

	SOUS-PONDÉRÉ -	NEUTRE ○	SURPONDÉRÉ +	VARIATION MENSUELLE
				Variation maximale ◀◀◀ ▶▶▶
CLASSES D'ACTIFS Nous restons neutres à l'égard des classes d'actifs risquées; nous réduisons les obligations à sous-pondérées pour des raisons de valorisation.			Actions Obligations Liquidités Or Pétrole USD	◀ ▶
ACTIONS: PAR RÉGION ET PAR STYLE Les actions émergentes demeurent surpondérées, de même que les actions japonaises, les deux classes d'actifs présentant des valorisations attrayantes.	Europe		Japon Etats-Unis Pacifique Economies émergentes Capitalisations petites et moyennes Valeur	
ACTIONS: PAR SECTEUR Nous renforçons l'exposition aux technologies de l'information et réduisons les services aux collectivités à sous-pondérés, essentiellement pour des questions de valorisation.			Energie Matières premières Industrie Consommation discrétionnaire Biens de conso. courante Santé Finance Informatique Télécommunications Services aux collectivités	▶
TAUX FIXES Le segment high yield demeure notre classe d'actifs de prédilection; nous sécurisons nos gains sur la dette émergente en monnaies locales.			EUR dette souveraine EUR dette indexée sur l'inflation EUR Investment Grade EUR High Yield EUR Investment Grade Dette émergente monnaies locales EM Corporate	▶

L'accélération de la croissance mènera à la hausse des rendements

Pictet Asset Management **Unité Stratégie**

Perspectives mensuelles à trois mois pour l'investisseur en euros

Barometer

Mai 2014

Perspectives mensuelles

Pictet Asset Management
Unité Stratégie

Publié le 5 mai 2014

Vue d'ensemble des marchés

Les valeurs de croissance boudées dans un marché peu volatil

Les actions mondiales ont évolué au sein d'une bande de fluctuation étroite en avril, mais le recul de la volatilité masque la forte chute des valeurs russes et des secteurs orientés sur la croissance, tels que les technologies de l'information et la biotechnologie.

L'indice de référence russe a enregistré son quatrième mois consécutif de baisse, ce qui porte le repli du marché depuis le début de l'année à 14%, les investisseurs redoutant qu'une escalade du conflit en Ukraine donne lieu à de nouvelles sanctions internationales et entraîne la Russie dans la récession. La Chine s'est également inscrite en forte baisse, pénalisée par les craintes d'un ralentissement de la croissance. Sur le plan sectoriel, le schéma des rendements suggère un doute naissant des investisseurs quant aux perspectives des actions caractérisées par des multiples élevés: les valeurs de croissance ont été clairement boudées au profit des titres value. Ce mouvement hors des segments risqués, liées à la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine, s'est reflété dans le recul des titres technologiques et biotech. Les valeurs de l'énergie, de la consommation de base et des services aux collectivités se sont pour leur part inscrites en hausse. Les grandes capitalisations se sont également bien comportées.

Sur les marchés obligataires, les rendements des bons du Trésor américain ont continué d'évoluer au sein la bande de fluctuation qui est la leur depuis trois mois, soit entre 2,60% et 2,80%, les investisseurs attendant de voir dans quelle

mesure l'économie se redressera suite aux difficultés liées aux conditions météorologiques pour évaluer les implications sur le front de la politique monétaire américaine.

Ce paysage contraste avec la situation en Europe, où les obligations d'Etat et les emprunts d'entreprise se sont inscrits en hausse, portés par la possibilité de nouvelles mesures de relance de la part de la Banque centrale européenne en cas d'ancrage de l'inflation à un bas niveau. Les rendements des obligations d'Etat émanant de la périphérie européenne sont tombés à leurs plus bas depuis plusieurs années. Le rendement des obligations d'Etat italiennes à 10 a momentanément touché le niveau de 3,05%, soit son plus bas historique, alors que la Grèce mettait fin à sa quatrième année d'exil des marchés obligataires internationaux avec un emprunt de 3 milliards d'euros sursouscrit plus de cinq fois. Les obligations high yield et investment grade européennes ont elles aussi progressé. Les matières premières ont – dans l'ensemble – affiché une évolution neutre, mais les matières premières agricoles ont poursuivi leur hausse, ce qui porte leurs gains à 20% depuis le début de l'année. Sur le front des monnaies, le won sud-coréen a atteint un plus haut sur six ans par rapport au dollar, l'excédent de la balance extérieure coréenne ayant continué d'augmenter; la livre sterling s'est elle aussi sensiblement raffermie à la faveur de statistiques économiques robustes.

