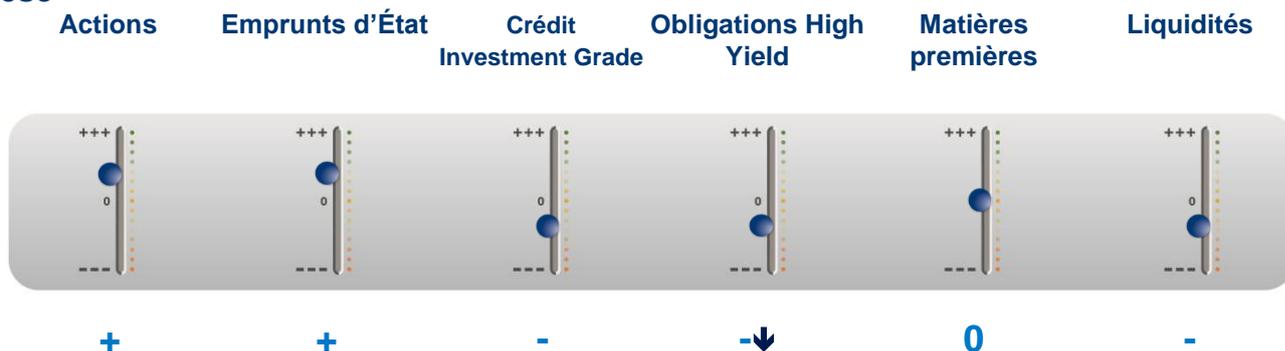


Stratégie d'investissement mensuelle de l'équipe de gestion diversifiée de Schroders

Section 1 : Opinions mensuelles – décembre 2014

Synthèse



Catégorie	Opinion	Commentaires
Actions	+	Nous continuons à attribuer un seul "+" aux actions. À la suite d'un redressement prononcé, les marchés américain et japonais ont atteint de nouveaux sommets. Malgré les niveaux de valorisation actuels et les perspectives de croissance mondiale en demi-teinte, le marché reste très liquide mais nous ne prévoyons pas de performances extraordinaires.
États-Unis	+	Nous continuons de privilégier les États-Unis en raison de leur rôle moteur dans la croissance mondiale. La Fed ne devrait pas relever ses taux de sitôt étant donné l'absence de tensions inflationnistes et le décrochage des perspectives de croissance dans d'autres régions, notamment dans la zone euro. Les bénéfices importants des entreprises américaines au 3e trimestre nous confortent dans notre conviction : les fondamentaux justifient des valorisations équilibrées, voire élevées.
Royaume-Uni	0	Alors que la croissance mondiale marque le pas, le marché britannique pourrait enregistrer des performances médiocres en raison de sa sensibilité aux marchés émergents et aux prix des matières premières. Nous restons neutres sur le Royaume-Uni qui sous-performe le marché mondial depuis le début de l'année, ce qui suppose que les investisseurs ont déjà anticipé une grosse partie de cette actualité défavorable.
Europe	0	L'Europe déçoit toujours, tant du point de vue de la reprise économique que des bénéfices des entreprises. Par conséquent, les investisseurs qui misent sur une remontée des cours des actions européennes étayent plutôt leur argumentation sur les valorisations et la politique de la BCE. Le potentiel de valorisation du secteur privé européen est concentré dans les secteurs de l'industrie, des ressources et de l'énergie. Axés sur les exportations, ils devraient bénéficier de la dépréciation de l'euro. Toutefois, la faiblesse des multiplicateurs du commerce extérieur constitue un obstacle à la libération de valeur à court terme.
Japon	+	Au Japon, malgré une légère baisse de l'optimisme suscité par les trois « flèches » économiques du Premier ministre Shinzo Abe, la priorité croissante accordée à la rémunération des actionnaires et à l'utilisation efficace du capital ne peut être que bénéfique à long terme. Contrairement à ce qu'elles avaient fait pendant les précédents cycles de dépréciation du yen, les entreprises japonaises n'ont pas baissé leurs prix à l'étranger ou augmenté leurs dépenses d'investissement, ce qui leur permet d'enregistrer des bénéfices et d'accroître leurs marges, et devrait par la suite offrir des opportunités de rémunération des actionnaires.
Pacifique hors Japon	0	Nous sommes restés neutres vis-à-vis de cette région. L'économie australienne reste à la merci d'une nouvelle contraction de la demande de matières premières ou d'un ralentissement du secteur immobilier.

