



Rapport de Gestion au 31 mars 2015

Rétrospective générale

Les événements géopolitiques n'ont que peu influencé les marchés durant le trimestre et cela promet de durer. L'arrivée au pouvoir en Grèce d'Alexis Tsipras, tant redoutée par les marchés, n'a eu aucun impact, si ce n'est de voir une Europe essayant de parler d'une même voix. Une Europe d'ailleurs plus unie ces derniers mois, marchant d'un même pas contre la barbarie dans les rues de Paris le 12 janvier et négociant avec un certain succès la paix entre l'Ukraine et la Russie. Par ailleurs, les accords de Lausanne sur le nucléaire iranien redessinent un nouvel équilibre dans les relations politiques au Moyen-Orient, alors que les relations Israël - Etats-Unis sont devenues exécrables, que l'Arabie Saoudite essaie de reprendre la main au Yémen et que le conflit Syrien s'enlise inexorablement. Seul le flux des nouvelles macro-économiques et monétaires a guidé les marchés au cours des trois premiers mois de l'année.

Sur le plan des performances, les trimestres semblent se suivre et se ressembler. Les obligations continuent de s'apprécier, tout comme les actions et le crédit. Seules les matières premières baissent, à l'instar des deux précédents trimestres, tandis que le dollar poursuit sa course folle entamée l'été dernier. Cependant, les événements macroéconomiques apportent des nuances et des éclairages nouveaux.

En premier lieu, l'économie américaine, qui affichait jusqu'à peu une solidité sans faille, paraît moins inébranlable. La confiance des entrepreneurs, les indicateurs d'activité dans le secteur manufacturier (indice PMI) et même la consommation se sont retournés. La croissance du dernier trimestre 2014 n'a été que de 2.2%, impactée en partie par la hausse du dollar et par la baisse des dépenses publiques. Les chiffres se sont dégradés au cours du trimestre, entraînant l'indice des « surprises économiques » à son plus bas niveau depuis 2011. Seul l'emploi restait ferme jusqu'à la publication en fin de trimestre de chiffres indiquant un net coup d'arrêt.

A contrario, l'Europe, si mal en point à la fin de l'été dernier, semble faire la course dans l'autre sens et revient très fort en ce début 2015. Plusieurs facteurs macroéconomiques (confiance des ménages et des entrepreneurs, baisse du cours du pétrole, baisse de l'Euro, politique monétaire toujours accommodante) permettent d'espérer une croissance de l'ordre de 1.5% dans la zone Euro.

En revanche, les chiffres dans les autres régions ont été plutôt médiocres, notamment en Chine où le ralentissement de la croissance a lieu plus vite qu'initialement prévu par les autorités chinoises et où il sera certainement difficile de faire mieux que 6.5% de croissance en 2015.

Dans ce contexte de faible croissance et d'inflation toujours déclinante, les banques centrales ont montré dans leur grande majorité des biais accommodants en baissant à nouveau leurs taux d'intervention et/ou en mettant en place (voire en renforçant) des mesures d'assouplissement monétaire. C'est donc bien une véritable guerre des monnaies qui se profile de manière à peine masquée. Aucune Banque Centrale n'est en position d'accepter une appréciation de sa monnaie. La Fed, qui avait pourtant communiqué sur une hausse des taux en 2015, fait mine de reculer et gagne du temps. Les anticipations sur le premier relèvement des taux sont désormais reportées à fin 2015.

Marchés actions et matières premières

L'indice MSCI représentatif des actions internationales exprimé en EUR s'inscrit en progression de 15.3% sur le premier trimestre 2015. Il est à noter que cette progression s'explique très largement par les mouvements de change, en effet, si l'on neutralise l'impact du change, la hausse de l'indice n'est plus que de 4.9%.

Les actions des pays émergents se sont bien comportées sur la période, l'indice MSCI représentatif de ces marchés étant également en hausse de l'ordre de 15%.

Enfin, au niveau sectoriel, on notera une hausse relativement homogène des différents indices, avec toutefois une sur-performance du secteur de la santé (en hausse de 22%) et une sous-performance de l'énergie, en hausse de 8% environ.

Marchés monétaires et obligations

Si la Suisse est encore le seul pays avec des taux longs négatifs, les taux gouvernementaux allemands à 10 ans sont inférieurs à 0.20% et les taux français à 0.50%.

Ainsi, les obligations libellées en Euros ont terminé le trimestre en hausse significative au 1er trimestre (+4.4% pour l'indice JP Morgan EMU Govt.). Exprimé en euros, l'indice global des obligations d'état est également extrêmement bien orienté (+10.7%), notamment grâce à l'appréciation du dollar sur la période.

Les obligations d'entreprise continuent leur progression régulière et terminent en hausse de +1.35%.

L'investissement obligataire, si performant l'année passée et en début d'année 2015, se heurte désormais à un mur, celui des taux négatifs. On comprend bien que le potentiel d'appréciation des obligations est quasiment nul ou négatif alors que le risque a fortement augmenté (hausse sensible de la duration des indices de référence sur les dix dernières années).

Evolution de la part

Depuis le début de l'année, la valeur du segment A (« croissance ») est passée de EUR 196.82 à EUR 213.46, soit une performance en EUR de +8.45% sur 3 mois (ou -5.91% en CHF, +1.10% en GBP et -3.74% en USD).

La valeur du segment B (« conservateur ») est passée de EUR 154.70 à EUR 155.52, soit une performance en EUR de +0.53% sur 3 mois (ou -12.79% en CHF, -6.29% en GBP et -10.78% en USD).

La valeur du segment C est passée de CHF 112.59 à CHF 114.37, soit une performance en CHF de +1.58% (ou +17.09% en EUR, +9.15% en GBP et +3.91% en USD).

Stratégie d'investissement

La politique monétaire désormais mise en œuvre par la BCE semble constituer une nouvelle donne. Pourquoi espérer zéro en prenant du risque alors que l'on peut obtenir de vrais rendements avec la protection des Banques Centrales? Cette thématique nous paraît forte et devrait permettre aux « actifs risqués » de continuer leur progression durant les prochains mois. Les actions des pays développés devraient donc poursuivre sur leur lancée de même que les actions des pays émergents.

Enfin, la destinée des matières premières ne donne pas l'impression d'avoir beaucoup changé ce trimestre avec un pétrole toujours très déprimé. Toutefois, on notera que l'or est resté inchangé et que l'argent s'est apprécié de près de 5%. Dans un contexte a priori défavorable de hausse sensible du dollar et de baisse de l'inflation, la performance est notable. Elle suggère que les métaux précieux, et en particulier l'or, peuvent aussi être perçus comme des monnaies de réserve attractives car par nature elles n'ont pas de bilan (ce qui, dans le contexte actuel de «QE» (quantitative easing) généralisé est un atout considérable). Si elles ne versent pas d'intérêt, au moins ne risque-t-on pas d'encourir de taux négatifs. Dans le nouveau paradigme de guerre des monnaies, l'or redevient ainsi une référence pleine d'attrait aux inconvénients limités.