

COMMENTAIRE DE MARCHÉ

info@ethenea.be | ethenea.be

L'entropie des marchés



Copy right: 123RF Stockfoto

Si l'on plonge des glaçons dans une boisson chaude, on obtient une boisson froide sans glaçons : c'est le phénomène d'entropie. Mais à quoi la croissance aux États-Unis et la stagnation sur le Vieux Continent vont-elles aboutir ? La loi de l'entropie va-t-elle également s'appliquer ici ?

Rarement l'auteur a autant souhaité voir une année se terminer qu'en 2014. Avec du recul, les observateurs du marché s'accordent à penser que nous sommes passés d'une crise à une autre pratiquement sans transition. Il n'y eut qu'une brève période de répit : au cours de l'été, pendant la Coupe du monde de football au Brésil, qui a vu une fin des plus heureuses pour l'Allemagne. Mais quelle a été la crise la plus marquante ? Laquelle retiendra-t-on de l'année 2014 (huitième année de crise consécutive) dans les livres d'histoire ? Début 2014, qui n'est maintenant qu'un lointain souvenir, le chiffre étonnamment bas du produit intérieur brut (PIB) américain au premier trimestre et les multiples conséquences qui en ont découlé pour les marchés ont cristallisé l'attention. Le rebond de la croissance outre-Atlantique au deuxième trimestre a toutefois coupé court aux craintes, qui se sont ensuite reportées sur l'Ukraine après le crash du vol MH17¹, vraisemblablement abattu au-dessus de l'Est du pays, ce

qui a entraîné un net refroidissement des relations entre la Russie et le reste du monde jusqu'à la fin de l'année. Dans ce contexte, le fait saillant a sans doute été, pour l'heure, la chute du rouble en fin d'année. Même la chute des cours du pétrole, qui s'est accélérée depuis le mois de septembre, est associée, pas seulement par les adeptes de la théorie du complot, aux sanctions prises par les pays occidentaux à l'égard de la Russie.

L'incapacité de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) à réduire sa production afin d'enrayer la chute des cours remet en cause son existence même en tant que cartel, ce dont l'auteur fera toutefois peu de cas. Ce qui l'inquiète bien plus, ce sont les conséquences éventuelles qu'un maintien prolongé des prix du pétrole à leur niveau actuel pourrait avoir sur l'économie mondiale, le secteur du gaz de schiste aux États-Unis et la situation budgétaire de différents pays (au premier rang desquels la Russie).

¹ Numéro du vol de la Malaysia Airlines qui s'est écrasé près de la ville de Tores le 17 juillet 2014. Les 298 passagers ont tous péri.





Graphique 1 : Prévisions de différents spécialistes des marchés de capitaux pour 2014 en début d'année

La montée en puissance de l'organisation terroriste État islamique (EI) est également un facteur de crise. Il est effrayant de constater que l'EI, d'avènement récent, est considéré par d'éminents experts de l'islam en Occident comme la principale force au Levant depuis qu'il fait peser son joug sur le Moyen-Orient, l'Afrique du Nord et une partie de l'Europe. La forte popularité dont jouit l'organisation notamment parmi les jeunes musulmans laisse craindre un afflux constant d'hommes et de matériel. Même si des thèmes comme la Russie et le pétrole dominant dans une majorité des pays occidentaux, on ne doit pas sous-estimer le danger potentiel que représente l'EI pour notre mode de vie empreint de liberté. Nous ne pouvons malheureusement pas approfondir ce sujet dans le cadre de notre analyse.

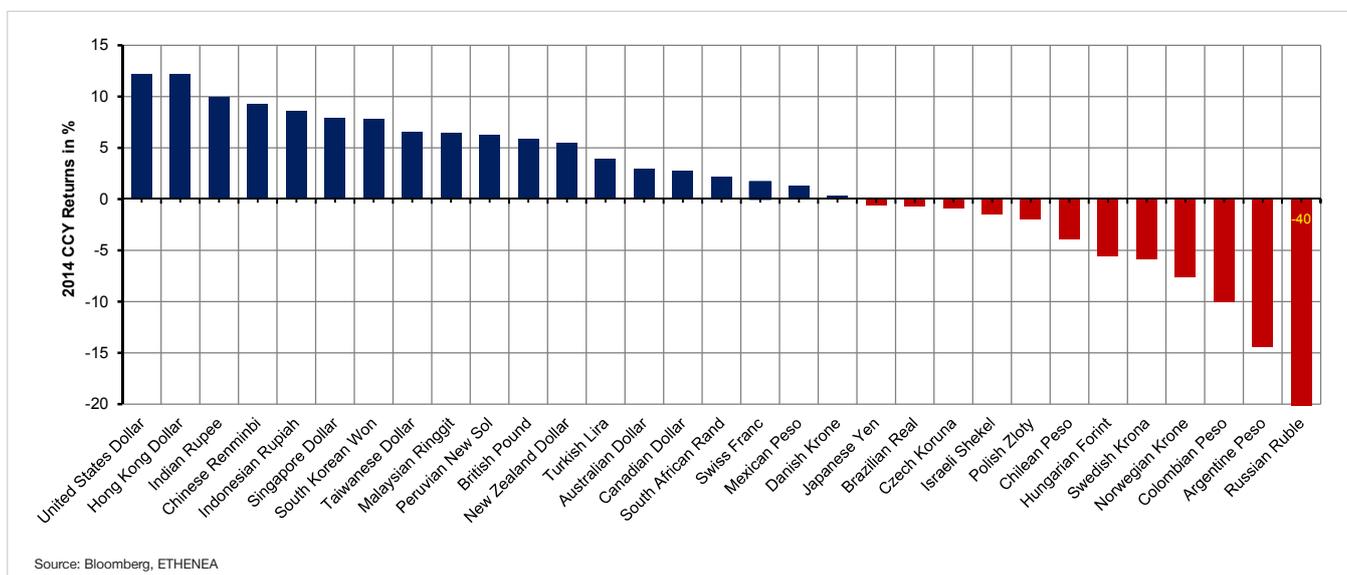
Désireux de présenter avant tout notre vision de l'année 2015, nous avons fait appel à un nouvel expert, Yves Longchamp, qui dresse un tableau convaincant, à la fois rétrospectif et prospectif, de la situation économique en Europe, aux États-Unis et au Japon. Il nous expliquera pourquoi, malgré des similarités apparentes, l'évolution actuelle dans la zone euro n'est pas celle qu'a connue le Japon. Nous examinerons ensuite le rapport historique entre les

variations des taux d'intérêt et les rendements obligataires, ainsi que les conséquences que pourrait avoir une hausse des taux de la Réserve fédérale (Fed, la banque centrale américaine), si celle-ci devait donner suite à ses déclarations en ce sens. Pour conclure, nous verrons ce qui se cache derrière l'acronyme *BEER* et constaterons qu'il ne s'agit pas uniquement du terme anglais désignant la boisson favorite outre-Rhin.

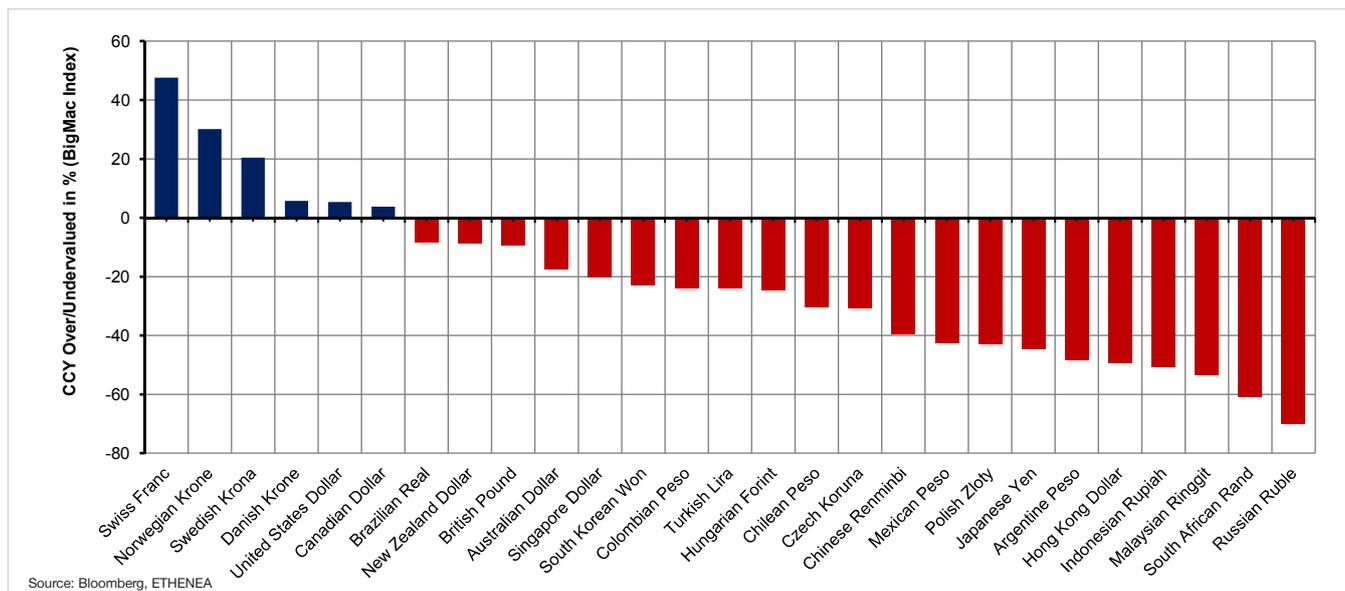
Avant d'expliquer le choix de notre titre, l'auteur vous invite à faire un bref retour sur l'évolution des marchés de capitaux l'an passé.

