



Allocation d'actifs 2015 : 10 principaux thèmes d'investissement

La liquidité mondiale et les risques déflationnistes en Europe retiennent la hausse de taux. Perspectives de croissance favorables aux actions, aux matières premières et à l'immobilier.

Stratégie d'investissement 2015

- Le consommateur profitera de la chute du pétrole
- Les perspectives de croissance dépassent +3.5%
- Les QE européens et japonais soutiendront la progression de la liquidité mondiale
- Les taux courts resteront bas même aux USA
- Les risques déflationnistes en Europe suggèrent un QE large et rapide de la BCE
- Reprise limitée du cycle haussier des taux longs aux USA et au Royaume-Uni au 2^{ème} semestre
- L'Europe profite de l'action de la BCE, chute de l'euro, du pétrole et reprise du cycle de crédit
- Rebond attendu du pétrole, mais risques inflationnistes repoussés à 2016
- Retour de la confiance des ménages/investisseurs
- Intensification des réallocations d'actifs entre obligations et autres actifs réels
- La prise de risque sera mieux rémunérée en 2015

Nos 10 thèmes d'allocation tactique

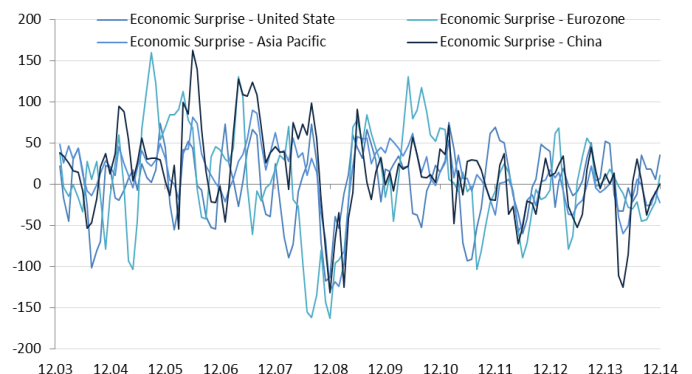
1. Sous-pondérer les obligations
2. Surpondérer les actions
3. Surpondérer les matières premières
4. Surpondérer l'immobilier
5. Obligations : privilégier les obligations « corporate », réduire les durations
6. Actions - régions : sous-pondérer les Etats-Unis et le Japon, surpondérer l'Europe, la Chine et les marchés émergents
7. Actions - secteurs : surpondérer l'énergie et les valeurs cycliques
8. Actions - thématiques : énergies renouvelables & infrastructure
9. Matières premières : surpondérer le pétrole et les métaux précieux
10. Devises : rebond possible de l'euro, du yen et des devises liées aux matières premières

L'accélération de la croissance mondiale à +3.5% en 2015 renforcera les risques de hausse de taux

L'année 2014 s'est vraisemblablement terminée sur une accélération de la croissance américaine proche de +5% en rythme annualisé, ce qui représente la plus forte progression enregistrée depuis 2003. Nous attendons en janvier 2014 ce renforcement de la croissance aux Etats-Unis, qui s'est en fait essentiellement produit en seconde partie d'année. L'économie américaine semble désormais être capable de développer une dynamique positive sans le soutien des politiques monétaires ultra-accommodantes mises en œuvre au cours des cinq dernières années. La fin du QE3 en octobre coïncidait d'ailleurs avec l'accélération du PIB à +5%. La locomotive de la croissance mondiale est donc à nouveau en marche et pourrait bien d'ailleurs dépasser son rythme de croisière grâce à la chute des cours du brut, qui devrait agir comme un QE surprise et doper les chiffres de consommation et ceux du PIB.

L'accélération de la croissance mondiale au 1^{er} trimestre déjà pourrait bien être la première surprise majeure du début 2015.