Marchés émergents	0	Nous conservons un positionnement neutre. Les matières premières et le secteur de l'investissement offrent des valorisations attrayantes, mais la vigueur du dollar est une mauvaise nouvelle pour les marchés d'actions émergents.
-------------------	---	---

Catégorie	Opinion	Commentaires
Emprunts d'État	+	Nous maintenons notre opinion "+" concernant les obligations en raison de la faible inflation, des mesures de relance monétaire en perspective et du momentum positif. La correction marquée des prix du pétrole va réduire les anticipations d'inflation à l'échelle mondiale, et les banques centrales des pays émergents vont probablement imiter leurs homologues du Japon, de Chine et d'Europe, ce qui sera aussi favorable aux emprunts d'État.
États-Unis	0	Nos perspectives à l'égard des bons du Trésor américain par rapport aux emprunts d'État canadiens et aux gilts se sont légèrement améliorées au cours du mois ; les titres canadiens et britanniques sont désormais moins attractifs après la baisse des rendements. Dans l'ensemble, nous restons neutres envers les bons du Trésor américain. Compte tenu des perspectives d'inflation moins élevées que prévu, les taux de la partie longue de la courbe pourraient reculer ; en revanche, nous sommes moins optimistes concernant la partie courte.
Royaume-Uni	+	Nous restons positifs à l'égard des gilts. De fait, la dynamique de croissance a ralenti et ils bénéficient des flux vers les investissements refuge dans un contexte de dégradation de l'environnement géopolitique et économique en Europe. Comme aux États-Unis, nous privilégions la partie longue de la courbe.
Allemagne	+	Nous privilégions encore les obligations. En effet, la reprise molle et les risques déflationnistes attisent nos craintes.
Japon	0	Nous conservons notre position neutre sur la duration japonaise malgré ses maigres rendements en raison du soutien continu de la Banque du Japon (BoJ), en particulier ses mesures récentes de renforcement de l'assouplissement quantitatif. Cela contribuera à contenir la partie longue de la courbe malgré une hausse prévisible de l'inflation.
Obligations américaines indexées sur l'inflation	0	L'inflation reste faible. Les tensions inflationnistes devraient rester quasi inexistantes aux États-Unis en raison de la vigueur du dollar américain et de la pression déflationniste dans le reste du monde. Les point mort d'inflation ont atteint un niveau désormais attractif, mais nous attendons encore des catalyseurs permettant de justifier une vue positive à l'égard des obligations indexées sur l'inflation.
Marchés émergents	-	Nous sommes encore globalement négatifs à l'égard des obligations en dollar américain des marchés émergents, car nous prévoyons une dégradation du rapport inflation/croissance en raison de la dépréciation des monnaies, en particulier pour de nombreux pays producteurs de matières premières. Nous restons prudents, car l'ensemble de l'univers des marchés émergents subit une volatilité exacerbée à court terme, mais nous sommes conscients du fait que les fondamentaux se sont améliorés dans de nombreux pays de cet univers et que les valorisations sont attrayantes par rapport à d'autres actifs obligataires.

Catégorie	Opinion	Commentaires
Crédit Investment Grade	-	
États-Unis	-	Les spreads des titres investment grade (IG) américains sont plus exposés à la volatilité des taux d'intérêt et subissent l'effet d'une recrudescence des opérations de fusions-acquisitions, phénomène généralement défavorable aux détenteurs d'obligations IG qui pourrait s'intensifier si les taux restent obstinément bas. En cas de hausse des taux d'intérêt, les spreads pourraient s'élargir considérablement sous l'effet d'une éventuelle inversion des flux.
Europe	0	Le crédit européen bénéficie des politiques favorables de la BCE, confrontée à la croissance atone et à la baisse de l'inflation. Malgré la décision de la BCE d'alourdir son bilan, les effets pourraient ne pas être ceux escomptés et c'est pourquoi nous sommes revenus à une position neutre pour l'Europe en octobre.

