

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | SOUS-PONDÉRÉ<br>— | NEUTRE<br>○                         | SURPONDÉRÉ<br>+                     | VARIATION<br>MENSUELLE | Variation maximale |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|------------------------|--------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     |                                     | ◀◀◀                    | ▶▶▶▶               |
| <b>CLASSES D'ACTIFS</b><br>Nous conservons un positionnement neutre à l'égard des actions, relevons l'exposition au pétrole et réduisons le dollar américain à une légère surpondération.                                                                                                       |                   | Actions                             |                                     |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   | Obligations                         |                                     |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | Liquidités                          |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | Or                                  |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | Pétrole                             |                        | ▶                  |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | USD                                 | ◀                      |                    |
| <b>ACTIONS: PAR RÉGION ET PAR STYLE</b><br>La pondération de l'Europe est relevée à neutre, compte tenu de la détente des valorisations, de l'amélioration des conditions de liquidité et du fléchissement de l'euro; nous réduisons l'exposition aux Etats-Unis à une légère sous-pondération. |                   | Japon                               |                                     |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   | Etats-Unis                          |                                     | ◀                      |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   | Europe                              |                                     |                        | ▶▶                 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   | Pacifique                           |                                     |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | Economies émergentes                | ◀                      |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   | Capitalisations petites et moyennes |                                     |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   | Valeur                              |                                     |                        |                    |
| <b>ACTIONS: PAR SECTEUR</b><br>Nous relevons l'exposition à l'énergie pour des questions de valorisation, mais aussi en raison de risques géopolitiques croissants. Nous réduisons la consommation discrétionnaire à une légère sous-pondération.                                               |                   |                                     | Energie                             |                        | ▶                  |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | Matières premières                  |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | Industrie                           |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   | Consommation discrétionnaire        |                                     | ◀                      |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | Biens de conso. courante            |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   | Santé                               |                                     |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | Finance                             |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | Informatique                        |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   | Télécommunications                  |                                     |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   | Services aux collectivités          |                                     |                        |                    |
| <b>OBLIGATIONS</b><br>Nous privilégions la dette émergente en devises fortes et la dette émergente d'entreprise; la sous-pondération des emprunts d'Etat reste inchangée.                                                                                                                       |                   | EUR dette souveraine                |                                     |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | EUR Investment Grade                |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | EUR High Yield                      |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | Dette émergente monnaie forte (USD) |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   | Dette émergente monnaies locales    |                                     |                        |                    |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                   |                                     | EM Corporate                        |                        |                    |

# Divergence des politiques monétaires

Pictet Asset Management **Unité Stratégie**

Perspectives mensuelles à trois mois pour l'investisseur en euros

# Barometer

Septembre 2014

# Perspectives mensuelles

Pictet Asset Management  
Unité Stratégie

Publié le 1er septembre 2014

## Vue d'ensemble des marchés

### Les actions mondiales et le dollar toujours orientés à la hausse; l'euro sous pression

Les actions mondiales se sont inscrites en modeste hausse en août, sur fond d'attentes croissantes d'un assouplissement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne visant à stimuler la croissance économique et à éviter la déflation (voir graphique). L'indice S&P 500, également soutenu par des statistiques économiques encourageantes aux Etats-Unis, a dépassé la barre des 2000 points pour la première fois. Le rallye a été emmené par les valeurs financières, perçues comme les principales bénéficiaires de prêts bon marché en provenance de la BCE. Des publications de résultats positives pour le deuxième trimestre, accompagnées de surprises sur le front des bénéfices sur les trois marchés majeurs, ont elles aussi eu un impact positif. La perspective de mesures de relance supplémentaires dans la zone euro a porté les valeurs émergentes à un nouveau plus haut sur trois ans, l'Amérique latine et l'Europe orientale surperformant les autres marchés. La crise ukrainienne n'ayant pas empiré, cela a également soutenu les actions en Russie et dans la région. Les emprunts des marchés émergents au sens large ont enregistré des gains marginaux, la dette libellée en dollars s'imposant toujours comme la classe d'actifs obligataire la plus performante depuis le début de l'année.

Les actions japonaises ont sous-performé les autres grands marchés, perdant 1,7% sur le mois en dollars. Les perspectives économiques du pays se sont détériorées, avec une chute du PIB de 6,8% au deuxième trimestre en glissement annuel, imputable aux effets de la hausse de la TVA entrée en vigueur en avril.

Les attentes de mesures supplémentaires de la part de la BCE ont dopé les emprunts d'Etat de la région. Les taux de référence en Allemagne, en Italie et en Espagne notamment ont touché leur plus bas niveau depuis l'introduction de l'euro, alors que le taux d'intérêt au jour le jour au sein de la zone euro passait pour la première fois en territoire négatif.