Indicateurs de surprise économique



Sources: Bloomberg, Citigroup, BBGI Group SA

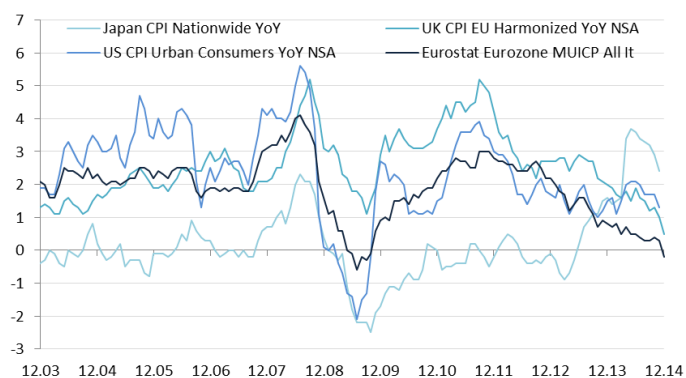
Sur le plan macro-économique, les statistiques américaines ont plutôt surpris favorablement les

investisseurs depuis le 2^{ème} trimestre 2014. Désormais, les attentes se sont ajustées, les prévisions sont plus optimistes et il sera sans doute plus difficile d'enregistrer les surprises positives généralement favorables aux marchés financiers dans un tel contexte. Si le point le plus bas de pessimisme avait été atteint en juin 2011, les indicateurs de surprise montrent aujourd'hui déjà plus d'optimisme. Il en va tout autrement de l'économie européenne, dont les anticipations se sont plutôt dégradées au cours des derniers six mois et dont le ratio de surprises positives n'a que récemment rebondi de ses niveaux précédents d'extrême pessimisme. Ainsi, si l'année 2015 bénéficiera, au 1^{er} trimestre notamment, de la chute des cours du brut et de taux d'intérêt à long terme bas, le « momentum » de surprises devrait être plus favorable à l'Europe.

L'accélération de la croissance mondiale en 2015 devrait relancer les anticipations de normalisation des politiques monétaires et de hausse des taux.

Trois questions clés subsistent, dont les réponses auront des effets potentiels significatifs sur les marchés financiers. Tout d'abord, la **question du timing**. Si le consensus estime qu'un changement interviendra aux Etats-Unis en milieu d'année, nous pensons que **la hausse des taux longs pourrait se faire attendre**, en raison de la diminution des risques inflationnistes induite par la chute des cours du brut et par l'émergence d'un environnement déflationniste en Europe.

Inflation (CPI yoy)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La deuxième incertitude concerne **l'évolution de la corrélation** entre les divers marchés de taux. L'Europe devrait bénéficier d'un prochain QE qui injectera environ 1000 milliards d'euro de liquidités. Il est difficile d'imaginer un contexte plus favorable à une poursuite de la baisse de taux et de la convergence des rendements nationaux de la zone euro, mais ceux-ci sont déjà extrêmement bas et le potentiel est désormais limité. Nous pensons toutefois que **la corrélation pourrait subsister en raison notamment de l'attractivité relative des taux américains par rapport aux taux gouvernementaux européens.**

La dette gouvernementale américaine pourrait ainsi être préférée en raison de sa notation et de son rendement relatif positif.

Théoriquement pourtant, le différentiel de croissance favorable aux Etats-Unis et au Royaume-Uni devrait provoquer une normalisation des taux courts et un début de hausse des taux longs bien avant que celle-ci ne puisse intervenir en Europe. Mais on assistera sans doute plutôt à une normalisation en douceur des taux courts, dans un contexte de très faible inflation jusqu'au 3^{ème} trimestre et peut-être même à un aplatissement de la courbe des taux.