LES VALEURS BIOTECH ET LES TITRES INTERNET PÉNALISÉS PAR LA SORTIE DES VALEURS DE CROISSANCE



Source: Thomson Reuters Datastream

Allocation d'actifs

Positionnement neutre à l'égard des actions, sous-pondération sur les obligations

Nous conservons un positionnement neutre à l'égard des actions, les valorisations intégrant d'ores et déjà l'accélération de la croissance économique sur de nombreux marchés.

A court terme, nous percevons peu de catalyseurs susceptibles de sortir les actions mondiales de la bande de fluctuation étroite au sein de laquelle elles évoluent depuis quelque temps. La politique monétaire n'est pas aussi déterminante qu'elle ne l'était il y a quelques mois: la Fed continue de réduire ses rachats d'actifs, la Banque du Japon n'a pas modifié le rythme de son assouplissement quantitatif et la BCE ne semble pas disposée à adopter de nouvelles mesures de relance avant la fin du deuxième semestre. En outre, la récente baisse du taux des réserves obligatoires pour les banques rurales en Chine ne semble pas encore produire d'effets sensibles sur la croissance. De son côté, l'escalade de la crise en Ukraine devrait également tempérer le sentiment des investisseurs.

Cela étant, nous sommes prêts à revenir à un positionnement positif si une accélération de la croissance des profits et/ou l'adoption de nouveaux programmes de détente monétaire devaient se matérialiser.

Nous avons tout de même réduit notre exposition aux obligations à sous-pondérée. La récente baisse des rendements obligataires réels et nominaux vers le bas de leur bandes de fluctuation (à 2,60% et 0,42% respectivement pour les bons du Trésor à 10 ans) paraît excessive à l'heure où la croissance s'accélère et que l'inflation semble davantage vouée à augmenter qu'à baisser. Le paysage est à peu près le même dans la zone euro. Comme le montre le graphique, les rendements des obligations allemandes ont chuté, malgré la reprise de l'activité économique au sein de la zone euro. Sur le front des monnaies, nous privilégions le dollar; le billet vert devrait continuer de se renforcer, porté par l'embellie conjoncturelle et le dénouement de l'assouplissement quantitatif.

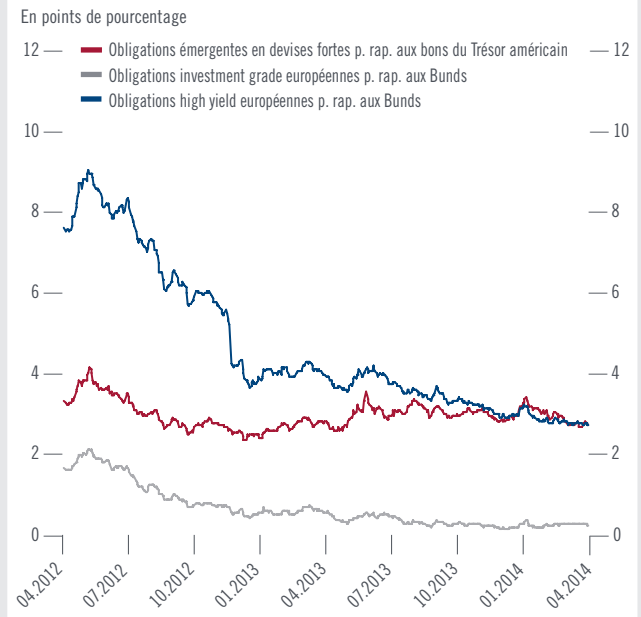
Au vu de l'accélération de nos indicateurs du cycle conjoncturel, les taux

PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

PERFORMANCE: CLASSE D'ACTIFS

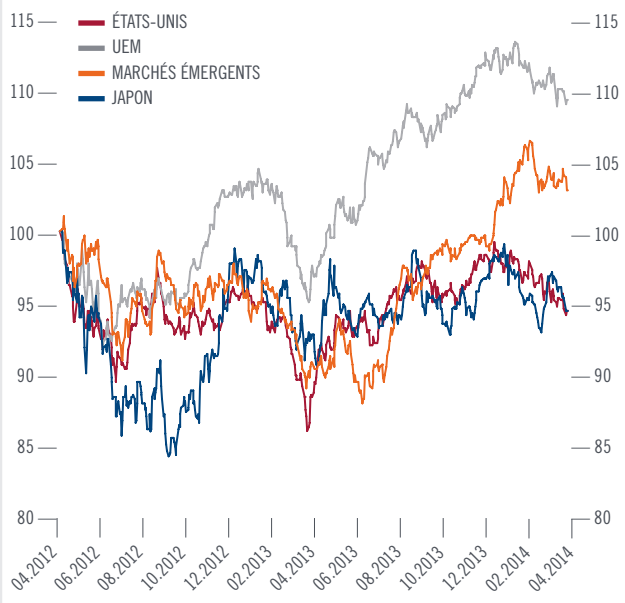


OBLIGATIONS: SPREADS DE LA CLASSE D'ACTIFS



ROTATION SECTORIELLE DES ACTIONS ET PERFORMANCE DES MONNAIES

ROTATION SECTORIELLE DES ACTIONS MONDIALES: PERFORMANCE DES VALEURS CYCLIQUES P. R. AUX VALEURS DÉFENSIVES



MONNAIES P. R. AU DOLLAR



VALORISATIONS: MARCHÉS ACTIONS ET SECTEURS

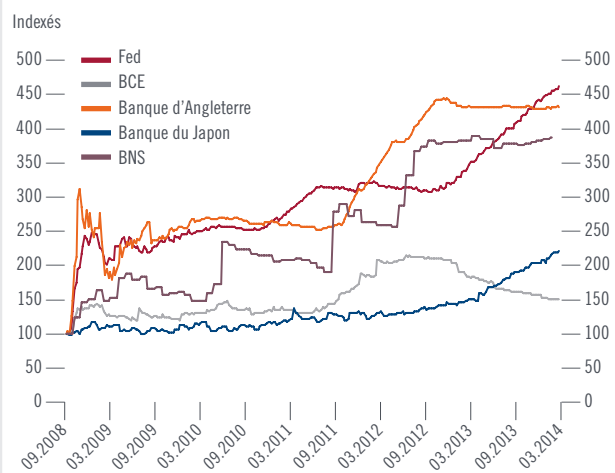
PAYS ET SECTEURS

RÉGIONS MSCI	CROISSANCE DES BPA		CROISSANCE DES VENTES		COURS/BÉNÉFICES		COURS/VAL. COMPTABLE 2014E	COURS/ VENTES 2014E	RENDEMENT DU DIVIDENDE 2014E
	2014	2015	2014	2015	2014	12M			
États-Unis	8%	11%	4%	4%	14.3	15.3	2.3	1.6	2.2%
Europe	8%	12%	1%	4%	13.2	14.2	1.7	1.1	3.4%
UEM	11%	15%	0%	4%	12.7	13.9	1.4	0.9	3.3%
Suisse	5%	11%	3%	5%	14.9	16.0	2.4	2.1	3.1%
Royaume-Uni	6%	9%	1%	3%	12.9	13.6	1.7	1.1	3.7%
Japon	8%	11%	2%	3%	12.9	12.8	1.1	0.6	2.0%
Marchés émergents	12%	10%	7%	7%	9.7	10.4	1.2	0.6	3.0%
Asie hors Japon	13%	11%	6%	7%	10.4	11.1	1.3	0.6	2.8%
Monde	9%	11%	4%	5%	13.2	14.2	1.8	1.1	2.6%