Sur le front des monnaies, l'euro a atteint son plus bas niveau sur 11 mois par rapport au dollar, tandis que le billet vert atteignait un plus haut sur un an face à un panier de grandes devises. La progression de la monnaie américaine a soutenu les actifs libellés en dollars, y compris la dette US à haut rendement, qui s'est révélée la classe d'actifs obligataire la plus performante du mois, avec un gain de 1,5%. La hausse du dollar a mis les prix des matières premières sous pression, le pétrole reculant de près de 3% sur le mois.

## Allocation d'actifs

### Maintien d'une exposition neutre aux actions; réduction de la surpondération du dollar

Nous conservons une exposition neutre aux actions, car la reprise économique aux Etats-Unis est contrebalancée par un ralentissement de la dynamique en Europe et au Japon, tandis que les mesures monétaires mises en œuvre par les banques centrales offrent un environnement propice à la détention d'actifs risqués.

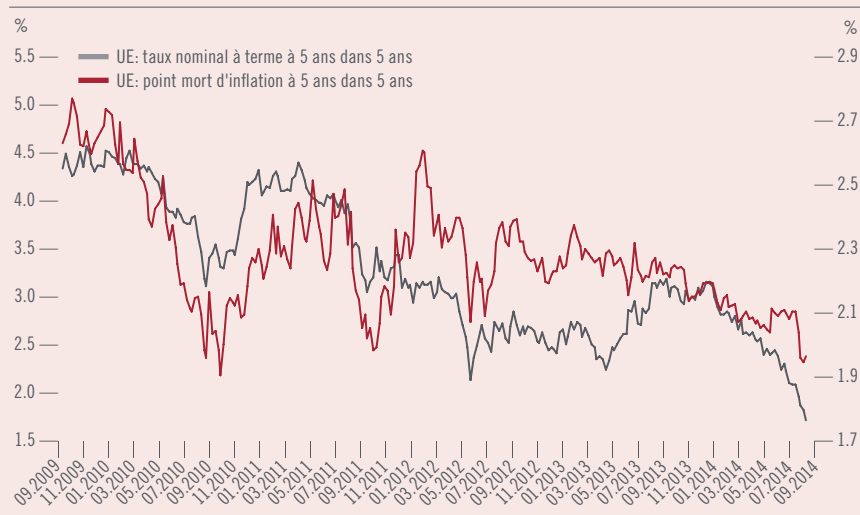
Nous continuons de sous-pondérer les obligations des marchés développés, dont les rendements bas ne sont pas durables.

L'exposition au dollar est réduite à une légère surpondération après la hausse qui a porté le billet vert à son plus haut niveau sur 11 mois par rapport à l'euro. Enfin, compte tenu de l'intensification des risques géopolitiques, l'exposition au pétrole est relevée de neutre à légèrement surpondérée.

Nos indicateurs du cycle conjoncturel s'inscrivent désormais en territoire neutre, sur fond de divergence croissante des conditions économiques entre les Etats-Unis et les autres pays développés. Outre-Atlantique, l'accélération de l'activité manufacturière et la reprise de certains segments du secteur du logement suggèrent une croissance sous-jacente proche de 2,5%-3% pour la première économie mondiale. La hausse du taux d'utilisation des capacités indique une augmentation des dépenses d'investissement des entreprises, lesquelles pourraient progresser de 11% en rythme annualisé en 2014.

Dans la zone euro, en revanche, la croissance a stagné au deuxième trimestre, les économies du noyau dur s'inscrivant en retrait par rapport aux économies de la périphérie. Les indicateurs avancés se sont également repliés, tandis que la stagnation du crédit engendrait des pressions à la baisse sur les prix. Les attentes d'inflation sur une base de cinq ans sont quant à elles tombées en dessous de 2% pour la première fois en près de quatre ans. Le décalage des perspectives économiques des Etats-Unis et de la zone euro se reflète dans un écart de rendement des obligations de référence américaines et allemandes proche de son plus haut niveau en 25 ans.