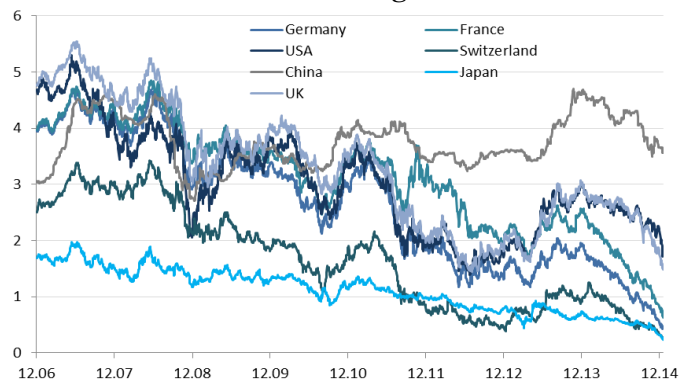
La hausse des perspectives de croissance renforce les risques de hausse de taux, mais la déflation européenne et le différentiel de rendement favoriseront certainement le report dans le temps du processus de hausse de taux.

Le processus de rotation des actifs financiers en-dehors des obligations et en faveur des actions s'intensifiera en 2015.

Marchés de taux : privilégier les obligations « corporate » et réduire les durations

Le consensus s'attendait déjà à une remontée des taux en 2014 avec l'amélioration des perspectives économiques ; il reste logiquement négatif en 2015 en considérant les **obligations comme un actif risqué**. Le niveau historiquement très bas des taux longs n'offre plus beaucoup de perspectives 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 obligations européennes bénéficieront d'un climat positif soutenu par le QE mis en œuvre par la BCE, les spreads core-périphérie se contracteront, mais les obligations du trésor américain pourraient encore séduire par leur rendement et leur notation supérieurs à ceux des obligations gouvernementales en euro.

Taux longs



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Nous recommandons par conséquent une **allocation plus diversifiée et équilibrée** en 2015, la composante devise devrait encore être un contributeur important en matière de performance totale du segment. La rotation au sein des actifs obligataires devrait aussi s'intensifier en faveur des **obligations de sociétés** en raison de l'amélioration de leurs bilans. Dans tous les cas, nous privilégions des **durations plus courtes**.

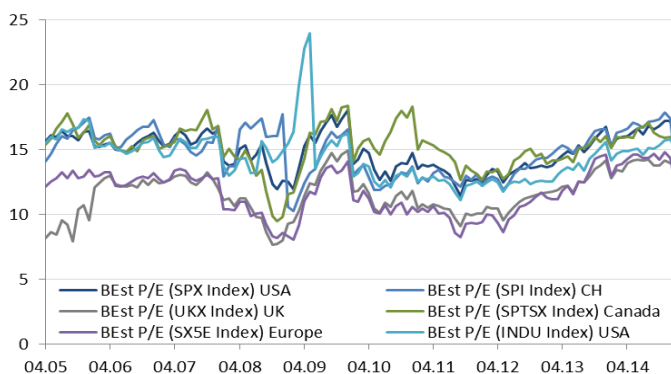
Actions - régions : sous-pondérer les Etats-Unis et le Japon, surpondérer l'Europe, la Chine et les marchés émergents

Les marchés actions devraient encore être privilégiés dans un contexte de taux bas et de renforcement des perspectives de croissance des bénéfiques et des marges des entreprises.

Sans être élevés, les niveaux de valorisation ne sont pourtant plus aussi attractifs qu'en 2014 aux Etats-Unis, au Canada et en Suisse notamment. Les ratios cours/bénéfices (PE) des marchés actions ont sensiblement progressé entre 2011 et 2014. Ils se situent désormais à nouveau à des niveaux similaires à ceux qui prévalaient avant la crise financière.

Le processus d'expansion des PE qui a soutenu la hausse des indices actions et a accompagné la phase de baisse des taux d'intérêt devrait s'interrompre en 2015 avec la normalisation des taux.

