

## **Billet du Président et des gestionnaires Juillet 2015**

À l'exception des matières premières et placements assimilés, toutes les principales catégories d'actifs ont dégagé des rendements positifs au premier trimestre 2015. Ceci s'explique principalement par le fait que, le 22 janvier, la Banque centrale européenne (BCE) a annoncé qu'elle allait procéder à des rachats massifs d'emprunts d'État de la zone euro, et ce au moins jusqu'en septembre 2016. L'objectif premier de ce programme est de relancer la croissance économique et de contrecarrer le risque de déflation. La conséquence la plus perceptible de cette mesure extraordinaire, souvent baptisée « assouplissement quantitatif » (*quantitative easing*, QE), a été la forte dépréciation de l'euro (-11,2% face au USD au premier trimestre). D'autres autorités monétaires ont elles aussi adapté leur politique. Le 15 janvier, la Banque nationale suisse (BNS) a mis fin au cours plancher du CHF à l'euro, après avoir, 3 ans et demi durant, entretenu un taux de change de 1,20 CHF pour 1 euro. En outre, la BNS et la banque centrale danoise ont introduit des taux négatifs sur les dépôts. Quant à l'autorité suédoise, elle a elle aussi annoncé un programme de QE. De l'autre côté de l'Atlantique, en revanche, le tableau est quelque peu différent. Là-bas, une politique monétaire plus restrictive se profile, puisque la Réserve fédérale américaine (Fed) a signalé qu'elle envisageait de relever ses taux, avec prudence toutefois.

Le deuxième trimestre a été marqué par deux événements majeurs aux conséquences diverses : d'une part, l'amélioration notable des perspectives de croissance et d'inflation des pays développés et, d'autre part, l'aggravation de la crise de la dette grecque. Globalement, ce sont cependant les mauvaises nouvelles qui ont prédominé aux yeux des investisseurs.

### **Les monnaies**

Une amélioration des données économiques américaines et, s'il a lieu, le premier relèvement de taux en 9 ans devraient revigorer le USD par rapport à l'euro et au CHF au deuxième semestre. Une reprise économique au Japon devrait également soutenir le yen, mais seulement face à l'euro et au CHF, pour l'instant.

### **Taux à court terme (perspectives 3 mois)**

D'après nous, la Réserve fédérale américaine devrait rehausser ses taux directeurs à deux reprises : en septembre mais aussi en décembre. Aucun relèvement en vue en revanche dans la zone euro, au Japon ou en Suisse. La conjoncture y est encore trop fragile et les taux d'inflation trop bas.

### **Rendement des emprunts d'Etat à 10 ans (perspectives 3 mois)**

Les rendements des emprunts d'État allemands ont gagné 80 points de base depuis le mois d'avril à la faveur d'une embellie des perspectives conjoncturelles et de prévisions d'inflation dans la zone euro en hausse. Nos projections sont supérieures à celles du consensus pour l'Allemagne et identiques pour les autres pays.

### **Inflation en 2015**

Au sein de la zone euro, nous tablons à présent sur un renchérissement du coût de la vie non plus nul, mais de 0,6%. Il faut dire que l'inflation sous-jacente a progressé depuis janvier et que la chute des prix de l'énergie a quelque peu décéléré. Cette tendance est appelée, selon nous, à perdurer jusqu'à la fin de l'année. Nos prévisions sont désormais supérieures à celles du reste des analystes, que ce soit pour les États-Unis ou pour la zone euro.

## **Perspectives**

Au regard des signaux conjoncturels globalement réjouissants dans la plupart des pays développés, nous maintenons nos prévisions de croissance économique jusqu'à la fin de l'année. Nous avons porté à 80%, contre 50% auparavant, la probabilité de survenance de notre scénario principal « Poursuite de la reprise malgré des vents contraires ». Les États-Unis devraient, selon nous, sortir du creux de croissance du premier trimestre. Le secteur des services en particulier devrait connaître une évolution positive, tandis que l'industrie manufacturière ne croît pas encore. En Europe, nous tablons toujours sur une reprise économique. La faiblesse de l'euro est un avantage concurrentiel pour de nombreuses entreprises européennes, car il baisse le coût des exportations vers les pays hors zone euro. Les fortes injections de liquidités par la BCE constituent un autre facteur de soutien qui profite à l'octroi de crédits par les banques et à la demande de crédits des entreprises. Concernant l'économie japonaise, nous sommes désormais plus confiants et attendons un taux de croissance annuel de 0,9%. À l'inverse, la situation reste peu réjouissante pour les pays émergents qui peinent à trouver de nouveaux modèles de croissance sur fond de baisse des prix des matières premières. Tandis que les efforts déployés en Inde, au Mexique et en Chine pour réaliser des réformes nous semblent encourageants, la Russie et le Brésil ne devraient pas connaître d'essor conjoncturel durable.

La question de l'avenir de la Grèce devrait continuer d'occuper tous les acteurs du marché. Qu'une solution (politique) soit apportée, sous une forme ou une autre, à la crise de la dette publique grecque ou non – de fortes fluctuations de cours ne sont pas exclues. Tout au moins, le risque de contagion semble en grande partie écarté pour les autres États périphériques de la zone euro en raison de leur situation politique plus stable et de l'embellie conjoncturelle.

Jacques-André Schneider  
Président du Conseil de Fondation