SECTEURS MSCI	CROISSANCE DES BPA		CROISSANCE DES VENTES		COURS/BÉNÉFICES		COURS/VAL. COMPTABLE 2014E	COURS/ VENTES 2014E	RENDEMENT DU DIVIDENDE 2014E
	2014	2015	2014	2015	2014	12M			
Energie	9%	6%	0%	2%	12.0	12.5	1.4	0.7	3.2%
Matériaux	13%	14%	3%	4%	13.0	14.1	1.6	0.9	2.8%
Industrie	13%	13%	3%	4%	14.1	15.2	2.1	0.8	2.5%
Conso. discrétionnaire	8%	16%	5%	6%	13.5	14.9	2.2	1.0	2.2%
Consommation de base	6%	10%	3%	5%	16.9	17.8	3.2	1.1	3.0%
Santé	9%	11%	7%	5%	15.6	16.7	3.1	1.8	2.2%
Financières	8%	12%	5%	6%	11.1	11.9	1.1	1.6	3.5%
Tech. de l'information	13%	11%	4%	6%	13.5	14.4	2.6	1.8	1.8%
Télécommunications	3%	7%	2%	2%	13.7	14.4	1.9	1.2	4.6%
Services aux collectivités	4%	8%	1%	3%	14.1	15.0	1.4	0.9	4.0%

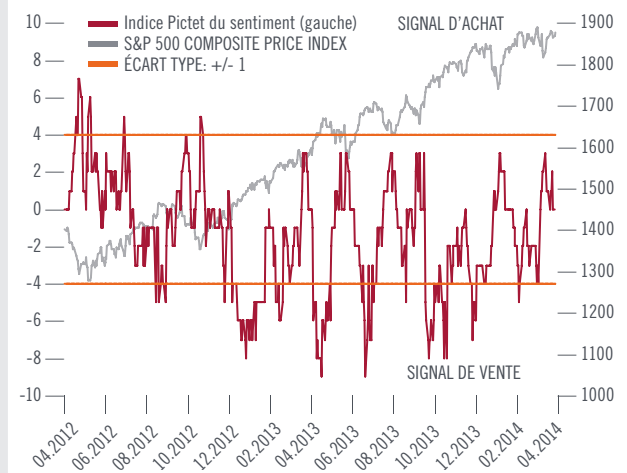
LIQUIDITÉ: LA FED RÉDUIT SES RACHATS D'ACTIFS MAIS POURSUIT SA POLITIQUE DE RELANCE MONÉTAIRE

TAILLE DES BILANS DES BANQUES CENTRALES



INDICATEURS DU SENTIMENT NEUTRES

INDICE PICTET DU CYCLE DU SENTIMENT



de croissance économique pourraient désormais être supérieurs au potentiel dans les pays développés et proches de tels niveaux dans les pays émergents. Aux États-Unis, la croissance s'est inscrite en deçà de nos attentes au premier trimestre (le PIB a progressé de 0,1% seulement sur une base annualisée), mais la production devrait gagner jusqu'à 3% d'ici au mois de juin.

L'accélération des dépenses des entreprises américaines observée récemment constitue un développement particulièrement encourageant, tempéré toutefois par le ralentissement du secteur du logement. Dans la zone euro, nos indicateurs avancés pointent vers la poursuite d'une croissance soutenue, mais suggèrent également la possibilité d'un ralentissement prochain du rythme d'expansion.

Au Japon, le climat des affaires reste morose, les dépenses de consommation, vigoureuses dans la période qui a précédé la hausse de la TVA, s'étant tassées depuis.

La BoJ a récemment revu ses prévisions de croissance à la baisse pour l'exercice en cours, à 1,1%. Nous continuons toutefois de penser que la faiblesse prolongée du yen soutiendra la croissance des exportations au deuxième semestre, tandis que les hausses de salaires atténueront l'impact du relèvement de la TVA.

Du côté des économies émergentes, l'heure est à la reprise et les derniers indices des directeurs d'achat (PMI) sont encourageants. En Chine, si les indicateurs avancés suggèrent une accélération de la croissance au deuxième trimestre, tirée par l'augmentation des exportations et des ventes de détail soutenues, le ralentissement du secteur de la construction ne doit pas être négligé. Globalement, la reprise mondiale demeure l'une des plus faibles en comparaison historique, mais nous continuons de croire à une accélération de l'activité économique en deuxième partie d'année.