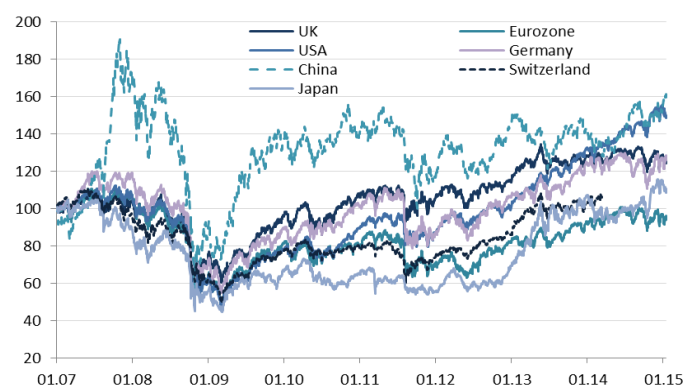
Valorisation des marchés (PE)



Aux **Etats-Unis**, l'économie restera robuste. Sa compétitivité a progressé avec la baisse du dollar et le développement de sources d'énergie locales bon marché (gaz et pétrole de schiste). Le déficit budgétaire américain s'est réduit de -10% à -3% du PIB au cours des dernières années et les créations d'emploi dans un contexte de très faible inflation et de taux bas soutiennent la consommation. Les actions américaines resteront attractives, mais à 17x les bénéfices (PB 2.7)

elles apparaissent désormais plutôt correctement valorisées, même si les bénéfices des sociétés américaines devraient croître de +8.5% en 2015. Six ans après l'éclatement de la crise financière, le ratio cours/bénéfices du S&P500 est le plus élevé des pays du G7 (ex Japon). Le **marché suisse** bénéficie encore de taux d'intérêt bas, mais la force du franc contre euro constitue toujours une menace pour la pérennité de nos exportations, alors que la hausse du dollar en 2014 a certainement contribué aux records enregistrés par notre balance commerciale. Avec un ratio cours/bénéfices de 18x (PB 2.29), notre marché a déjà très clairement profité de son caractère défensif en surperformant de +20% les actions européennes depuis le début du « bull market ».

Marchés actions



Si la croissance des bénéfices aux Etats-Unis et en Suisse sera sans doute le principal moteur de la hausse des actions, en **Europe** et dans les **marchés émergents**, la hausse sera plus largement soutenue par une marge de progression des bénéfices plus importante et par des valorisations attractives, supportant une probable phase d'expansion des PE. La **zone euro** et **l'Allemagne** en particulier pourraient clairement profiter encore un peu plus en 2015 du renforcement conjoncturel mondial. Le QE européen soutiendra aussi la poursuite de l'expansion des multiples en Europe. **Le potentiel de croissance des bénéfices et d'amélioration des marges y est plus élevé et les valorisations semblent plus attractives** (13x PE et PB 1.3). L'économie du **Royaume-Uni** a déjà surpris par sa vigueur en 2014 et à 13x les bénéfices et un PB de 1.6x, les actions britanniques offrent également une **alternative intéressante aux actions américaines**. En **Chine** et dans la plupart des pays émergents, la forte chute du pétrole est une bonne nouvelle. Le potentiel de croissance des pays émergents s'en trouve amélioré et proche de +6% pour 2015. L'inflation sera mieux contenue, ce qui améliorera aussi les chances de nouvelles baisses de taux et de politiques monétaires plus souples. Les actions chinoises bénéficient aussi d'un potentiel plus élevé de croissance des profits et leur valorisation reste attractive historiquement (1.7x PB et 12.6x PE). Les actions chinoises méritent une surpondération, comme celles de certains marchés émergents bénéficiant de la

reprise du commerce mondial et de la baisse du pétrole (Taiwan, Corée, Inde, Thaïlande, Singapour). Les pays émergents profiteront d'un arbitrage et d'un repositionnement en dehors du marché américain en faveur des marchés émergents.