En début d'année, les spécialistes de l'investissement se sont accordés à dire que, si 2013 avait été l'année des obligations, 2014 serait l'*année des actions* (graphique 1).

Même ceux qui ne sont pas quotidiennement au contact des marchés savent que 2014 a été une année des plus mouvementées. Toutefois, avant de nous intéresser concrètement aux marchés d'actions et obligataires, examinons comment les principales devises ont évolué par rapport à l'euro (graphique 2).



Graphique 2 : Gains/pertes de change par rapport à l'euro



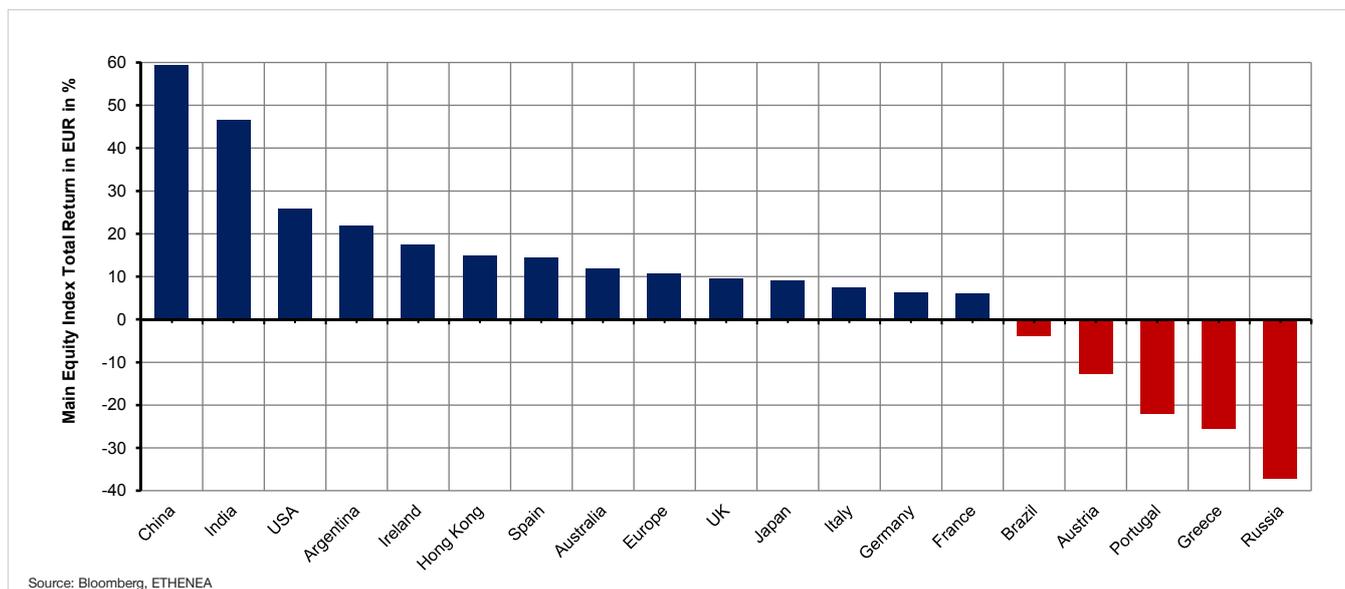
Graphique 3 : Sur/sous-évaluation d'une devise par rapport à l'euro selon l'indice Big Mac

Le grand gagnant est l'USD, avec une hausse de 12 % face à l'EUR. L'AUD a lui aussi progressé, de près de 3 %, tandis que la NOK a chuté (-7,6 %), dans le sillage des cours du pétrole. Même le CHF s'est adjugé 1,6 %, pour atteindre un plus haut de 1,20. Le rouble s'est quant à lui tristement illustré en perdant 40 % de sa valeur.

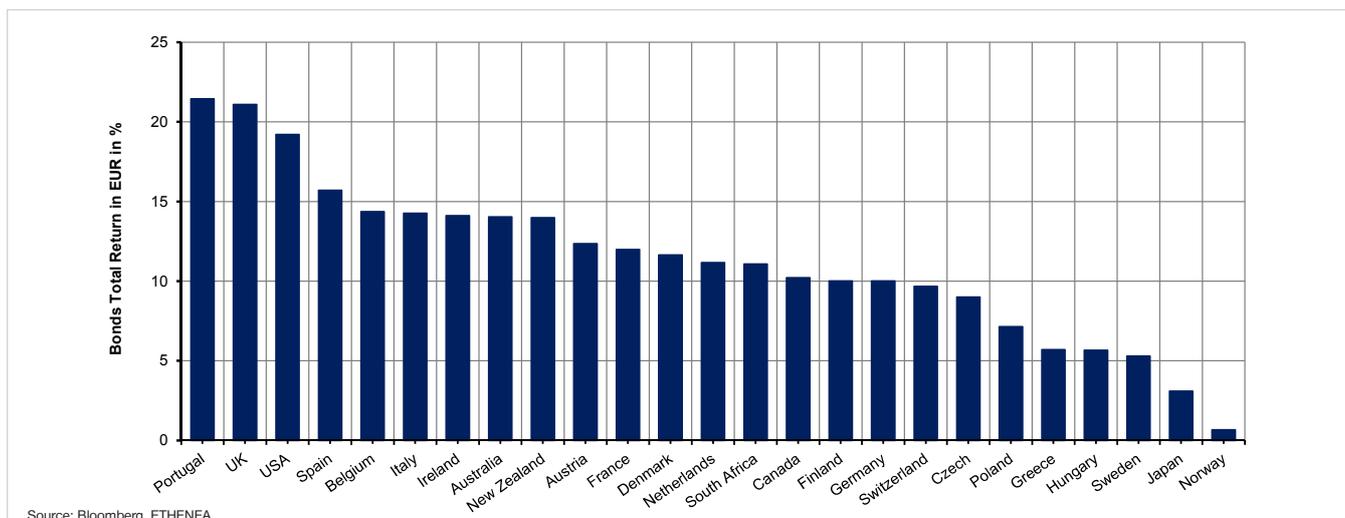
Quiconque est allé au restaurant en Suisse ces dernières années a pu vérifier, au moment de régler l'addition, que le CHF est fortement surévalué selon la théorie de la parité de pouvoir d'achat. Cette disparité transparait plus précisément au travers de l'indice Big Mac, qui suppose que la valeur d'achat du célèbre double hamburger doit être sensiblement la même quelle que soit l'unité monétaire (graphique 3). Selon cet indice, le CHF est surévalué de près de 50 %, ce qui correspond bon an,

mal an à la conviction profonde de l'auteur. Bien qu'en baisse, la couronne norvégienne (NOK) reste elle aussi surévaluée, de 30 %. L'USD s'établit presque à son juste niveau et n'est surévalué que de 5 %. Le fait que le rouble soit sous-évalué ne surprend personne au vu de l'évolution des changes lors des derniers jours de l'année. L'ampleur de sa sous-évaluation – près de 70 % – fait en revanche froid dans le dos. Si la monnaie russe devait se maintenir à ce niveau pendant une période prolongée, cela aurait de lourdes conséquences sur le bien-être de la population et pourrait, de ce fait, menacer la paix sociale dans le pays.

Le graphique 4 montre le rendement annuel perçu par un investisseur en euros dans le cadre des principaux indices



Graphique 4 : Rendement annuel perçu par un investisseur en euros dans le cadre des principaux indices d'actions



Graphique 5 : Rendement annuel perçu par un investisseur en euros sur les différents marchés d'emprunts d'État assortis d'une échéance supérieure à un an

d'actions. Tandis que le DAX n'a rapporté que 6 %, et ce uniquement grâce au rebond consécutif à la dernière réunion du FOMC (Federal Open Market Committee), le S&P 500 a affiché un rendement de 25 %. Toutefois, hors effets de change, qui représentent 12 % de ce chiffre, le rendement de l'indice américain tombe à 13 %. L'auteur vous laisse le soin de regarder plus en détail ce qu'il en est des autres marchés d'actions.

Un dernier coup d'œil au graphique 5 montre que 2014 a été tout sauf une mauvaise année pour les marchés obligataires. Même les indices obligataires larges, qui regroupent tous les emprunts d'État assortis d'une échéance résiduelle supérieure à un an, ont affiché une performance honorable. Cela n'a rien de surprenant en ce qui concerne les pays convergents comme le Portugal, l'Espagne, l'Italie et l'Irlande. Mais même les titres gouvernementaux américains ont rapporté plus de 7 % hors effets de change, alors que le consensus des experts tablaient sur un rendement des bons du Trésor US à 10 ans à bien plus de 3 % (voir à nouveau le graphique 1). Les emprunts d'État allemands ont quant à eux généré un rendement de 10 %, ce que peu pensaient possible en début d'année. L'auteur lui-même, qui, comme le savent les initiés, mise volontiers à la hausse sur les obligations, n'aurait pas escompté une telle performance. Lorsqu'à la fin de l'été, il a liquidé ses Bund à 10 ans pour un gain de moins de 1 %, il pensait encore avoir vécu un moment historique. Il n'en était rien.