## BAISSE DES ATTENTES EN MATIÈRE D'INFLATION DANS LA ZONE EURO



Source: Bloomberg

## PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

### PERFORMANCE: CLASSE D'ACTIFS

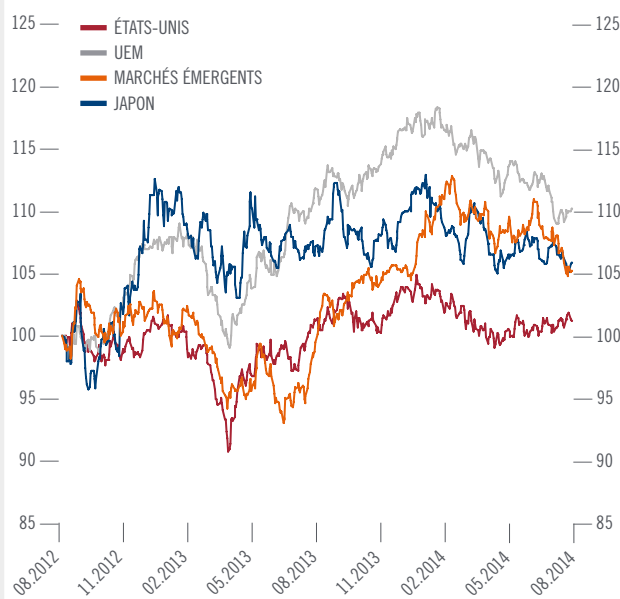


### OBLIGATIONS: SPREADS DE LA CLASSE D'ACTIFS



## 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

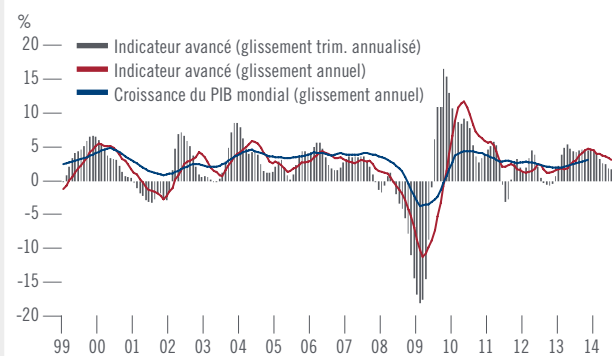


## INDICATEURS DE POSITIONNEMENT EN TERMES DE RISQUE

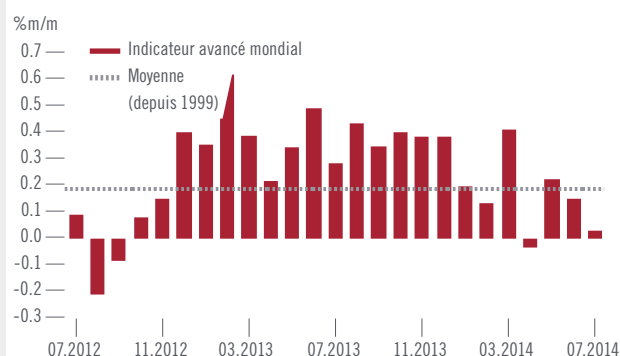
| VARIATION MENSUELLE<br>Variation maximale<br>◀◀◀◀ ▶▶▶▶ |   | AVERSION AU RISQUE<br>— | POSITIONNEMENT NEUTRE<br>○ | PROPENSION AU RISQUE<br>+ |
|--------------------------------------------------------|---|-------------------------|----------------------------|---------------------------|
| ◀                                                      |   |                         |                            | Cycle conjoncturel        |
|                                                        | ▶ |                         |                            | Liquidité                 |
|                                                        |   |                         | Valorisations              |                           |
| ◀                                                      |   |                         | Sentiment                  |                           |
|                                                        |   |                         | Stratégie de PAM           |                           |

## CYCLE CONJONCTUREL: LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE MONDIALE RESTE TIMIDE

INDICATEUR AVANCÉ DE L'ACTIVITÉ MONDIALE ET CROISSANCE DU PIB RÉEL

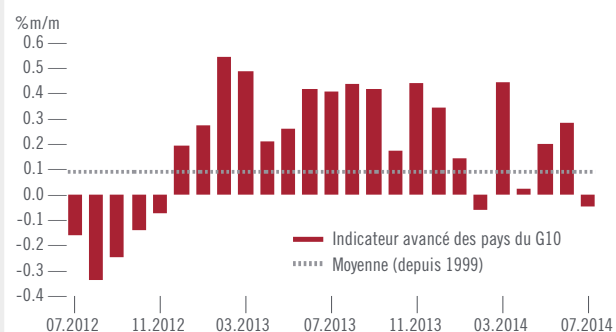


INDICATEUR AVANCÉ DE L'ACTIVITÉ MONDIALE EN CROISSANCE SÉQUENTIELLE (M/M)