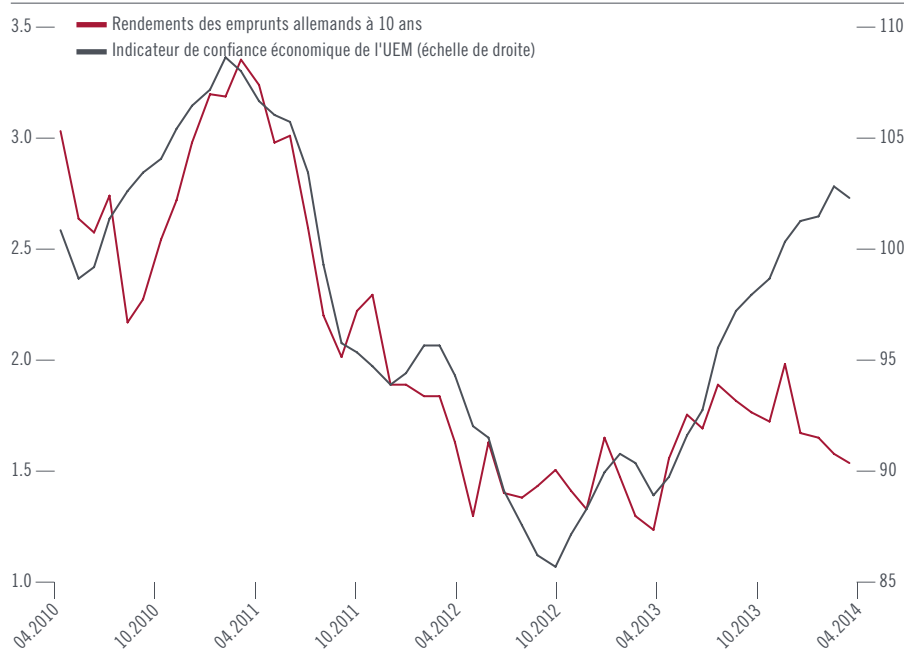
Les conditions de liquidités sont mitigées, les banques centrales semblant avoir réduit leur détente monétaire. La Fed poursuit la diminution progressive de son programme de rachat d'actifs, tandis que la BoJ et la BCE se sont toutes deux abstenues d'adopter des mesures de relance supplémentaires. Bien que la BCE ait exprimé sa préoccupation face à l'actuelle vigueur de l'euro, elle ne devrait pas chercher à affaiblir la monnaie unique par le biais de mesures non conventionnelles si elle n'est pas obligée de réduire ses prévisions d'inflation. La zone euro connaît également une contraction de l'offre de crédits: les prêts bancaires aux entreprises sont en baisse de 3% en glissement annuel alors la croissance de la masse monétaire (M3) ralentit.

Cette évolution diffère sensiblement de la situation qui prévaut aux États-Unis où les prêts des banques augmentent, compensant le retrait des injections de liquidités de la Fed.

Nos indicateurs du sentiment n'émettent pas de signaux clairs. Le sentiment des investisseurs, jusqu'à récemment extrêmement haussier et présageant une correction du marché, est redescendu à des niveaux plus contenus. En outre, les flux de capitaux vers les fonds de placement en actions, bien que positifs, n'ont pas augmenté suffisamment rapidement pour laisser croire à un optimisme du marché. Les hedge funds ont eux aussi réduit leur exposition aux actions.

Sur le front des valorisations, la dette d'entreprise investment grade est la classe d'actifs la plus chère selon notre analyse, avec des rendements toujours proches de leurs plus bas historiques. S'agissant des actions mondiales, une augmentation des bénéfices des entreprises semble nécessaire pour que la classe d'actifs s'inscrive à nouveau en hausse. Alors que les conditions de liquidité sont appelées à se resserrer, les valorisations actuelles des actions mondiales, à de 14,2x les bénéfices futurs estimés, semblent peu attrayantes en l'absence d'une progression des profits.

BAISSE DES RENDEMENTS OBLIGATAIRES ALLEMANDS MALGRÉ L'AMÉLIORATION DES CONDITIONS ÉCONOMIQUES



Source: Thomson Reuters Datastream

Surpondération des marchés émergents et du Japon par rapport à l'Europe; exposition accrue aux valeurs technologiques

L'allocation régionale demeure inchangée, avec une surpondération du Japon et des marchés émergents et un positionnement prudent à l'égard de l'Europe.