Comme les prévisions ne s'avèrent que très rarement exactes, à moins qu'elles ne concernent pas précisément l'avenir, nous préférons nous abstenir d'en faire. L'important à nos yeux est de préserver les capitaux qui nous sont confiés dans tous les contextes de marché. C'est là la mission de l'équipe de Gestion de Portefeuille d'ETHENEA.

Avant de laisser la parole à notre éminent co-auteur, il convient d'apporter quelques éclaircissements sur le choix du titre de ce Commentaire de Marché.

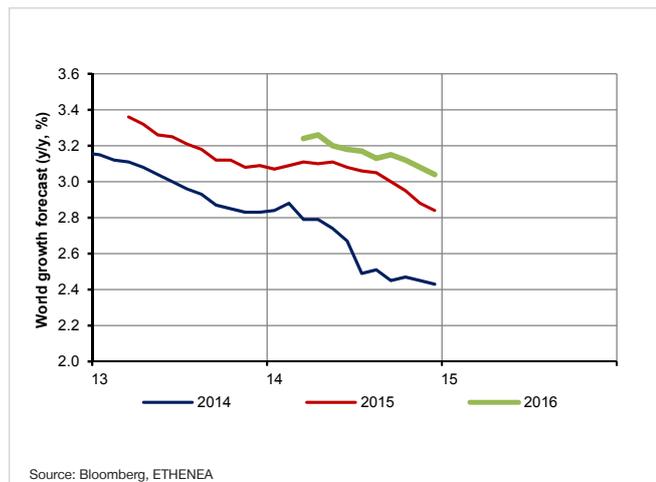
L'entropie désigne, en thermodynamique, le désordre, la confusion auxquels la nature aspire. Plus grand est le désordre, plus grande est l'entropie. Nous sommes tous confrontés quotidiennement à l'entropie, lorsque, par exemple, sous notre douche, nous utilisons le mitigeur et qu'il est évident qu'il ne sort pas du pommeau de l'eau froide et de l'eau chaude mais bien de l'eau tiède bienvenue. Les molécules d'eau chaude et d'eau froide se mélangent.

La nature n'aime pas les extrêmes et s'efforce de les équilibrer.

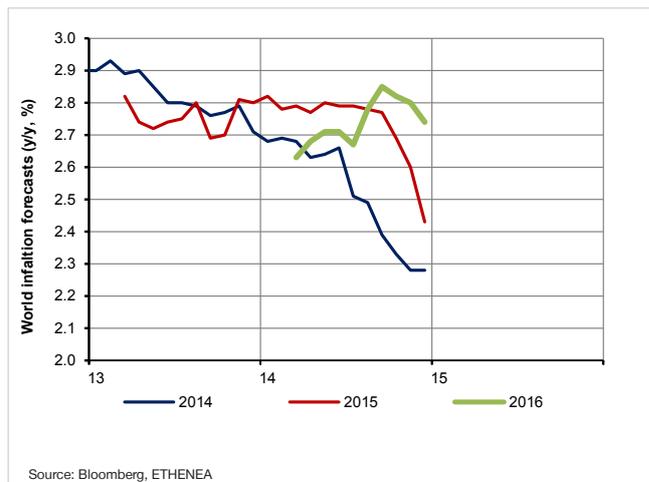
Il en va de même, du moins partiellement, pour les marchés de capitaux et l'économie mondiale. Par exemple, les analystes s'accordent à dire que les États-Unis connaîtront en 2015 une solide croissance, tandis que la zone euro traînera le pas. Il va de soi, cependant, que dans un monde globalisé sans barrières commerciales majeures, la croissance américaine rejaillira naturellement sur le Vieux Continent. Nous verrons plus loin avec Yves Longchamp à quel rythme et dans quelle mesure les taux de croissance s'harmoniseront en 2015 par le phénomène d'entropie économique.

De la même manière, les rendements des placements très liquides, tels que les bons du Trésor américain ou les emprunts d'État allemands, ne peuvent diverger que jusqu'à un certain point, avant de converger à nouveau, sous l'effet des opérations des arbitragistes. On peut là aussi parler d'entropie.

Voici à présent une parenthèse de notre expert en macroéconomie Yves Longchamp.



Graphique 6 : Pessimisme croissant*



Graphique 7 : Optimisme déclinant*

Rétrospectives économiques

Le mot qui caractérise le mieux l'évolution de l'économie au cours de l'année écoulée est probablement pessimisme. Quel que soit l'angle sous lequel on aborde la question, les grandes banques centrales, les institutions internationales et les économistes n'ont cessé de réduire tout au long de l'année leurs prévisions de croissance et d'inflation. Les graphiques 6 et 7 montrent comment, mois après mois, les prévisions de croissance et d'inflation pour 2014, 2015 et 2016 ont été revues à la baisse.

Ce tableau globalement morose cache cependant les différences de dynamique entre les deux économies dans lesquelles nous sommes le plus investis : la zone euro et les États-Unis. Outre-Atlantique, le premier trimestre 2014 a froidement débuté, un hiver glacial ayant littéralement congelé toute activité, avec une contraction du PIB corrigé des variations saisonnières de 2,1% en glissement trimestriel. Mais les États-Unis ont fini par sortir de leur hibernation et ont engrangé une croissance solide pendant le reste de l'année. Le rebond s'est accompagné d'une poursuite de l'embellie sur le marché du travail. Le taux de chômage est passé sous la barre des 6% avec une accélération des créations d'emplois.

Conformément à l'amélioration progressive de l'économie américaine, la Fed a continué à ajuster sa politique monétaire en poursuivant la diminution des achats d'actifs entamée en septembre 2013 par Ben Bernanke (*Tapering*). En octobre dernier, la banque centrale a mis fin au troisième assouplissement quantitatif (*Quantitative Easing*), laissant la question ouverte : quand viendra la première hausse des taux d'intérêt en 2015.

Dans la zone euro, les choses ont été radicalement différentes. L'année avait débuté sur une note positive : l'euro s'inscrivait dans une tendance haussière (juste inférieur à 1,38 le 1er janvier 2014), le PIB affichait au premier trimestre la plus forte hausse de l'année (+1,2% en glissement trimestriel, corrigé des

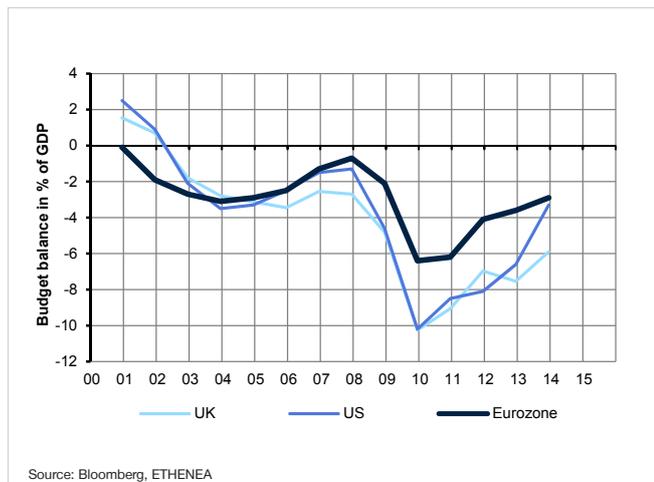
variations saisonnières) et l'inflation, même en perte de vitesse, ressortait à 0,8%. Par la suite, l'économie n'a cessé de ralentir et l'inflation de se rapprocher du niveau zéro.

La lenteur de la mise en œuvre des réformes et l'incapacité des gouvernements à collaborer et à s'accorder sur un programme de relance pan-européen minent la reprise. Exception faite du timide plan de Jean-Claude Juncker, il est quasiment impossible de lancer des politiques de relance budgétaire tant que le critère de Maastricht, qui limite le déficit à 3% du PIB, contraint les gouvernements à l'inaction.

Pour compenser cette inertie, la Banque centrale européenne (BCE) s'est montrée hyperactive. Elle a entrepris un vaste examen du système bancaire européen, abaissé ses taux à zéro (voire en territoire négatif), adopté des mesures non conventionnelles comme les opérations de refinancement à plus long terme (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO) ainsi que des achats d'ABS et d'obligations sécurisées et ouvert la voie à un Quantitative Easing l'an prochain.

La dépréciation de l'euro vis-à-vis du dollar américain, passé de 1,38 début 2014 à environ 1,24 en fin d'année, et le différentiel de rendement de 150 points de base en faveur des obligations du Trésor américain par rapport au Bund allemand à 10 ans, constituent les illustrations les plus frappantes de la divergence entre l'économie américaine et celle de la zone euro.