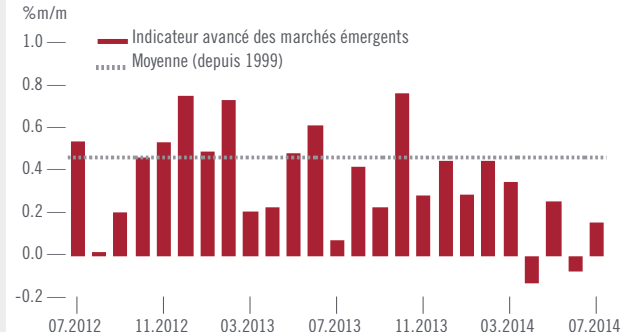


## FLÉCHISSEMENT DE LA DYNAMIQUE ÉCONOMIQUE DANS LES PAYS DU G10; LÉGÈRE AMÉLIORATION DANS LES PAYS ÉMERGENTS

INDICATEUR AVANCÉ DE LA CROISSANCE EN GLISSEMENT MENSUEL  
DANS LES PAYS DU G10



INDICATEUR AVANCÉ DE LA CROISSANCE EN GLISSEMENT MENSUEL  
SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS



## VALORISATIONS: MARCHÉS ACTIONS ET SECTEURS

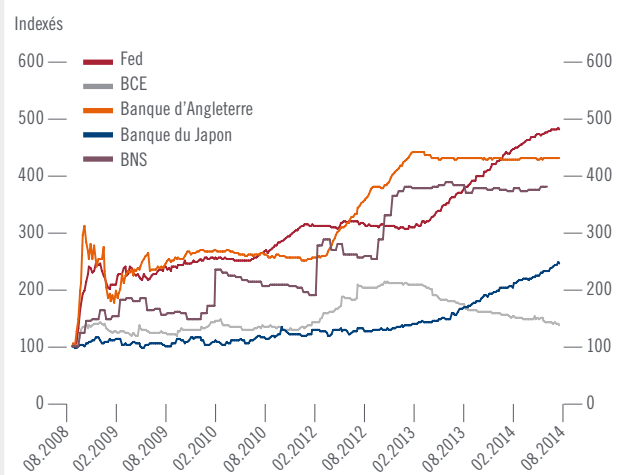
### PAYS ET SECTEURS

| RÉGIONS<br>MSCI   | CROISSANCE<br>DES BPA |            | CROISSANCE<br>DES VENTES |           | COURS/BÉNÉFICES |             | COURS/VAL.<br>COMPTABLE<br>2014E | COURS/<br>VENTES<br>2014E | RENDEMENT<br>DU DIVIDENDE<br>2014E |
|-------------------|-----------------------|------------|--------------------------|-----------|-----------------|-------------|----------------------------------|---------------------------|------------------------------------|
|                   | 2014                  | 2015       | 2014                     | 2015      | 2014            | 12M         |                                  |                           |                                    |
| Etats-Unis        | 9%                    | 12%        | 4%                       | 4%        | 16.8            | 15.5        | 2.4                              | 1.6                       | 2.1%                               |
| Europe            | 6%                    | 13%        | 0%                       | 3%        | 15.0            | 13.8        | 1.7                              | 1.1                       | 3.5%                               |
| UEM               | 9%                    | 17%        | 0%                       | 3%        | 14.8            | 13.3        | 1.4                              | 0.9                       | 3.4%                               |
| Suisse            | 1%                    | 12%        | 2%                       | 4%        | 17.2            | 15.9        | 2.4                              | 2.1                       | 3.1%                               |
| Royaume-Uni       | 3%                    | 8%         | 1%                       | 2%        | 14.3            | 13.6        | 1.8                              | 1.1                       | 3.7%                               |
| Japon             | 6%                    | 11%        | 2%                       | 3%        | 14.4            | 13.7        | 1.1                              | 0.6                       | 2.0%                               |
| Marchés émergents | 7%                    | 11%        | 7%                       | 7%        | 12.1            | 11.2        | 1.4                              | 0.7                       | 2.7%                               |
| Asie hors Japon   | 13%                   | 9%         | 6%                       | 7%        | 12.6            | 11.9        | 1.4                              | 0.7                       | 2.6%                               |
| <b>Monde</b>      | <b>7%</b>             | <b>11%</b> | <b>4%</b>                | <b>4%</b> | <b>15.6</b>     | <b>14.5</b> | <b>1.9</b>                       | <b>1.2</b>                | <b>2.5%</b>                        |