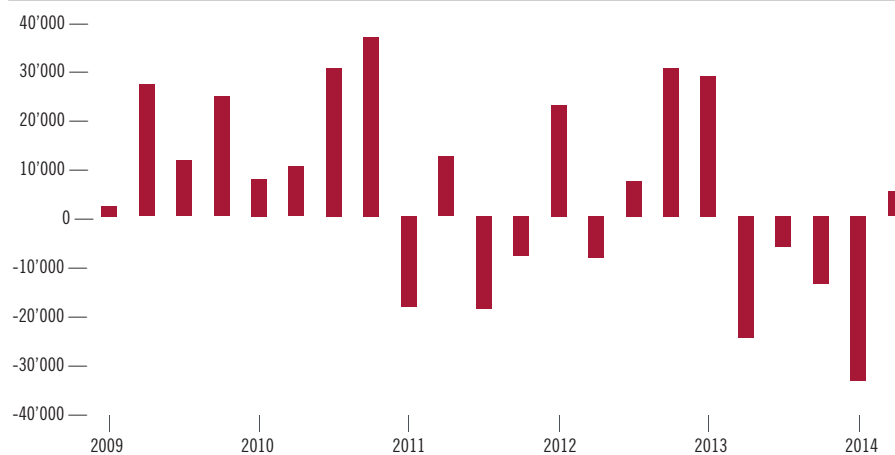
Le Japon affiche des valorisations très intéressantes et les responsables politiques sont déterminés à relancer l'économie. A 10%, la décote du marché par rapport aux actions mondiales est la plus importante en comparaison historique, alors que les bénéfices des entreprises nippones devraient profiter d'un soutien supplémentaire via le fléchissement du yen. Autre atout: après avoir sensiblement réduit leurs participations en mars dernier, les investisseurs étrangers commencent à accroître leur exposition aux marchés japonais.

L'accélération de la croissance mondiale devrait stimuler les exportations des économies en développement, et par répercussion soutenir les actions des marchés émergents.

Bien que les investisseurs restent prudents à l'égard des actions émergentes, les flux de capitaux vers la classe d'actifs se sont récemment inscrits en territoire positif (voir graphique). Sachant en outre que les valeurs émergentes se traitent à un ratio cours/bénéfices de 10,3x les bénéfices estimés à 12 mois et que les marges de profit des entreprises se situent d'ores et déjà à des plus bas historiques, les valorisations nous semblent extrêmement attrayantes. De plus, la prudence des investisseurs à l'égard des perspectives de croissance en Chine nous paraît excessive. Si le risque d'une escalade du conflit en Ukraine nous a conduits à réduire encore notre exposition aux actions russes, nous percevons de multiples opportunités sur les marchés jouissant d'excellentes perspectives de croissance, tels que les Philippines.

Nous conservons un positionnement neutre à l'égard des actions américaines. L'amélioration des conditions économiques et des profits des entreprises est contrebalancée par des valorisations élevées (les actions semblent particulièrement chères sur la base de multiples à long terme

LÉGÈRE AMÉLIORATION DES FLUX DE CAPITAUX VERS LES ACTIONS ÉMERGENTES (MILLIONS DE DOLLARS)



Source: EPFR Global

ajustés des variations cycliques tels que le ratio cours/bénéfices de Shiller).

Les investisseurs sont également fortement surpondérés en actions américaines, ce qui limite le potentiel de hausse. Une surperformance des valeurs US est toutefois à prévoir en cas d'intensification des risques géopolitiques.

S'agissant des flux d'investissement, les actions européennes demeurent l'une des classes d'actifs les plus populaires aux yeux des investisseurs mondiaux. Nous adoptons un positionnement plus prudent, du moins à court terme. Les crédits bancaires sont faibles, la vigueur de la monnaie pèse sur les perspectives de la région, et le risque de désinflation subsiste. Quant à la BCE, elle ne semble pas disposée à adopter des mesures de relance monétaire avant l'été. De plus, par rapport aux actions mondiales, les actions européennes se traitent à leurs plus hauts niveaux depuis 2003 sur la base du ratio cours/bénéfices.

En termes sectoriels, comme nous le faisons depuis un certain temps déjà, nous surpondérons les secteurs les plus exposés au cycle économique. Les marchés évoluant au sein d'une bande de fluctuation, la recherche de valeur devrait se poursuivre.