L'économie japonaise a connu de nombreux rebondissements en 2014. L'événement le plus marquant a sans conteste été l'augmentation de la taxe sur la valeur ajoutée en avril. S'en est suivi, au vu des chiffres de la consommation anticipée, une récession technique lors des deux trimestres suivants. Face au marasme économique, la Banque du Japon (BOJ) a annoncé fin octobre qu'elle élargirait encore son bilan, déjà considérablement accru. Le Premier ministre Shinzō Abe s'est lui aussi efforcé de relancer l'économie en



Graphique 8 : Incitations budgétaires

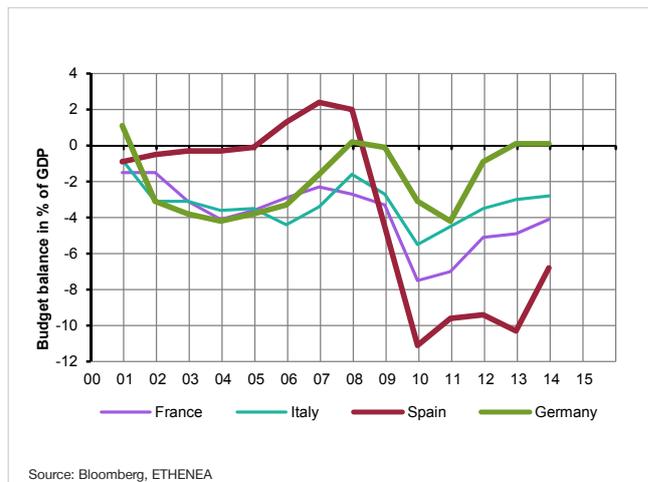
reportant la seconde hausse de la TVA, prévue initialement en octobre 2015, au printemps 2017.

Des deux flèches des Abenomics² lancées jusqu'ici, c'est-à-dire le programme d'assouplissement quantitatif et les mesures de relance fiscales, c'est la première qui a influé le plus durablement sur l'économie – du fait d'un affaiblissement du yen, de taux d'intérêt plancher et de la hausse des cours des actions. Cependant, comme les petits épargnants nippons placent la majeure partie de leur épargne dans des valeurs sûres, telles que les obligations, ils n'ont que peu profité de cette politique jusqu'à présent. Au contraire : tandis que les prix à la consommation augmentent du fait de la hausse des coûts des importations et d'une nouvelle augmentation de la TVA, les salaires ne suivent pas. Dans un contexte de baisse des revenus réels, la morosité de la consommation et le climat économique plutôt tendu ne surprennent personne. Comme dans la légende, prises séparément, les flèches plient. Reste à espérer qu'aucune d'elles ne se brise avant que l'objectif soit atteint.

Au-delà de l'actualité économique aux États-Unis, dans la zone euro et au Japon, l'économie mondiale a également été ébranlée par des crises monétaires en Argentine et en Turquie, la crainte d'un tassement de la croissance chinoise, les manifestations à Hong Kong et la montée en puissance de l'organisation terroriste État islamique. Heureusement pour les investisseurs, ces épisodes ont été brefs ou contenus. La situation en Ukraine et en Russie ainsi que le récent effondrement des prix du pétrole pourraient s'avérer plus déstabilisants.

Perspectives économiques

La divergence entre les États-Unis et l'Europe devrait perdurer en 2015. Notre conviction repose sur certaines différences fondamentales qui existent entre les États-Unis et la zone



Graphique 9 : Incitations budgétaires

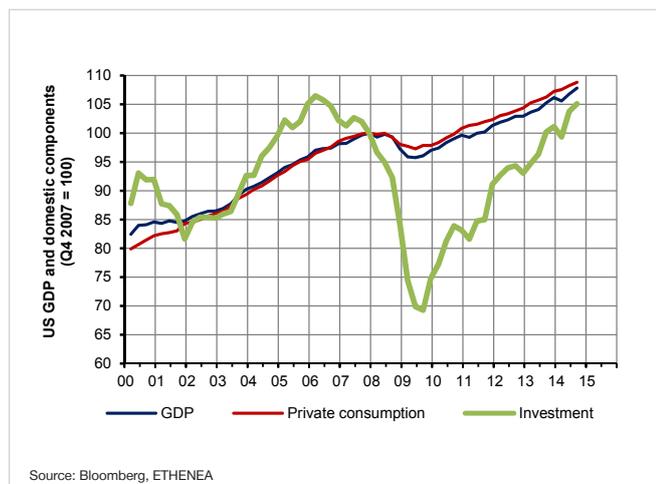
euro ainsi que sur la pertinence des réponses économiques et monétaires.

L'économie américaine a été l'épicentre de la crise financière mondiale qui, comme son nom l'indique, a d'abord été une crise *financière*, ni plus ni moins. En Europe, cette crise a également touché les banques et a entraîné des faillites et renflouements. Outre les États-Unis, la zone euro a également souffert d'une crise *des institutions*, qui a paralysé les gouvernements. Les banques ont été recapitalisées, les taux ont été abaissés et des liquidités ont été injectées aux États-Unis comme dans la zone euro, mais seuls les Américains ont lancé une relance budgétaire d'ampleur (graphique 8). Il s'agit là d'une différence majeure, qui explique en grande partie la divergence des taux de croissance. Et cette divergence est de mise au sein même de la zone euro : l'Espagne reprend pied alors que l'Italie n'a pas encore véritablement redécollé (graphique 9).

L'Europe est une mosaïque d'économies qu'il est impossible de guérir avec un remède unique. Avec une seule devise et un seul taux d'intérêt, la BCE ne parvient pas à faire face à l'hétérogénéité des membres de l'union monétaire. Les gouvernements des États membres doivent respecter le Traité de Maastricht, qui les empêche de lancer une relance budgétaire significative. Conséquence : la divergence entre les pays doit être corrigée par des mesures douloureuses en termes de compétitivité, qui se traduit par un chômage élevé et/ou une déflation dans la plupart des économies les plus touchées. Étant donné qu'aucune institution européenne n'est capable d'aplanir les différences, les conditions monétaires sont trop tendues et les politiques fiscales sont trop strictes pour la zone périphérique.

Vues sous cet angle, les perspectives européennes n'ont rien de reluisant, et c'est la raison pour laquelle ni l'investissement, ni la consommation n'ont retrouvé leur niveau d'avant-crise. L'investissement réel reste inférieur de 20 % au point haut du

² Programme économique du Premier ministre japonais Shinzō Abe



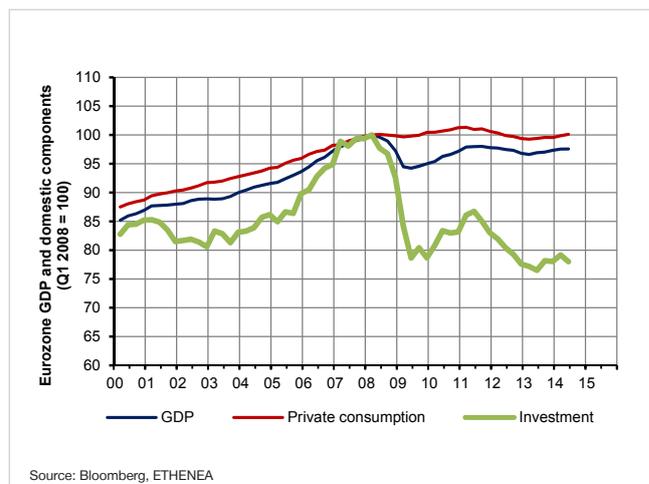
Graphique 10 : Reprise aux États-Unis

cycle, et il a fallu plus de 6 ans à la consommation privée pour renouer avec son haut de cycle. À l'inverse, aux États-Unis, la consommation privée dépasse ce niveau de 9 % et l'investissement, de 5 %. En termes de PIB, celui des États-Unis a augmenté de 8 % alors que celui de la zone euro a baissé de 2 % (graphiques 10 et 11).

Le manque d'investissement dans la zone euro est frappant, et illustre à la perfection le principal problème de l'Europe : la faiblesse de la demande intérieure. Les banques de la zone euro sont recapitalisées, la liquidité est abondante et les taux d'intérêt sont au plus bas historique ... Toutes les conditions réunies pour un boom du crédit qui n'arrive tout simplement pas. Le pessimisme, l'absence de vision pour l'Europe et la morosité des perspectives économiques minent le moral des investisseurs et des consommateurs.

Nous estimons qu'il existe trois manières de sortir l'Europe de sa torpeur. La première serait une relance budgétaire massive qui viendrait compenser une demande intérieure anémique. Cette solution serait efficace, mais peu pratique puisqu'aucune institution ad hoc n'existe. La deuxième option serait un nouvel assouplissement de la politique monétaire pour pallier les défaillances du système politique. Même si ce n'est pas la panacée, nous pensons que la BCE lancera un programme d'assouplissement quantitatif début 2015. Enfin, la dernière possibilité est de faire le dos rond, c'est-à-dire encaisser les ajustements économiques douloureux et les réformes structurelles jusqu'au bout, comme cela a été le cas en Grèce. Mais il s'agit d'une option risquée, car elle peut se traduire par une radicalisation politique et des troubles sociaux. Nous espérons que ce scénario ne l'emportera pas, car il entraînerait vraisemblablement des défauts d'obligations souveraines et in fine, une implosion de la zone euro. Nous restons vigilants pour autant.

La politique monétaire accommodante et faible demande intérieure sont synonymes d'une faible inflation, voire de déflation. La conséquence directe est une extrême faiblesse des taux d'intérêt à court terme. La deuxième est une poursuite de la



Graphique 11 : Reprise dans la zone euro

convergence des taux souverains en Europe. Toute divergence serait probablement considérée comme une augmentation du risque d'implosion de la zone euro. Enfin, et paradoxalement, ce contexte pourrait s'avérer porteur pour les actions, les nouvelles liquidités s'orientant vers le marché actions compte tenu de la cherté des obligations.