| SECTEURS<br>MSCI           | CROISSANCE<br>DES BPA |      | CROISSANCE<br>DES VENTES |      | COURS/BÉNÉFICES |      | COURS/VAL.<br>COMPTABLE<br>2014E | COURS/<br>VENTES<br>2014E | RENDEMENT<br>DU DIVIDENDE<br>2014E |
|----------------------------|-----------------------|------|--------------------------|------|-----------------|------|----------------------------------|---------------------------|------------------------------------|
|                            | 2014                  | 2015 | 2014                     | 2015 | 2014            | 12M  |                                  |                           |                                    |
| Etats-Unis                 | 9%                    | 12%  | 4%                       | 4%   | 16.8            | 15.5 | 2.4                              | 1.6                       | 2.1%                               |
| Europe                     | 6%                    | 13%  | 0%                       | 3%   | 15.0            | 13.8 | 1.7                              | 1.1                       | 3.5%                               |
| UEM                        | 9%                    | 17%  | 0%                       | 3%   | 14.8            | 13.3 | 1.4                              | 0.9                       | 3.4%                               |
| Suisse                     | 1%                    | 12%  | 2%                       | 4%   | 17.2            | 15.9 | 2.4                              | 2.1                       | 3.1%                               |
| Royaume-Uni                | 3%                    | 8%   | 1%                       | 2%   | 14.3            | 13.6 | 1.8                              | 1.1                       | 3.7%                               |
| Japon                      | 6%                    | 11%  | 2%                       | 3%   | 14.4            | 13.7 | 1.1                              | 0.6                       | 2.0%                               |
| Marchés émergents          | 7%                    | 11%  | 7%                       | 7%   | 12.1            | 11.2 | 1.4                              | 0.7                       | 2.7%                               |
| Asie hors Japon            | 13%                   | 9%   | 6%                       | 7%   | 12.6            | 11.9 | 1.4                              | 0.7                       | 2.6%                               |
| Monde                      | 7%                    | 11%  | 4%                       | 4%   | 15.6            | 14.5 | 1.9                              | 1.2                       | 2.5%                               |
| Services aux collectivités | 0%                    | 8%   | 1%                       | 2%   | 15.8            | 15.2 | 1.4                              | 0.9                       | 4.0%                               |

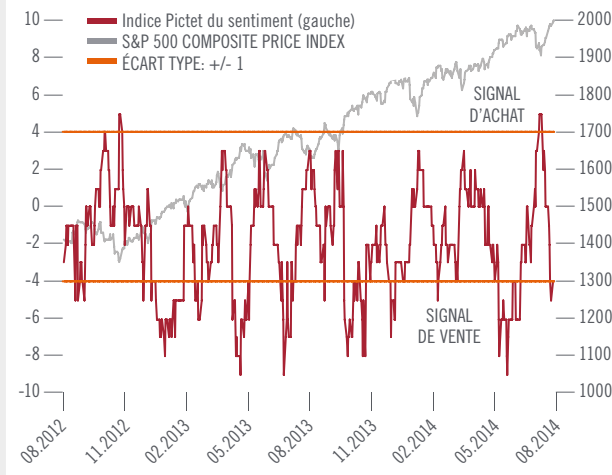
### LIQUIDITÉ: LA FED RÉDUIT SES RACHATS D'ACTIFS MAIS POURSUIT SA POLITIQUE DE RELANCE MONÉTAIRE

#### TAILLE DU BILAN DES BANQUES CENTRALES



### L'INDICATEUR DU SENTIMENT S'INSCRIT EN TERRITOIRE NÉGATIF

#### INDICE PICTET DU CYCLE DU SENTIMENT



Les conditions du crédit et la demande de prêts des entreprises progressent toutefois, et cette tendance pourrait s'accélérer dès que la BCE aura achevé ses tests de résistance des banques européennes en octobre. De nouvelles mesures de relance monétaire devraient venir soutenir la croissance économique, et notamment l'adoption d'un véritable assouplissement quantitatif au quatrième trimestre 2014 ou au premier trimestre 2015.