Nous surpondérons l'énergie, les matériaux et l'industrie. Après une période de faiblesse, la technologie est relevée à surpondérée, les perspectives de croissance du secteur restant intactes à nos yeux. Il convient de noter que la récente sous-performance des valeurs technologiques est en grande partie attribuable au fort repli de quelques titres internet; les grands groupes technologiques ont en revanche annoncé une croissance soutenue et s'échangent à des multiples attractifs. Nous surpondérons également la finance.

Nous réduisons l'exposition aux services aux collectivités – le secteur le plus performant cette année –, toute hausse des rendements obligataires étant appelée à diminuer l'attrait du rendement des dividendes de ces titres. La santé et les télécommunications comptent également parmi les secteurs défensifs susceptibles d'être malmenés en cas d'accélération de la croissance. Parmi les secteurs cycliques, nous continuons pour l'heure de sous-pondérer la consommation discrétionnaire.

Obligations

Surpondération du segment high yield maintenue

Depuis le début de l'année, les marchés obligataires ont dégagé des performances soutenues, dans un contexte caractérisé par la baisse de l'inflation, le fléchissement de l'économie américaine, et le quasi statu quo des politiques monétaires dans le monde développé. Les bons du Trésor américain à 10 ans ont généré 4%, les Bunds allemands plus de 5% et les marchés de la périphérie de la zone euro plus de 10%.

Ces gains ont entraîné les valorisations de certaines classes d'actifs obligataires à des niveaux excessivement élevés. En conséquence, et dans la mesure où nous n'anticipons pas de mesures de relance supplémentaires de la part de la BCE avant le deuxième semestre, nous avons réduit la durée de notre portefeuille obligataire.

Les perspectives des obligations européennes à haut rendement demeurent attrayantes toutefois, raison pour laquelle nous maintenons la surpondération de la

classe d'actifs. Même si l'offre d'émissions high yield est proche de niveaux records, la qualité des entreprises émettrices reste élevée, la plupart des nouveaux emprunts jouissant de notations comprises entre BB+ et BB-. Parallèlement, les taux de défaut parmi les émetteurs non investment grade devraient s'inscrire en baisse cette année – passant de 3,5% actuellement à 2,5% selon Moody's. En outre, la courte durée des titres high yield par rapport aux autres classes d'actifs obligataires (voir graphique) devrait servir de protection en cas de hausse des rendements des obligations de référence (voir graphique).

Des risques subsistent toutefois. Sur le marché américain, les émissions d'obligations offrant aux investisseurs une protection moindre ont augmenté – une évolution similaire en Europe constituerait un signal d'alarme. En outre, les sociétés tendent de plus en plus à utiliser les produits

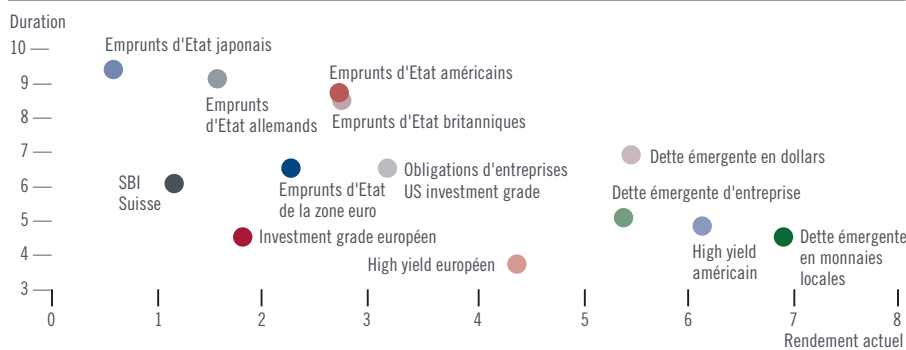
des obligations à des fins autres que le refinancement des emprunts existants (pour des acquisitions, par exemple), ce qui peut être source de risques.

Nous avons réduit notre exposition à la dette émergente en monnaies locales après le récent rebond du marché. Bien que les obligations émergentes en monnaies locales présentent un fort potentiel à moyen terme – conjuguant portage élevé et faible durée –, la probabilité de gains à très court terme semble limitée. Nous avons financé ce changement d'allocation en relevant l'exposition à la dette émergente libellée en dollars de sous-pondérée à neutre.