Notons toutefois que quelques éclaircies sont à prévoir l'an prochain. D'un côté, les conditions se sont peu à peu améliorées sur le marché du travail en 2014, des emplois ont été créés et le chômage reflue, ce qui présage en général d'un rebond de la consommation. La faiblesse des prix du pétrole devrait également favoriser la consommation. De l'autre côté, les flux de crédit à destination des entreprises non financières ont connu une timide amélioration ces derniers mois, suggérant un fragile retour des investissements.

Aux États-Unis, les perspectives économiques sont radieuses. La demande intérieure, qu'il s'agisse de la consommation des ménages ou des investisseurs, est robuste. Le redressement du marché du travail se poursuit, ce qui renforce la capacité et la volonté des ménages à dépenser. Au final, nous tablons sur une croissance près de quatre fois plus forte aux États-Unis que dans la zone euro, à +3,1 % et +0,8 % respectivement.

En 2015, la Fed ajustera sa politique monétaire en fonction de l'évolution de l'économie. Lors de la réunion de décembre du FOMC, la présidente de la Fed, Janet Yellen, a confirmé une « normalisation » progressive de la politique monétaire, ce qui signifie, en clair, qu'une première hausse des taux interviendra cette année, à l'été probablement. Nous restons prudents quant à l'évolution des taux à long terme, un sujet sur lequel nous reviendrons plus tard.

Quoi qu'il en soit, la divergence des cycles économiques et monétaires entre les États-Unis et l'Europe devrait s'accroître, ce qui pèsera sur l'euro. L'affaiblissement de la monnaie unique est une bonne nouvelle pour l'Europe, car il rend les exportations plus compétitives et réduit les pressions déflationnistes. Le

renforcement du dollar américain ne sera, lui, pas réellement préjudiciable pour la première économie mondiale, car elle est très largement portée par la demande intérieure. Ce mouvement se poursuivra tant que l'évolution du taux de change EUR/USD sera aussi positive pour la zone euro que pour les États-Unis.

Suisse

L'économie suisse a remarquablement bien résisté en 2014 malgré la vigueur du franc et la faiblesse de l'Europe, son premier partenaire commercial. Mais dans la mesure où le franc suisse reste lié à l'euro, la Suisse n'a pas de souveraineté monétaire et risque d'importer la déflation qui couve en Europe. Parallèlement, les tensions haussières sur le franc suisse ne cessent de se renforcer. La Banque nationale suisse (BNS) a imposé des taux d'intérêt négatifs, sorte de taxe déguisée, sur les dépôts en franc suisse des institutions financières, afin d'enrayer la spéculation. La BNS est prise entre le marteau et l'enclume : il lui faudrait une devise plus faible pour apaiser les pressions déflationnistes alors que la demande mondiale en actifs sûrs tire le franc suisse vers le haut. Si la déflation s'installe en Europe en 2015, le franc pourrait être mis sous tension au point que la BNS pourrait être contrainte d'ajuster la parité EUR/CHF pour faire baisser le franc.

Japon

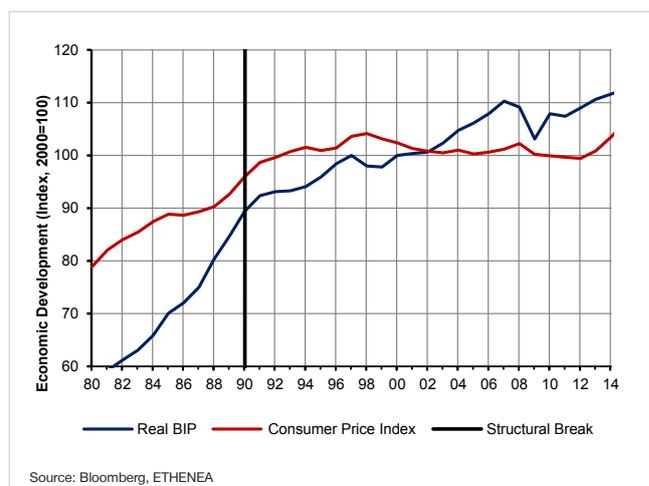
2015 devrait être marquée par une reprise de la consommation et, partant, de l'économie au Japon. D'une part, l'inflation n'augmentera pas autant que l'an passé. Si la dépréciation du yen cette année entraînera bien un certain effet de base, la baisse des prix de l'énergie aura un effet plutôt déflationniste. D'autre part, le report de la seconde hausse de la TVA favorisera la consommation. Une inversion, ou du moins une baisse marquée, des pertes de salaire réelles cette année est essentielle à la reprise économique. Les syndicats feront valoir leurs revendications en ce sens, avec le soutien du gouvernement, au premier semestre. Ces revendications seront soutenues par la situation de plus en plus tendue sur le marché de l'emploi. Les petites entreprises, souvent tournées vers le marché régional ou national, devraient cependant avoir des difficultés à faire face à la pression de plus en plus forte à la hausse des salaires. Elles n'ont pu bénéficier de la baisse du yen et pâtissent même de la hausse des prix de l'énergie et des importations. Les entreprises internationales, en revanche, se sont pour l'instant contentées d'accroître leurs bénéfices, mesurés en yen, plutôt que d'augmenter leur production et leurs exportations³. Le transfert de ces bénéfices aux salariés est une condition essentielle du redressement de l'économie japonaise, ainsi que du succès des Abenomics.

Un autre facteur clé à prendre en compte l'année prochaine réside dans les réformes structurelles décidées par le gouvernement, qui

ont été retardées par la récente dissolution de la chambre basse du Parlement et les élections qui s'en sont suivies. Une baisse de 2,5 % de l'impôt sur les sociétés avait été promulguée dès le mois de décembre 2014. En revanche, d'autres réformes plus efficaces ne seront mises en œuvre qu'au second semestre 2015, une fois que d'autres questions comme les négociations budgétaires et la refonte de la législation en matière de sécurité nationale (mot clé : *Collective Self-Defence*) – inutile, si ce n'est préjudiciable au plan international – auront été tranchées. Il sera intéressant de voir si Shinzō Abe montre le même enthousiasme à mener des réformes impopulaires qu'à adopter des budgets supplémentaires.

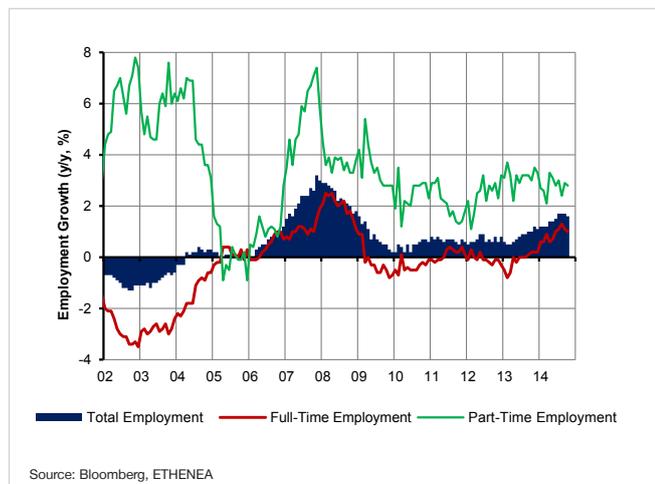
Un scénario à la japonaise en Europe ?

La baisse de plus en plus marquée de la croissance et de l'inflation en Europe depuis l'été 2014 soulève peu à peu, de différentes parts, la question de savoir si l'Europe ne traverse pas une *décennie perdue* sur le modèle japonais. On observera en premier lieu à cet égard que le scénario type dans ce cas de figure – stagnation économique et déflation – n'est pas celui qu'a connu le Japon pendant les années 1990 à 2010. En effet, le pays a enregistré au cours de cette période une croissance moyenne de 1 % par an en termes réels. En outre, les prix n'ont dans l'ensemble pas baissé, mais augmenté jusqu'en 1997, pour ensuite se rétracter. En 2010, au point bas de cette évolution, les prix à la consommation avaient retrouvé leur niveau de 1993 (graphique 12). Cela n'est certes pas le reflet d'une économie florissante, mais le Japon était loin de connaître une crise. Le PIB par habitant a augmenté au même rythme que l'économie dans son ensemble, tandis que le chômage a stagné. Quiconque s'est rendu au Japon témoignera que le niveau de vie élevé n'est pas révélateur d'un pays traversant une crise économique prolongée : pas de grèves, pas de chômage des jeunes exacerbé et pas de déficit de confiance envers les pouvoirs publics. Il est indéniable, cependant, que l'évolution que connaît actuel-



Graphique 12 : Croissance faible et stagnation des prix au Japon

³ Les tensions sur le marché du travail peuvent avoir, à moyen terme, des répercussions positives ou négatives sur l'économie japonaise. Tandis que la pression à l'innovation s'accroît, le manque de main-d'œuvre spécialisée favorise la poursuite de la délocalisation de la production à l'étranger. L'évolution démographique ne laisse entrevoir que de *piètres perspectives* à cet égard et, face à la concurrence qui s'exerce au plan international en matière de capital humain, le Japon, avec son marché du travail rigide et sa population nationaliste, est plutôt mal loti.