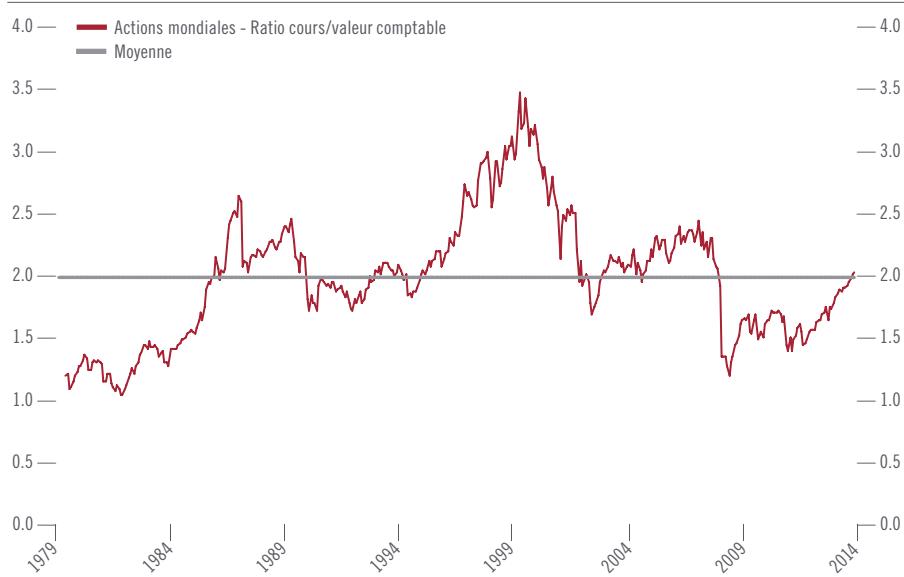
Au Japon, la reprise semble marquer une pause, après que l'économie nippone a enregistré au deuxième trimestre sa plus forte contraction depuis le tremblement de terre et le tsunami de 2011. Compte tenu de la mollesse de la consommation et des dépenses d'investissement après la hausse de la TVA

entrée en vigueur en avril dernier, la Banque du Japon pourrait avoir du mal à atteindre l'objectif d'inflation sous-jacente de 2% qu'elle s'est fixé. L'accélération de l'activité manufacturière pointe toutefois vers une stabilisation des gains de productivité, et les conditions économiques ne sont pas suffisamment faibles pour inciter la BoJ à assouplir sa politique monétaire dans l'immédiat.

L'indicateur avancé de la Chine suggère pour sa part une croissance atone de la deuxième économie mondiale. On perçoit toutefois une stabilisation du secteur du logement dans le sillage des mesures de relance ciblées de la banque centrale. L'activité dans le secteur de la construction a marqué un rebond sur une base mensuelle, ce qui pourrait contribuer à la normalisation des prix de l'immobilier au cours des mois à venir. La banque centrale chinoise devrait garder ses taux d'intérêt inchangés, mais elle pourrait subir des pressions appelant à l'adoption de nouvelles mesures de relance.

Concernant les économies émergentes au sens large, les indicateurs avancés se sont inscrits en hausse, mais demeurent inférieurs à la moyenne depuis 1999. Toute escalade des tensions géopolitiques entre l'Ukraine et la Russie pourrait peser sur

#### LES VALORISATIONS DES ACTIONS MONDIALES SONT PROCHES DE LEUR MOYENNE À LONG TERME



Source: Thomson Reuters Datastream

une reprise timide dans les économies en développement.

L'inflation reste modérée à très court terme au niveau mondial, mais elle dépasse les objectifs visés des pays comme la Turquie et le Brésil.

Les conditions de liquidité se sont considérablement améliorées en Allemagne et en France, à la faveur d'une masse monétaire et de conditions de crédit plus porteuses, ainsi que d'une baisse des rendements à des plus bas records dans la zone euro.

Elles devraient également progresser au Japon, puisque la BoJ devrait poursuivre son assouplissement monétaire, éventuellement via l'achat d'ETF en actions et en obligations, selon un calendrier incertain toutefois. Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, l'environnement sur le front des liquidités s'affaiblit, dans la mesure où la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre seront vraisemblablement les premières banques centrales à relever leurs taux d'intérêt parmi les économies développées.

Les indicateurs du sentiment se sont légèrement détériorés aux Etats-Unis après que le rallye du marché a propulsé l'indice S&P 500 à des plus hauts records.

Les valorisations restent, pour leur part, marginalement négatives. Au niveau mondial, elles se situent juste au-dessus de la moyenne à long terme sur 25 ans en termes de ratio cours/valeur comptable (voir graphique). Les valeurs américaines sont les plus chères sur la base du ratio cours/bénéfices, tandis que les titres offrant le plus de valeur proviennent des marchés émergents. Les actions demeurent toutefois attrayantes par rapport aux obligations. Le Japon et l'Europe présentent les valorisations les plus intéressantes sur la base de la prime de risque – l'excédent de rendement des actions par rapport au taux sans risque.

Le cycle conjoncturel étant sur le point d'entrer dans une phase plus mature, la classe d'actifs conserve un potentiel de hausse, a fortiori si la croissance bénéficiaire des entreprises montre des signes d'amélioration.

## Actions: allocation régionale et sectorielle

### Allocation relevée à neutre en Europe et réduite aux Etats-Unis

Au sein de notre portefeuille régional, nous relevons l'Europe à une pondération neutre et réduisons l'exposition aux Etats-Unis. Nous continuons par ailleurs de privilégier les marchés émergents.