Catégorie	Opinion	Commentaires
Obligations High Yield	-↓	
États-Unis	-↓	Les spreads des obligations high yield (HY) américaines sont vulnérables à la baisse des prix du pétrole. Le secteur de l'énergie, le plus représenté sur le segment des obligations HY américaines, a corrigé le mois dernier en raison des craintes de remontée du risque de défaut chez les producteurs de schiste bitumineux. La liquidité reste également un risque majeur compte tenu de la

		perspective de hausse des taux par la Fed. Étant donné l'augmentation probable de la volatilité et la prime de risque relativement faible, nous sommes à nouveau négatifs à l'égard des obligations HY américaines.
Europe	0	Les facteurs techniques se sont améliorés ces derniers temps et les fonds investis dans les obligations high yield mondiales ont retrouvé les faveurs des investisseurs. Néanmoins, les craintes sous-jacentes à propos de la croissance et les événements isolés exercent une influence déterminante sur le sentiment du marché. Les mesures de la BCE sont d'ores et déjà prises en compte et les prévisions de croissance se détériorent.

Catégorie	Opinion	Commentaires
Matières premières	0	Nous restons neutres vis-à-vis des matières premières car nous pensons que les prix vont se stabiliser aux niveaux actuels, à l'exception de l'or qui devrait continuer à baisser.
Énergie	0	Les prix pourraient continuer à baisser à court terme mais compte tenu des niveaux atteints, à moyen terme, l'offre et la demande devraient se rééquilibrer et les prix remonter. Nous attendons une confirmation de cela grâce à nos indicateurs de confiance et de dépenses d'investissement (CAPEX) avant de repasser à une opinion positive.
Or	-↓	Nous avons révisé à la baisse notre opinion à l'égard de l'or car les principaux niveaux de support ont été franchis et le sentiment des investisseurs en a pâti. Selon nos scénarios économiques les plus probables, les taux réels à 5 ans devraient remonter et le dollar américain s'apprécier, deux tendances qui pèseront sur les cours de l'or.
Métaux industriels	0	Nous restons intrinsèquement prudents à l'égard des métaux industriels car nous anticipons une accélération de la croissance de l'offre et un ralentissement de la croissance de la demande au cours des prochaines années. Mais compte tenu de la politique favorable de la Chine, nous restons neutres.
Agriculture	0	Nous demeurons neutres vis-à-vis des produits agricoles car, même si nous jugeons que le marché est bien approvisionné, cette tendance semble déjà intégrée dans les prix. D'autre part, nous observons des rachats de titres pour couvrir des positions à découvert, qui font actuellement monter les prix.

Catégorie	Opinion	Commentaires
Devises		
Dollar américain	++	Nous pensons que le dollar américain va poursuivre sa remontée à mesure que l'économie américaine renoue avec la croissance. À moyen terme, le dollar devrait bénéficier de la divergence entre la politique de la Fed et celles de la plupart des banques centrales du G10, qui restent attentistes ou affichent un biais accommodant.
Livre sterling	0	Nous maintenons notre perspective neutre sur la livre sterling. Nous pensons que les anticipations de hausses de taux seront reportées en raison des craintes d'un ralentissement de l'économie, notamment un ralentissement du marché immobilier et une baisse de l'inflation.
Euro	0	Des pressions baissières pourraient s'exercer sur l'euro à court terme en raison de la divergence croissante entre la politique de la BCE et celles des autres banques centrales. Toutefois, les dynamiques monétaires commencent à s'améliorer, avec par exemple une embellie au niveau de la croissance des prêts aux entreprises.
Yen	-↑	Nous avons revu les perspectives du yen à la hausse après sa récente correction brutale. Même si nous anticipons une poursuite de la baisse du yen, nous ne pensons pas que les dirigeants du pays toléreront une chute de leur devise compte tenu des implications que cela aurait sur l'inflation.
Franc suisse	-	Nous conservons notre biais négatif envers le franc suisse par rapport à l'euro. L'économie suisse s'est affaiblie en 2014 en raison de la détérioration de la croissance européenne et de la baisse de la demande intérieure. La SNB a réaffirmé que le plancher imposé à la parité EURCHF serait maintenu.

Catégorie	Opinion	Commentaires
Liquidités	-	Les taux réels restant négatifs, nous conservons une opinion défavorable vis-à-vis des liquidités.

Source : Schroders, décembre 2014. Les opinions à l'égard des obligations d'entreprise et High Yield sont basées sur les spreads de crédit (c.-à-d. couvert en duration).