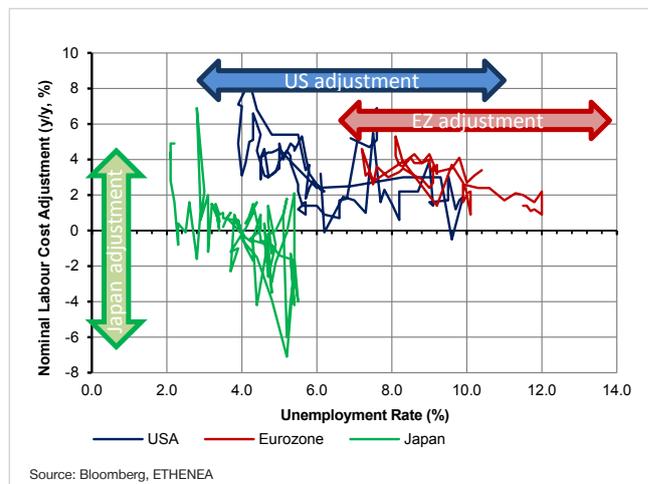


Graphique 13 : Évolution de l'emploi au Japon

lement l'Europe présente quelques similitudes avec la situation japonaise d'alors. Afin de déterminer s'il faut y voir un signal d'alarme pour l'avenir, nous devons nous intéresser aux causes de ces développements.

La faible croissance économique qu'a affichée le Japon entre 1990 et 2010 est directement imputable à une gestion de crise défaillante. L'économie japonaise avait connu durant les années 1980 un boom qui avait entraîné une énorme bulle immobilière et sur le marché des actions. Au plus fort de cette bulle, le terrain sur lequel est érigé le palais de l'empereur à Tokyo valait autant que l'ensemble de la superficie de la Californie. Les deux tiers des actifs immobiliers mondiaux étaient concentrés au sein de l'agglomération tōkyōite.

L'éclatement de cette bulle en janvier 1990 a marqué le début de ce qu'on a appelé par la suite la décennie perdue. Les réponses apportées sur le plan monétaire, économique et budgétaire ont été trop tardives et/ou inefficaces. Ainsi, ce n'est qu'après cinq années de croissance faible que la Banque du Japon a abaissé ses taux directeurs, pour les faire passer sous la barre de 1 %. Le sentiment social à l'égard des banques, qui étaient considérées comme responsables de la crise, était globalement très négatif, de sorte que les mesures prises pour leur venir en aide ont été accueillies très fraîchement. L'une d'elles a notamment consisté en la création d'une *banque poubelle* afin de recapitaliser les établissements financiers anémiés qui, des années durant, avaient pratiqué l'*evergreening* et octroyé des crédits toxiques. Comme pour le secteur financier, des réformes impopulaires ont été ajournées dans tous les autres secteurs économiques, ce qui a eu pour effet d'entamer peu à peu la compétitivité de l'économie nipponne sur le plan international. Le gouvernement s'est contenté dans les grandes lignes de prendre des mesures conjoncturelles afin de compenser la baisse de la consommation privée. Les sommes importantes débloquées à cette fin, qui ont été à la base de la dette publique actuelle s'élevant à plus de 240 % du PIB, ont fini pour l'essentiel dans des projets d'infrastructure très peu porteurs dans les préfectures locales. Ces mesures de



Graphique 14 : Ajustements du marché du travail en comparaison internationale*

relance ont été supprimées qu'en 1997, soit *cinq ans avant la crise asiatique*, la même année que l'introduction d'une taxe sur la valeur ajoutée. Ce qui devait permettre de redresser durablement les finances publiques a plongé le pays dans une période de récession de deux ans.

Les problèmes engendrés par la crise financière de 2008 ont été gérés de manière beaucoup plus rapide et ciblée en Europe. La croissance atone qui préoccupe actuellement l'Union monétaire n'est plus le fait de la bulle des marchés financiers de 2008, mais bien plus de la crise de l'euro qui s'en est suivie. Le problème n'est pas l'inefficacité des investissements publics, mais plutôt leur inexistence. En outre, le peu de nouveaux crédits octroyés par les banques est dû non pas au fait que celles-ci doivent faire face à une pléthore de crédits en difficulté, mais plutôt à la faiblesse de la demande de crédits.

En ce qui concerne l'évolution des prix également, différents facteurs jouent de part et d'autre un rôle clé. Tandis qu'en Europe, la faiblesse de l'évolution des prix est liée à la baisse, voire à l'implosion des prix des matières premières, la période déflationniste qu'a connue le Japon de 1997 à 2002 s'explique par une déflation des salaires. Du fait de la rigidité du marché du travail sur le plan horizontal, les emplois à plein temps ont été peu à peu remplacés par des emplois à temps partiel moins bien rémunérés (graphique 13). Comme au Japon, une embauche revient implicitement à nouer une relation à vie avec l'employeur, les Japonais sont prêts à accepter des pertes de salaire, tant en termes réels que nominaux, plutôt que de courir le risque de perdre leur emploi. C'est là une particularité du marché du travail nippon par rapport aux autres pays.

En Europe comme aux États-Unis, les entreprises ont tendance à réduire leurs coûts salariaux à la suite d'une crise en licenciant du personnel plutôt qu'en réduisant leur salaire. Cela se traduit de part et d'autre par une hausse des taux de chômage, tandis que les baisses de salaires nominales sont jusqu'à présent plutôt inhabituelles (graphique 14). Toutefois, le graphique montre également que, contrairement

aux États-Unis, l'Europe pâtit d'un manque de souplesse sur le plan horizontal. Tandis qu'aux États-Unis, la mobilité géographique de la main-d'œuvre permet de l'utiliser au mieux, cette flexibilité fait défaut en Europe, en raison de différences linguistiques, de formation et de culture. Ainsi, le chômage n'a jamais franchi la barre des 10 % aux États-Unis, même pendant la crise, tandis qu'en Europe, il se maintient en moyenne à ce niveau depuis 2010. Bien que le marché européen de l'emploi ne soit pas régi par les mêmes rapports que son pendant nippon, son manque de souplesse, quoique dans d'autres domaines, peut se traduire par des baisses de salaires. Comme l'a souligné Mario Draghi lors de sa conférence de presse du 4 décembre 2014, il ne faut pas négliger les répercussions que peut avoir la baisse des prix des matières premières sur l'évolution des salaires.

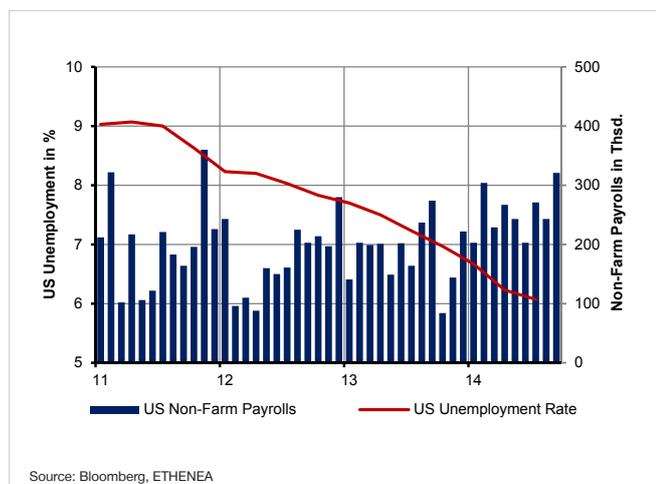
En résumé, les forces aujourd'hui à l'œuvre en Europe sont différentes de celles qui l'étaient au Japon lors de la *décennie perdue*. Cela ne veut pas dire pour autant que, bien que les causes soient différentes sur le Vieux Continent, nous ne connaissons pas une évolution similaire.

Hausse des taux d'intérêt américains en 2015 ?

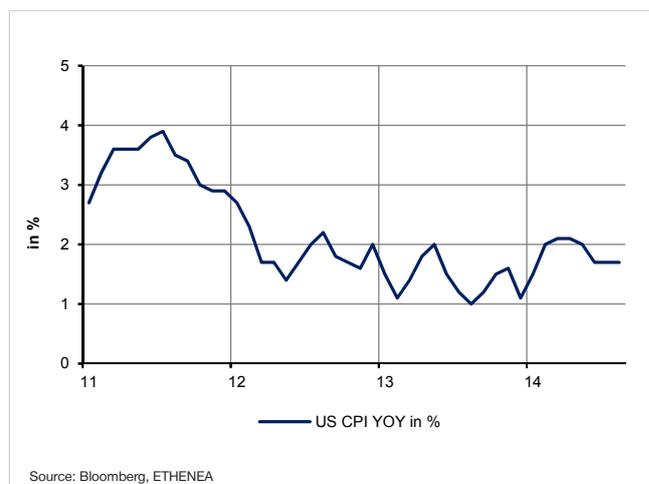
Nous nous sommes longuement intéressés dans le paragraphe précédent aux divergences économiques croissantes entre l'*ancien* et le *nouveau* monde. La politique monétaire constitue un facteur fondamental à cet égard. Tandis que, dans la zone euro, la politique monétaire accommodante sera maintenue, voire étendue, dans les années à venir, on s'interroge aux États-Unis, notamment après l'arrêt du programme d'achat d'actifs de la Fed (*tapering*) : celle-ci relèvera-t-elle ses taux d'intérêt en 2015 et, dans l'affirmative, quand et comment ?