L'exposition aux actions européennes a été renforcée, sur fond d'amélioration des conditions de liquidité et d'allègement des positionnements, les investisseurs s'étant détournés de la classes d'actifs ces derniers mois. En outre, les valorisations semblent moins tendues après la sous-performance de la région. Malgré les déceptions suscitées par la croissance au sein de la zone euro et l'inquiétude des marchés face à l'escalade des tensions entre l'Ukraine et la Russie, la faiblesse des statistiques économiques accroît la possibilité de mesures de relance supplémentaires de la part de la BCE au cours des mois à venir. La perspective de nouvelles injections de liquidités constitue un large soutien aux actions européennes, lesquelles profitent également du fléchissement de la monnaie unique, en baisse de 5% par rapport au dollar depuis mai. Autant de facteurs positifs qui devraient aider le marché européen à effacer sa sous-performance par rapport au marché américain (voir graphique).

Les fondamentaux américains restent solides: l'activité manufacturière s'améliore et les entreprises affichent une croissance bénéficiaire soutenue. La dynamique montre toutefois un début d'essoufflement. Les actions ont atteint des plus hauts historiques après le bond de 4,2% du PIB au deuxième trimestre, et les valorisations commencent à apparaître élevées. Une éventuelle hausse des taux d'intérêt américains vers la fin de l'année, une fois le programme de rachat d'actifs de la Fed achevé, constitue également un facteur défavorable aux actions US. L'exposition à la région a été réduite à une légère sous-pondération.

Nous conservons un positionnement neutre à l'égard du Japon. Les valorisations semblent raisonnables, mais l'économie japonaise paraît marquer le pas. La

Banque du Japon a laissé entendre qu'elle renforcerait son important programme de relance, mais le calendrier de ces mesures reste flou. En outre, la troisième flèche des réformes structurelles prévues par le programme pro-croissance du Premier ministre Shinzo Abe n'a pas encore produit les résultats attendus. Malgré ce revers temporaire, la thèse d'investissement à l'égard du Japon est positive à moyen terme, grâce à la conjugaison d'un yen moins fort, d'une meilleure gouvernance d'entreprise et d'une rotation prochaine des investisseurs institutionnels en faveur des actions.

Bien que les fondamentaux des marchés émergents demeurent robustes, nous y réduisons notre surexposition, ce dernier ayant fortement surperformé par rapport aux marchés développés depuis mars et le sentiment devenant plus neutre. Nous restons toutefois positifs à moyen terme, sachant que les économies émergentes devraient se redresser sur fond de reprise de l'activité mondiale. La Chine demeure notre principale surpondération.

Au sein de l'allocation sectorielle, nous restons orientés vers les valeurs cycliques

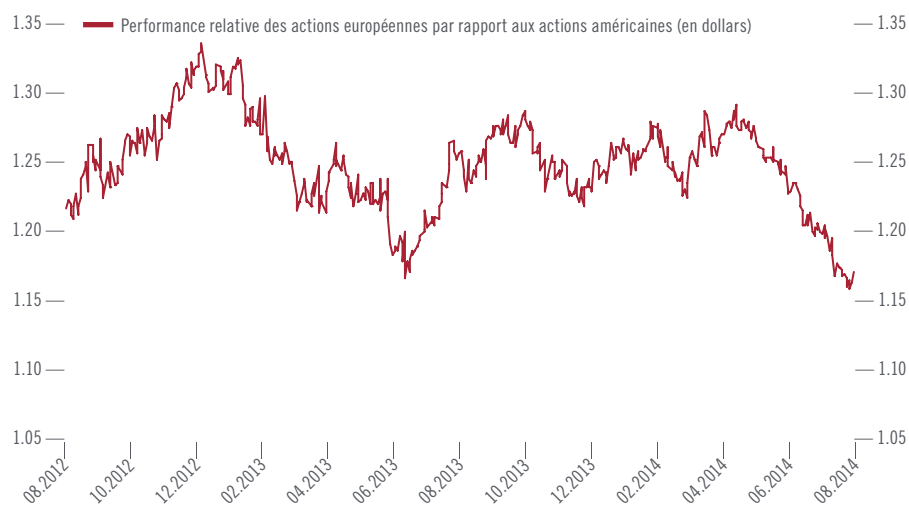
susceptibles de profiter d'une croissance mondiale soutenue en fin d'année. Les actions cycliques jouissent en outre de valorisations attrayantes par rapport aux valeurs défensives.