Olivier Ginguené, *Chairman*
Pictet Asset Management Strategy Unit

Luca Paolini, *Chief strategist*
Pictet Asset Management

DURÉE, ANNÉES, PAR RAP. AU RENDEMENT, EN %, POUR LES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS OBLIGATAIRES, AU 30 AVRIL 2014



Source: Pictet Asset Management

L'UNITÉ STRATÉGIE DE PICTET ASSET MANAGEMENT

L'unité Stratégie de Pictet Asset Management (PSU) est l'unité chargée de fournir un cadre d'allocation d'actifs couvrant les actions, les obligations, les devises et les matières premières.

Chaque mois, elle établit une politique globale basée sur l'analyse des éléments suivants:

- **cycle conjoncturel:** indicateurs avancés développés à l'interne, inflation
- **liquidité:** politique monétaire, variables crédit/liquidités
- **valorisations:** prime de risque des actions, écart de rendement, multiples vs moyenne historique
- **sentiment:** indice de sentiment Pictet (enquêtes auprès des investisseurs, indicateurs tactiques)

Ce document est uniquement destiné à la distribution aux investisseurs professionnels. Il n'est toutefois pas destiné à être distribué à des personnes physiques ou à des entités qui seraient citoyennes d'un Etat ou auraient leur résidence dans un lieu, un Etat, un pays ou une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication ou son utilisation seraient contraires aux lois ou aux règlements en vigueur.

Les informations utilisées pour préparer le présent document sont réputées fiables, mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Toute opinion, estimation ou prévision est susceptible d'être modifiée à tout moment et sans préavis. Avant d'investir dans un fonds géré par Pictet, les investisseurs doivent prendre connaissance de son prospectus (ou document équivalent). Le traitement fiscal dépend de la situation personnelle de chaque investisseur et peut faire l'objet de modifications. La performance passée ne garantit pas les performances futures. La valeur des investissements et leurs revenus peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et ne sont pas garantis. Vous êtes susceptible de ne pas récupérer le montant initialement investi.

Le présent document a été publié en Suisse par Pictet Asset Management SA et, dans le reste du monde, par Pictet Asset Management Limited, entité agréée par et soumise à la surveillance de la Financial Conduct Authority. Il n'est pas autorisé à la reproduction ou à la distribution, en partie ou en totalité, sans leur autorisation préalable.

Au Royaume-Uni, les fonds à compartiments multiples Pictet et Pictet Total Return sont des véhicules de placement collectif domiciliés au Luxembourg et reconnus selon la Section 264 du Financial Services and Markets Act 2000. Les fonds suisses Pictet sont uniquement enregistrés pour distribution en Suisse en vertu de la loi sur les fonds de placement et sont considérés au Royaume-Uni comme des véhicules de placement collectif non réglementés. Le groupe Pictet gère des hedge funds, des fonds de hedge funds et des fonds de private equity qui ne sont pas autorisés à la distribution publique au sein de l'Union européenne. Ces fonds sont considérés au Royaume-Uni comme des placements collectifs non réglementés.

Pour les investisseurs australiens, Pictet Asset Management Limited (ARBN 121 228 957) est exemptée de l'obligation d'être titulaire de la licence australienne de prestataire de services financiers prévue par le Corporations Act 2001. Pour les investisseurs américains, les parts vendues aux Etats-Unis ou à des US Persons ne sont vendues que dans le cadre de placements privés auprès d'investisseurs accrédités («accredited investors») en vertu des exemptions d'enregistrement auprès de la SEC prévues à la Section 4(2) et dans la Regulation D de la Loi de 1933, et auprès de clients qualifiés tels que définis dans la Loi de 1940. Les parts des fonds Pictet ne sont pas enregistrées en vertu de la Loi de 1933 et ne sauraient donc être offertes ou vendues, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à toute US Person, à l'exception des transactions qui ne violent pas les lois sur les valeurs mobilières aux Etats-Unis. Les sociétés de gestion de fonds du groupe Pictet ne seront pas enregistrées en vertu de la Loi de 1940.

© Copyright 2014 Pictet – Publié en mai 2014.