La première question à se poser est somme toute : la Fed doit-elle absolument relever ses taux en 2015 ?⁴

Contrairement à la BCE, la Fed a un double mandat, et on peut supposer qu'elle le remplit avec autant de sérieux que la BCE : *"We have to comply with our mandate. We are not politicians here."*⁵ Ce mandat prévoit, outre la stabilité des prix (objectif d'inflation de 2 %), un taux d'emploi maximal (en d'autres termes, un taux de chômage aussi faible que possible). Le graphique 15 montre l'évolution du taux de chômage et des créations d'emplois hors secteur agricole (rapport sur le marché du travail) aux États-Unis. Il apparaît clairement que le marché de l'emploi américain a très fortement bénéficié de la reprise économique consécutive à la crise. De ce fait, la Fed elle-même a déjà dû, à plusieurs reprises, revoir à la baisse son objectif en matière de taux de chômage, ce qui avait justifié une première hausse des taux d'intérêt, dans la mesure où le chômage était déjà inférieur à l'objectif fixé. Le nombre d'emplois créés traduit lui aussi cette évolution positive. Si l'on regarde plus attentivement le mandat de la Fed, un relèvement des taux d'intérêt semble tout à fait probable en 2015. L'évolution de l'inflation (graphique 16) laisse entrevoir un tableau légèrement différent, même si ce n'est qu'au deuxième abord. À première vue en effet, l'inflation semble être proche de l'objectif de 2 %, ce qui plaide en faveur d'une hausse prudente des taux. Cependant, plusieurs facteurs, en particulier l'évolution actuelle des cours du pétrole et l'appréciation du dollar américain face à d'autres monnaies, comme l'euro et le yen, exercent un effet déflationniste. Une hausse prématurée ou trop rapide des taux d'intérêt comporte donc le risque, du fait des deux facteurs précités, de faire chuter l'inflation bien en deçà de l'objectif fixé et, partant, de freiner la reprise économique. Ce risque est d'autant plus prégnant au regard de l'évolution actuelle de l'économie mon-



Graphique 15 : Évolution du taux de chômage et des créations d'emplois aux États-Unis



Graphique 16 : Évolution de l'IPC aux États-Unis

⁴ Bien que la Fed, sous la présidence d'Alan Greenspan, et la BCE, sous la présidence de Jean-Claude Trichet, aient déjà prouvé que les banques centrales pouvaient relever leurs taux d'intérêt à tout moment sans que la nécessité s'en fasse sentir ou même si une telle décision est contre-productive d'un point de vue économique, nous nous limitons ici à l'aspect de nécessité, et non de possibilité d'une hausse des taux.

⁵ « Nous devons remplir notre mandat, car nous ne sommes pas des responsables politiques », Mario Draghi, le 4 décembre 2014.



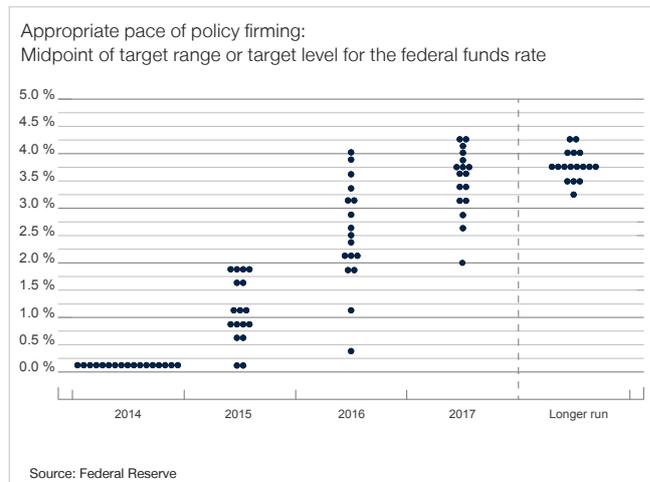
Graphique 17 : Volatilité glissante sur 30 jours du rendement des bons du Trésor américain à 2 ans

diale et des perspectives d'inflation. Par conséquent, il n'y a pour l'heure pas d'urgence, du point de vue de l'inflation, à ce que la Fed relève ses taux.

Le problème, toutefois, est que l'inflation ne peut être gérée qu'indirectement et avec une certaine latence via la politique monétaire. En d'autres termes, si la banque centrale réagit trop tard, elle court le risque de ne pas ou plus pouvoir remplir son objectif. Ou, en termes encore plus simples, de perdre le contrôle et de ne pouvoir influencer que de manière insuffisante, voire de ne plus pouvoir influencer, sur l'évolution de l'inflation – ou d'une déflation. Le principal risque à l'heure actuelle sur le front de l'inflation aux États-Unis (outre celui d'une baisse de la production de pétrole de l'OPEP, ce qui entraînerait une remontée en flèche des cours) découle de l'évolution positive du marché du travail. Face à la baisse du taux de chômage, les employeurs sont soumis à une pression croissante et doivent verser des salaires plus élevés pour conserver leur personnel qualifié. Dans la mesure où la croissance outre-Atlantique repose avant tout sur une forte demande intérieure, une hausse des salaires a un effet positif direct sur l'évolution de l'inflation. Pour l'heure, cette pression est encore faible. En octobre, les salaires réels affichaient une progression moyenne de 0,4 % sur un an. Toutefois, si l'on compare ce chiffre aux attentes, qui étaient de 0,2 %, il est fort probable que l'évolution des salaires, tout comme celle du chômage, ait été sous-évaluée.⁶

La Fed n'a donc pas le couteau sous la gorge à l'heure actuelle, mais il serait prudent, tant que l'économie américaine conserve son allant, qu'elle relève ses taux en prévision des développements futurs. Une hausse des taux en 2015 lui permettrait en outre de reconstituer sa marge de manœuvre, fortement réduite, et de refaire le plein de munitions. En cas de dégradation des perspectives économiques, ou si l'économie américaine ne parvenait pas à s'affranchir de la tendance déflationniste, elle aurait ainsi la possibilité de baisser ses taux, dans un premier temps.

⁶ Source : Bureau of Labor Statistics, Bloomberg



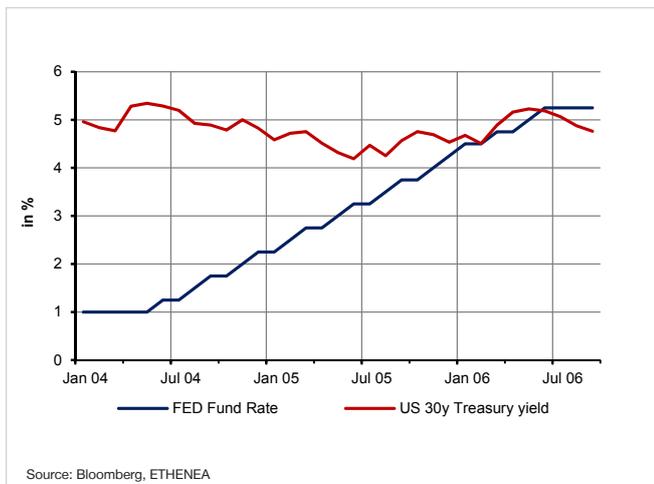
Graphique 18 : Graphique à points de la Fed*

La question qui se pose alors, est la suivante : Quand est-ce que les taux d'intérêt commenceront à monter ?

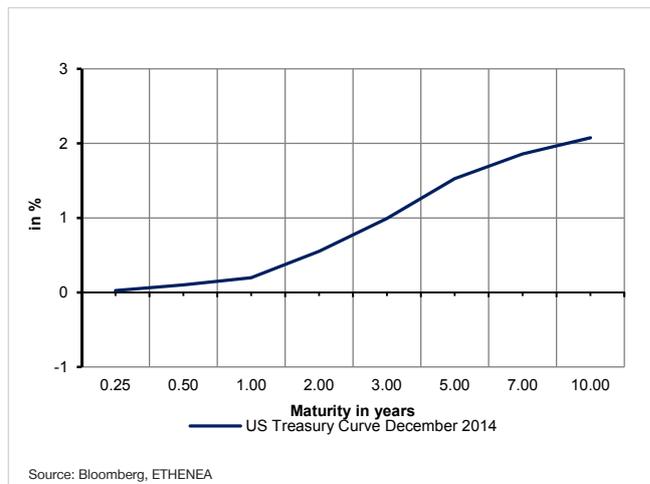
Cette question est particulièrement délicate car l'arrêt des achats d'actifs de la Fed (*tapering*) a eu pour effet d'accroître l'incertitude des marchés de taux, ce qui s'est traduit par une volatilité accrue des taux (graphique 17). Malgré des déclarations parfois divergentes de la part des membres du FOMC, une hausse des taux directeurs ne devrait pas intervenir, selon nous, avant le second semestre, voire le troisième trimestre 2015, si tant est que l'économie conserve son dynamisme. La probabilité d'une intervention plus rapide est quasi nulle. Au travers de ses indications prospectives (*forward guidance*), la Fed, sous la conduite de sa présidente actuelle Janet Yellen, s'était efforcée de préparer prudemment les marchés à un durcissement inédit de sa politique monétaire jusqu'ici accommodante. Bien que la Fed se soit ménagée une certaine latitude en affirmant que la décision dépendra en dernier lieu des données économiques, un relèvement prématuré inquiéterait par trop les marchés et entamerait sa crédibilité. Un report est cependant tout à fait possible si, dans le cadre de l'évolution de la conjoncture mondiale, les perspectives de l'économie américaine devaient elles aussi s'assombrir.

Reste à savoir ce que cela implique exactement sur le plan des taux d'intérêt.