L'exposition à l'énergie est relevée à une légère surpondération, reflétant notre opinion positive à l'égard du pétrole, les risques géopolitiques demeurant élevés et les matières premières s'échangeant dans le bas de leur marge de fluctuation récente. L'énergie représente en outre le secteur le moins cher selon notre analyse. Les matériaux, l'industrie et la finance sont également surpondérés.

L'exposition à la consommation discrétionnaire a pour sa part été ramenée à une sous-pondération. Le secteur affiche en effet des valorisations tendues et une faible dynamique bénéficiaire.

Nous continuons de préférer les grandes capitalisations aux petites et moyennes capitalisations, pour des raisons de valorisation.

#### ÉCART DE PERFORMANCE ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET L'EUROPE



Source: Thomson Reuters Datastream



## Obligations

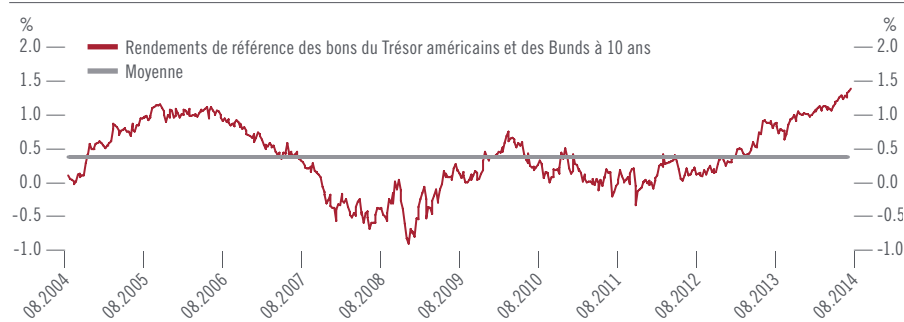
### La dette émergente en dollars garde son attrait

La dette émergente en devises fortes et la dette émergente d'entreprise demeurent surpondérées. Ces classes d'actifs sont intéressantes à l'heure où les investisseurs intensifient leur quête de rendement dans un environnement caractérisé par des taux d'intérêt bas et une faible volatilité. Bien que la dette en devises fortes ait progressé de près de 10% en dollars depuis le début de l'année pour afficher la meilleure performance au sein du segment obligataire, les spreads par rapport aux bons du Trésor américain restent attractifs, à 280 points de base. A 290 points de base, le spread de la dette émergente d'entreprise par rapport aux bons du Trésor est lui aussi intéressant, bon nombre de sociétés émergentes étant appelées à profiter d'une accélération de l'activité mondiale.

Nous demeurons prudents, en revanche, à l'égard de la dette émergente en monnaies locales, car les devises des économies en développement devraient rester sous pression par rapport au dollar. Les banques centrales des pays émergents pourraient laisser leur monnaie respective se déprécier, de manière à stimuler leurs exportations et à réduire le déficit de leur balance courante. Une monnaie plus faible permettrait en outre à ces économies d'entreprendre les réformes structurelles nécessaires pour les protéger contre les chocs économiques.

Nous maintenons également la sous-pondération des obligations d'Etat européennes. Les rendements des emprunts souverains européens de référence ont à nouveau atteint des plus bas records, offrant une faible protection contre les risques de baisse. Alors que l'euro se dépréciait

#### LES ÉCARTS DE RENDEMENT REFLÈTENT LES TRAJECTOIRES DIVERGENTES DES POLITIQUES MONÉTAIRES



Source: Thomson Reuters Datastream

sensiblement par rapport au dollar, la monnaie unique devrait rester sous pression compte tenu des trajectoires divergentes des politiques monétaires menées de part et d'autre de l'Atlantique (voir graphique). Et alors que la BCE devrait adopter de nouvelles mesures de relance à court terme, la Fed s'apprête à mettre un terme à son programme de rachat d'actifs et devrait procéder à son premier relèvement des taux d'intérêt avant la mi-2015. Au sein de notre portefeuille obligataire, nous reflétons cette divergence par le biais d'une position d'aplatissement de la courbe en Europe, contre une position de raidissement aux Etats-Unis. En août, la Banque d'Angleterre s'est également rapprochée d'un relèvement des taux d'intérêt, deux membres du comité de politique monétaire de la banque centrale britannique s'étant prononcés en faveur d'un resserrement, marquant ainsi le premier signe de divergence depuis 2011. Alors que le découplage des politiques monétaires

s'accroît, les marchés émergents des obligations et des devises pourraient entrer dans une phase de forte volatilité.

Olivier Ginguené, *Chairman*  
*Pictet Asset Management Strategy Unit*

Luca Paolini, *Chief strategist*  
*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 Août 2014.