



Rapport de Gestion au 30 septembre 2014

Rétrospective générale

Le premier semestre avait été marqué par une irrésistible progression de l'ensemble des classes d'actifs. Tout montait sauf la volatilité. Même les obligations au rendement pourtant si faible avaient surpris la majorité des investisseurs en imprimant un rythme endiablé. Ceci pouvait-il durer encore longtemps ? La volatilité, grande absente du premier semestre, a tout au long de ce trimestre estival regagné un peu d'emprise sur les marchés. Ainsi, alors que tout avait semblé facile pendant les six premiers mois, les choses se sont un peu compliquées sans pour autant devenir problématiques.

Les crises géopolitiques se sont accentuées (Ukraine, Palestine, Moyen-Orient, Ecosse, Hong-Kong, Ebola...) et ont, par intermittence, pesé sur les marchés sans parvenir à s'imposer comme vecteur principal. Un peu au milieu de l'été, la crise ukrainienne est parvenue à émouvoir quelques jours mais sans effet durable. Si les difficultés ne manquent pas, personne ne soupçonne encore une thématique assez puissante pour bouleverser durablement les équilibres financiers.

La divergence économique entre les USA et l'Europe s'accroît

Ce sont donc encore une fois les chiffres économiques, les interventions et les commentaires des banquiers centraux qui ont mobilisé l'intérêt des marchés. Dans les grandes lignes, on retiendra surtout la confirmation des divergences économiques et monétaires entre les USA - qui vont de mieux en mieux - et le reste du monde, et tout particulièrement l'Europe, qui est à la peine.

Les statistiques américaines n'ont cessé de surprendre et de marquer la solidité de la reprise économique. La confiance des ménages et des industriels est au sommet. Point d'orgue de cette santé retrouvée, le chômage continue de baisser justifiant la confiance de tous. Sans surprise, la Fed a confirmé la sortie du « quantitative easing » ou remplacé par le terme français en octobre et la remontée progressive des taux à partir de 2015. En dépit de sa détermination affichée, la Fed continue néanmoins à noter que sa décision restera conditionnée par le niveau de l'emploi et qu'en l'absence de véritables tensions, rien ne presse.

Pendant ce temps, les choses semblent au contraire se précipiter en Europe. Les espoirs de début d'année se sont évanouis pendant l'été. La France et l'Italie continuent à s'enliser, sans surprise. Mais l'Allemagne semble peiner à son tour et a perdu l'allant de 2013. Si la crise ukrainienne n'a pas aidé, c'est aussi que les partenaires économiques de l'Allemagne ne vont pas bien : l'Europe, bien sûr, mais aussi la Chine qui ne parvient pas à rebondir.

La BCE sur les traces de la Fed : déjà cinq ans de retard...

L'inflation continue à baisser et se rapproche désormais des zones dangereuses de la déflation. Mais le paradoxe est là : quand rien ne va plus, tout va mieux ! En effet, Super-Mario, loin de baisser la garde, a réagi promptement en baissant les taux de dépôt en territoire négatif et en amorçant - finalement - des mesures non conventionnelles. Il a indiqué sa volonté farouche d'empêcher à tout prix la déflation. Le retard de l'Europe est affligeant : quand celle-ci se décide enfin à mettre en œuvre une politique quantitative (sans oser la nommer), les USA en sortent. Cependant le premier effet de ce découplage monétaire a été la montée explosive du dollar revenu au plus haut depuis 4 ans et la baisse parallèle de l'Euro (-10% sur les extrêmes) qui devrait donner un regain de compétitivité aux entreprises européennes.

Pour compléter ce panorama, nous noterons que le Royaume resté « Uni » après le référendum écossais a néanmoins perdu de sa superbe et présente désormais des indicateurs économiques plus en phase avec ceux du continent. La Chine, quant à elle, n'est pas parvenue à maintenir le regain de forme enregistré au tout début de l'été et connaît à nouveau un environnement de croissance 'molle' de 7% sans que le politique n'agisse.