Section 2 : Perspectives Multi-actifs

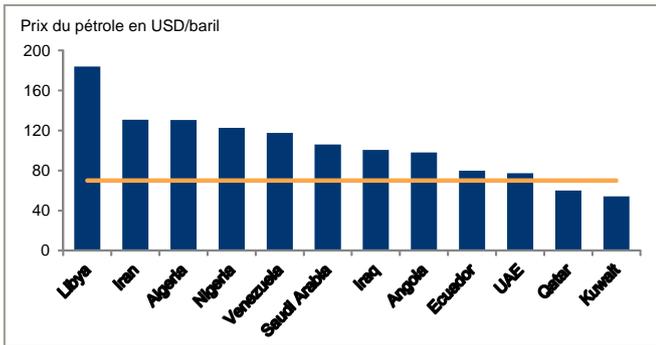
Par Alastair Baker et Patrick Brenner, Gérants de portefeuilles multi-actifs

Jeu d'intimidation sur le marché pétrolier

La chute récente des prix du pétrole reflète les pressions exercées par les membres de l'OPEP sur les producteurs non membres (segment des sables bitumineux, essentiellement) pour les déstabiliser.

Avec un baril entre 60 et 70 dollars, le prix est actuellement inférieur au prix d'équilibre budgétaire de nombreux producteurs de l'OPEP.

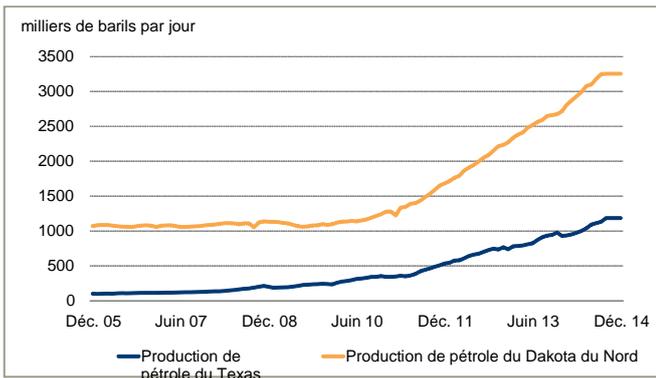
Graphique 1 : Prix d'équilibre budgétaire des pays de l'OPEP en 2015



Source : Schroders, décembre 2014

Cependant, en Amérique du Nord, la production de sables bitumineux est bien trop excédentaire. Les producteurs de sables bitumineux seront selon nous contraints de réduire leurs investissements du fait de la diminution de leurs revenus.

Graphique 2 : Croissance de la production de pétrole au Texas et dans le Dakota du Nord



Source : Schroders, décembre 2014

Les gisements de sables bitumineux sont sensiblement différents des puits de pétrole conventionnels. Leur taux de déclin annuel (70-90 %) est plus élevé que celui des puits traditionnels (3-5 %). Autrement dit, la moindre diminution des investissements se répercutera rapidement sur l'offre.

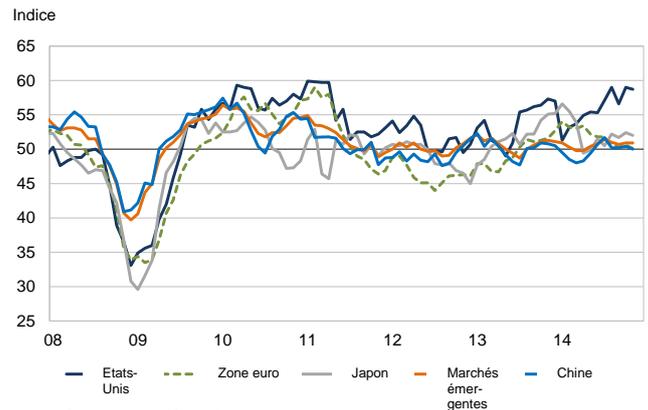
Les sables bitumineux jouent un rôle d'ajustement majeur ("swing producer") et ont complètement modifié la structure du marché pétrolier qui, après avoir connu de très longues phases de hausse et de baisse, peut désormais s'ajuster lui-même très rapidement. Nous tablons donc sur une stabilisation des prix, voire sur un rebond à moyen terme. Mais pour cela, il faudra attendre que de nombreux producteurs de sables bitumineux connaissent d'importantes difficultés financières.