Actions – secteurs/thématique: surpondérer Energie-Cyclique-Infrastructure-Energies alternatives

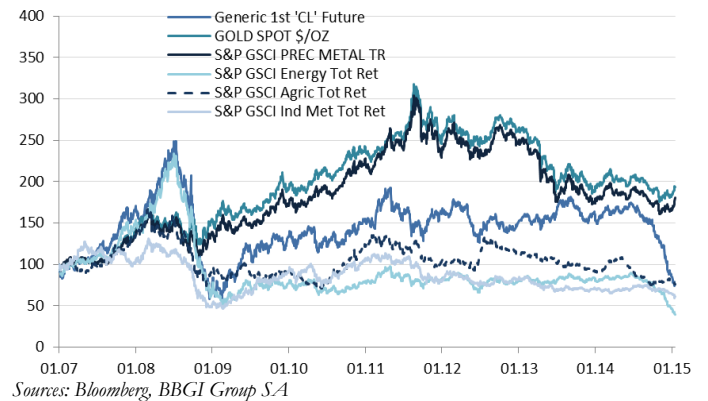
La chute du pétrole a fortement impacté le secteur énergétique mondial et les titres des énergies alternatives. Ces secteurs profiteront du rebond du brut vers 60\$, puis 80\$ en 2015, qui interviendra avec une reprise de la croissance mondiale (+3.5%) et une hausse de la demande. La reprise du cycle d'investissement (CAPEX), aux Etats-Unis notamment bénéficiera aux valeurs cycliques, mais aussi aux valeurs technologiques. Les sociétés des secteurs éolien et solaire ont été injustement pénalisées par la chute du brut. Elles sont particulièrement sous-évaluées et devraient rapidement enregistrer des progressions de cours à deux chiffres.

Matières premières : surpondérer l'énergie et les métaux précieux

L'année 2014 n'aura pas été celle des matières premières, malgré une croissance mondiale à nouveau supérieure à la moyenne. L'effondrement des cours du brut de -60% des sept derniers mois évoqué dans notre dernière analyse hebdomadaire trouve pourtant difficilement une justification dans les fondamentaux du marché. Cela dit, la baisse actuelle risque bien d'avoir comme premier effet une diminution peut-être brutale de la production. Les champs pétroliers conventionnels et les sites de production de pétrole/gaz de schistes aux coûts de production plus élevés devraient rapidement se trouver en difficulté. Avec une hausse de la demande prévue par l'IAIE en 2015 et une diminution de la production probablement aux Etats-Unis plutôt qu'en Arabie Saoudite, les cours du brut devraient rapidement rebondir. Du côté des métaux précieux l'abondance de liquidités et un renversement des paramètres de l'offre et de la demande pourrait enfin soutenir une nouvelle hausse de l'or et de l'argent.

L'offre spéculative s'est tarie, les banques centrales resteront acheteuses, tandis que la demande de bijouterie demeure forte et que la production des mines diminue. Globalement, les cours de nombreuses matières premières sont proches de leurs coûts de production.

Cours des matières premières



Devises : rebond possible de l'euro, du yen et des devises liées aux matières premières

Les fondamentaux suggèrent toujours une conjonction de facteurs favorable au dollar, au moment où la mise en œuvre du QE européen devrait avoir un effet négatif sur l'euro. Mais la hausse du dollar est déjà conséquente en 2014 et intègre certainement déjà une anticipation de l'action de la BCE. Une stabilisation de l'euro/dollar entre 1.16 et 1.25 sera nécessaire pour développer les effets attendus sur l'inflation et sur la compétitivité européenne. Une nouvelle tendance haussière des matières premières devrait également favoriser le retour des investisseurs sur le dollar canadien et dollar australien.

Conclusion

La liquidité mondiale restera abondante grâce au QE européen et japonais. Les risques déflationnistes en Europe retiennent la hausse de taux. Les perspectives de croissance mondiale sont favorables aux actions, aux matières premières et à l'immobilier. La prise de risque devrait encore être rémunérée en 2015.

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@bbgi.ch - www.bbgi.ch