la technologie, les industrielles, les matériaux et l'énergie.

Actions - thématiques : énergies renouvelables, « small & mid caps » suisses

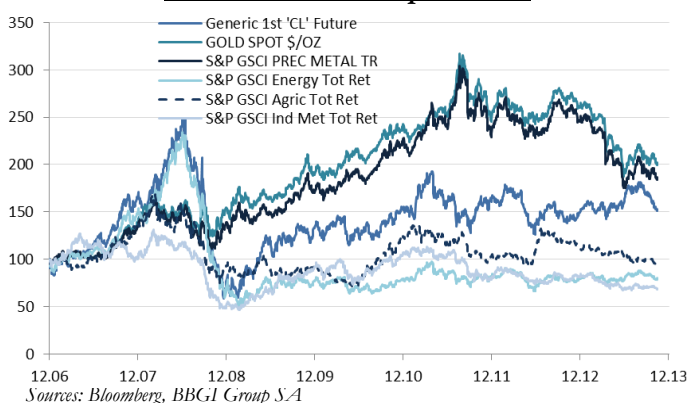
Le secteur des **énergies renouvelables** sort en 2013 d'une phase de restructuration profonde des segments éoliens et solaires. Les capacités de production excédentaires ont été éliminées et les acteurs qui ont survécu à ces ajustements ont désormais des perspectives de développement de leurs profits très supérieures. Une forte croissance de leurs marges d'exploitations et de leurs profits couplée à des valorisations séduisantes devrait leur permettre de **surperformer à nouveau en 2014**.

Une meilleure conjoncture mondiale sera favorable aux **« small & mid caps » suisses**. **Une nouvelle phase de surperformance a selon nous débuté à l'été 2013**. Celle-ci devrait se renforcer en 2014 et probablement durer jusqu'en 2015. Les périodes de surperformance relative des « small & mid caps » par rapport aux « blue chips » suisses ont en général eu une durée supérieure à 2 ans et ont généré une surperformance de +63% (seulement +7% depuis l'été 2013). Elles devraient profiter des nouvelles opportunités créées par la reprise conjoncturelle mondiale en bénéficiant d'un effet plus important sur leurs résultats, une croissance supérieure de leurs profits et des valorisations attrayantes.

Matières premières : surpondérer les métaux industriels, l'énergie et les métaux précieux

Performance 2013 (-2%) décevante au regard de la reprise conjoncturelle qui s'affirme. Elle masque un fort écart de performances entre les cours de l'énergie (+3%) et ceux des métaux précieux (-28%), industriels (-14%) et produits agricoles (-18%). Cette baisse généralisée reflète plus le consensus de décélération de la croissance chinoise, que la convergence en 2014 des cycles conjoncturels et la hausse de la demande de matières premières. **L'ensemble des matières premières bénéficiera en 2014 d'un regain d'intérêt des investisseurs.** Les métaux précieux devraient bénéficier du renversement des paramètres de l'offre et de la demande. L'offre spéculative s'est tarie, les banques centrales resteront acheteuses d'or en 2014, tandis que la demande de bijouterie progressera et que la production des mines diminuera, contribuant ainsi à une remontée des cours du métal jaune et de l'argent. Les **métaux industriels** profiteront d'une diminution des stocks et de la hausse de la demande en phase d'accélération de la croissance. Pour l'énergie, la plupart des risques nous semblent déjà connus et ont contribué à la correction des cours du **WTI** de 110\$ à 92\$ entre août et décembre (production libyenne, accord avec l'Iran, accroissement de la production aux Etats-Unis...). La demande de pétrole devrait encore croître en 2014 et soutenir une hausse des cours. Il est intéressant de relever qu'après les baisses de 2013, les cours de nombreuses matières premières sont maintenant proches de leurs coûts de production, ce qui constitue un niveau de support important.

Cours des matières premières



Le dollar et la livre sterling recherchés

L'accélération conjoncturelle aux Etats-Unis et l'amélioration rapide des fondamentaux américains ont permis au dollar de s'apprécier de +6% au cours des dix-huit derniers mois en valeur pondérée par les échanges commerciaux. La hausse contre le yen et la plupart des devises émergentes contraste encore avec une certaine faiblesse contre l'euro et le yuan. La tendance est similaire au Royaume-Uni, la livre s'appréciant de +10% (« trade weighted index »). Un renforcement de la conjoncture dans ces deux pays devrait soutenir une progression de ces devises. D'autant qu'en Europe, malgré des excédents de comptes courants records (2% du PIB), une baisse de l'euro serait nécessaire pour consolider la reprise. **Le franc suisse glissera sans doute à nouveau contre le dollar, la livre et l'euro dans une moindre mesure.** Dans les marchés émergents, les devises des pays bénéficiant des meilleures capacités de financement et celles liées au cycle des matières premières devraient mieux se comporter.

Conclusion

Conditions réunies pour une accélération à +3.5% de l'économie mondiale.

Hausse des taux longs et croissance des bénéfices favoriseront l'intensification du processus de rotation des actifs en-dehors des obligations.

La dette souveraine est surévaluée, privilégier les obligations « corporate », réduire les durations.

Sous-pondérer les actions américaines et japonaises, surpondérer l'Europe, la Chine et les marchés émergents.

Surpondérer la technologie, l'industrie, l'énergie et les matériaux de base, les énergies renouvelables, « small & mid caps » suisses.

Surpondérer les matières premières.

Surpondérer le dollar et la livre sterling.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbqi.ch - www.bbqi.ch