La hausse du dollar : véritable événement de l'été

La confirmation du découplage économique et monétaire entre les USA et le reste du monde a eu comme premier effet de rebattre les cartes concernant la valorisation des monnaies. Tandis que celles-ci avaient découragé les meilleures volontés en restant statiques, le dollar est sorti de sa réserve en s'appréciant face à toutes les autres monnaies.

Marchés actions et obligataires

La fin de cette atonie a progressivement touché les autres classes d'actifs. Ce chamboulement marquait enfin le retour d'une certaine volatilité. Les marchés actions ont soufflé le chaud et le froid pour terminer en baisse avec beaucoup de dispersion. Grandes perdantes du trimestre, les actions émergentes ; après avoir pourtant franchi des sommets sur trois ans au tout début septembre. Si le marché du crédit a été volatil de mois en mois, il finit malgré tout sans changement majeur. En revanche, les obligations européennes se sont fortement appréciées (+3% en moyenne, ce qui laisse songeur au regard du rendement à 10 ans en Suisse et en Allemagne respectivement à 0,49% et 0,94%). Les obligations américaines sont restées cramponnées à un trading range sans parvenir à en sortir. Ce sont finalement les matières premières qui ont été le plus malmenées :

Taux de change

Une fois n'est pas coutume, les choses bougent de manière plus marquée au troisième trimestre, avec un rebond très fort du dollar US face à toutes les monnaies, sur fond de croissance plus convaincante, de taux plus élevés et de rumeurs d'une hausse du taux directeur peut-être plus rapide que prévu jusque-là. Les autres monnaies fluctuent moins, avec cependant une livre sterling qui reste plus solide depuis quelques mois, également soutenue par une croissance et une inflation légèrement plus marquées. Nos portefeuilles ont une exposition globalement neutre aux différentes monnaies.

Matières premières

Après un début d'année en hausse, les matières premières ont vu leurs pertes s'accroître au troisième trimestre. Le pétrole en particulier chute de près de 14%, mais l'or également perd presque 10% et le cuivre 6%. La dynamique récente des prix, couplée à des moteurs de croissance (Chine) à l'arrêt justifient un positionnement encore défensif sur cet actif.

Evolution de la part

Depuis le début de l'année, la valeur du segment A (« croissance ») est passée de EUR 179.76 à EUR 193.70, soit une performance en EUR de +7.75% sur 9 mois (ou +6.15% en CHF, +0.88% en GBP et -1.23% en USD). La valeur du segment B (« conservateur ») est passée de EUR 153.20 à EUR 154.70, soit une performance en EUR de +0.98% sur 9 mois (ou -0.53% en CHF, -5.46% en GBP et -7.44% en USD).



La valeur du segment C est passée de CHF 106.39 à CHF 111.45, soit une performance en CHF de +4.76% sur 9 mois (ou +6.34% en EUR, -0.44% en GBP et -2.52% en USD).

Stratégie d'investissement

Notre analyse du cycle économique nous confirme le ralentissement économique global et le retour dans un cycle de désinflation et de politiques monétaires accommodantes. Cependant, une analyse par zone montre que les USA restent en croissance avec une inflation proche de l'équilibre et une politique monétaire neutre. Cette dichotomie est au cœur des prochains mouvements des marchés. Nous pensons que les actions européennes profiteront de la politique de la BCE et d'une valorisation relativement attractive et pourraient rattraper une partie du retard accumulé face aux actions américaines. Si les obligations européennes deviennent de moins en moins attractives en termes de rendement, l'environnement résolument atone leur reste favorable et le risque de dégradation paraît limité. Mais nous leur préférons les emprunts d'entreprise qui garantissent un meilleur rendement. Enfin, rien ne nous permet de penser à ce jour que les matières premières pourraient inverser le cours des choses. Nous restons négatifs sur cette classe d'actif ainsi que sur les actions émergentes.