Compte tenu du poids du secteur de l'énergie parmi les émetteurs high yield américains, nous avons révisé à la baisse notre opinion à l'égard des titres high yield américains.

Ignorer le dollar ? A vos risques et périls

Compte tenu de la fermeté récente du dollar américain, les investisseurs s'interrogent sur la manière de faire évoluer leurs portefeuilles. Il nous semble logique d'être acheteurs de dollars actuellement ; le billet vert est d'ailleurs notre devise préférée parmi celles du G10. Les statistiques économiques (Graphique 3, ci-dessous) continuent à témoigner de divergences marquées entre les grandes économies mondiales et les États-Unis, dont la croissance s'accélère de manière constante. Alors que la Fed va probablement relever les taux d'intérêt courant 2015, d'autres facteurs seront favorables (nouveau rebond du marché immobilier et la résorption du déficit courant).

Graphique 3 : Les États-Unis restent la locomotive économique (indices PMI du secteur manufacturier)

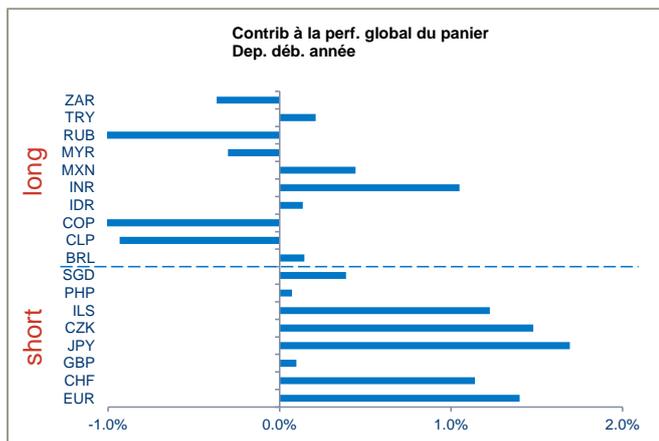


Source : Schroders, décembre 2014

Toutefois, certains investisseurs se positionnent sur les devises pour profiter du portage (rendement), en se portant acheteurs des devises à rendement élevés et en vendant les monnaies à faible rendement. Dans ce cas précis, la composante vendeuse de ce positionnement serait une sous-exposition au dollar américain puisque le rendement des dépôts en dollar reste faible. Nous recommandons à ces investisseurs

"en quête de portage" de diversifier ce positionnement vendeur en utilisant un panier de devises du G10, dont le yen et l'euro. Le fait d'avoir une exposition vendeuse plus diversifiée (ou devises de financement), aurait permis d'obtenir un portage plus élevé lors de la dernière phase de hausse du dollar.

Graphique 4 : Contributions aux performances d'un panier de positions acheteuses sur des devises à rendement élevé et de positions vendeuses sur des devises à faible rendement



Source : Schroders, décembre 2014

Information importante : Réserve aux investisseurs et aux conseillers financiers professionnels. Ce document n'est pas destiné aux particuliers. Ce document exprime les opinions d'Alastair Baker, Patrick Brenner et l'équipe de gestion diversifiée de Schroders, et ne représente pas nécessairement les opinions formulées ou reflétées dans d'autres supports de communication, présentations de stratégies ou de fonds de Schroders. Ce document n'est destiné qu'à des fins d'information et ne constitue nullement une publication à caractère promotionnel. Il ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un instrument financier quelconque. Il n'y a pas lieu de considérer le présent document comme contenant des recommandations en matière comptable, juridique ou fiscale, ou d'investissements. Schroders considère que les informations contenues dans ce document sont fiables, mais n'en garantit ni l'exhaustivité ni l'exactitude. Nous déclinons toute responsabilité pour toute opinion erronée ou pour toute appréciation erronée des faits. Aucun investissement et/ou aucune décision d'ordre stratégique ne doit se fonder sur les opinions et les informations contenues dans ce document. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les cours des actions ainsi que le revenu qui en découle peuvent évoluer à la baisse comme à la hausse et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant qu'ils ont investi. Publié par Schroder Investment Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA, société agréée et contrôlée par la Financial Conduct Authority. Pour votre sécurité, les communications peuvent être enregistrées et surveillées.