Si l'on observe le graphique à points actuel (graphique 18), il apparaît que même les plus optimistes (ou devrait-on dire surréalistes ?) des membres du FOMC seront lentement rattrapés par la réalité et doivent revoir à la baisse leur estimation d'un taux directeur légèrement inférieur à 3 % fin 2015. Au demeurant, nous pensons, tout comme la majorité des autres membres du FOMC ayant le droit de vote, qu'une telle hausse est absurde. D'autant plus lorsqu'on sait quelles conséquences peut avoir une augmentation trop rapide des taux d'intérêt dans



Graphique 19 : Évolution des taux d'intérêt à court terme par rapport aux taux d'intérêt à long terme lors du dernier cycle de hausse des taux américains



Graphique 20 : Évolution prévisionnelle de la courbe des taux*

un contexte économique fragile, comme l'a démontré Alan Greenspan lors d'un *grand essai pratique*. Une hausse jusqu'à 50 points de base est possible, mais uniquement si l'économie digère bien une première, de 25 points de base. Si la Fed – qui conserve encore une politique relativement *conciliante* – a un doute à cet égard, elle s'en tiendra à cette première étape en 2015. Il est important de noter à ce propos qu'une hausse des taux d'intérêt ne veut pas dire une hausse des taux d'intérêt.

Ce qui peut paraître absurde même à première vue s'est déjà vérifié au cours du dernier cycle de relèvements de la Fed, lors duquel celle-ci a augmenté ses taux à 17 reprises, à chaque fois de 25 points de base. Le graphique 19 illustre ce rapport au travers de l'évolution du taux directeur au regard du rendement des emprunts d'État à 30 ans. Tandis que les taux à court terme ont été relevés de 1% à 5,25%, les rendements à long terme sont restés stables à environ 5% sur la même période. Malgré la hausse des taux, les bons du Trésor américain à long terme ont ainsi pu offrir une rémunération attrayante.

De la même manière, nous prévoyons en 2015 un aplatissement ou une normalisation de la courbe des taux américains, comme le montre le graphique 20. Tandis que les rendements à court terme évolueront résolument à la hausse dans l'hypothèse d'un relèvement des taux de la Fed, ceux à long terme resteront stables et pourraient même légèrement baisser, du fait, entre autres, de l'endettement élevé des États-Unis, du potentiel de croissance à long terme de l'économie américaine et de l'évolution de l'inflation outre-Atlantique.

BEER – Bond Equity Earnings Yield Ratio

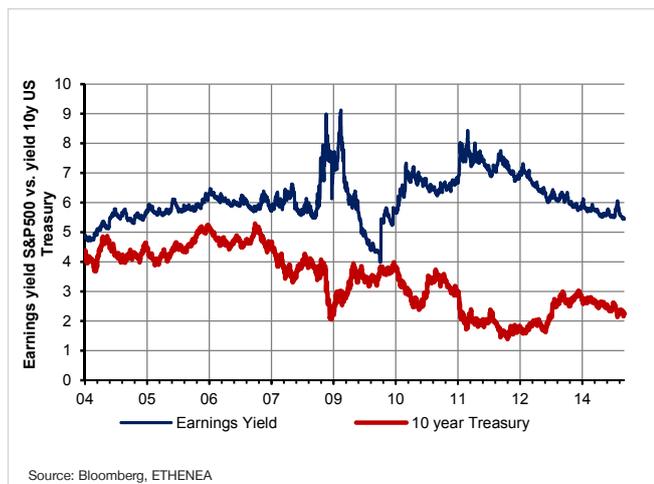
Un investissement sur le marché des actions doit toujours être envisagé à travers une allocation d'actifs globale. L'essentiel est de savoir si et dans quelle mesure les actions sont plus rémunératrices que les obligations. Car chacun sait que la volatilité accrue sur le marché des actions, source d'insomnies, doit être

compensée d'une façon ou d'une autre. Sinon, nous pourrions tout aussi bien nous contenter d'acheter des bons du Trésor américain à 10 ans et de les conserver jusqu'à l'échéance. Cette réflexion préalable et l'exemple des emprunts d'État américains à 10 ans en tant qu'alternative d'investissement marquent le point de départ de notre analyse de l'évolution des marchés d'actions, notamment américains, au cours de l'année à venir. Le ratio BEER (*Bond Equity Earnings Yield Ratio*) peut nous aider en cela. Il s'agit d'un simple indicateur mettant en rapport le rendement des obligations et le rendement de dividende des marchés d'actions correspondants. Un BEER supérieur à 1 tendant à démontrer que les actions sont surévaluées et un ratio inférieur à 1, qu'elles sont sous-évaluées.

Les 60 dernières années ont montré qu'il existe une relation étroite entre le rendement des sociétés cotées sur le marché des actions et celui du marché obligataire, comme on peut le voir sur le graphique 21. Celui-ci met en parallèle le rendement des entreprises cotées, également appelé ratio bénéfice/cours



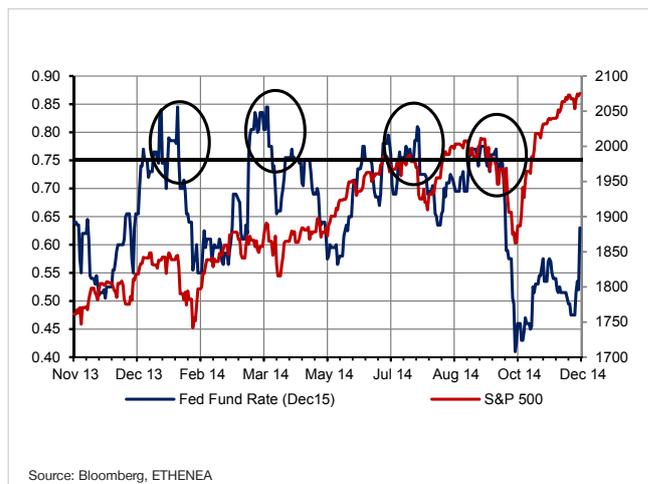
Graphique 21 : Ratio bénéfice/cours de l'indice S&P 500 et rendement des bons du Trésor américain à 10 ans



Graphique 22 : Ratio bénéfice/cours des actions de l'indice S&P 500 et rendement des bons du Trésor américain à 10 ans

(*earnings yield*), et celui des bons du Trésor américain à 10 ans. Le ratio bénéfice/cours se calcule de manière relativement simple, en divisant les bénéfices des entreprises par leur capitalisation boursière. Dès lors que les investisseurs sont prêts à payer plus pour s'associer aux bénéfices des entreprises, le rendement des actions diminue.

Mais observons maintenant les deux courbes de rendement de plus près : le rendement des actions (*earnings yield*) des entreprises s'établit actuellement à 5,5 %, tandis que celui des bons du Trésor américain à 10 ans n'est que d'environ 2,2 %, soit un écart de 330 points de base et un BEER de 0,4 (2,2/5,5). L'écart de rendement est ainsi nettement supérieur à la moyenne des dix dernières années (d'environ 270 points de base). Selon nous, il va continuer à se réduire en 2015, comme cela a été le cas les années précédentes. En effet, l'écart entre les deux courbes est passé de 580 points de base début 2012 à 330 à l'heure de rédiger ce Commentaire de Marché. Si le marché obligataire n'est malheureusement plus guère rémunérateur, le ratio bénéfice/cours des entreprises reste attrayant à 5,5 %. Comme nous l'avons dit précédemment, nous n'entrevoions pas de nouvelle baisse notable des rendements obligataires si la Fed décide, comme elle l'a laissé entendre, d'opérer une première hausse des taux. Par conséquent, les investisseurs n'auront selon nous pas d'autres choix que de se tourner vers le marché des actions s'ils veulent bénéficier d'un rendement intéressant dans les prochaines années. L'expérience démontre à cet égard qu'il convient de déterminer la *bonne* répartition entre actions et obligations pour obtenir le meilleur rendement ajusté du risque. Dans le contexte de marché actuel, les actions ont par conséquent tout à fait leur place dans un portefeuille équilibré. Si, par exemple, le rendement des actions de l'indice S&P 500 baissait de 50 points de base, l'indice augmenterait de 2,250 points (toutes choses égales par ailleurs). Dans l'hypothèse d'une baisse de 100 points de base, il augmenterait de 2,500 points.



Graphique 23 : Taux cible implicite des fonds fédéraux et indice S&P 500*

Après nous être demandés si les rendements américains à long terme constituaient une alternative pertinente aux actions du S&P 500, intéressons-nous maintenant aux taux d'intérêt à court terme. Dans la mesure où les taux à court terme de la Réserve fédérale américaine sont également négociés par les opérateurs du marché et où leurs prix intègrent dès lors les attentes de ces derniers, nous effectuerons notre analyse au regard de l'évolution des contrats à terme sur le taux cible des fonds fédéraux échéant en décembre 2015. Le graphique 23 montre clairement qu'une hausse des taux d'intérêt à court terme met à mal le marché américain des actions. Dès lors que le rendement de ces contrats à terme a dépassé 75 points de base en 2014, le S&P 500 a reculé de près de 100 points d'indice, soit une perte d'environ 5 %. Il est donc manifestement nécessaire que la Fed justifie avec prudence et surtout de façon claire les hausses de taux qu'elle a évoquées avant d'entamer un processus de normalisation. Si elle parvient à démontrer que de telles hausses sont justifiées par la nécessité de reconstituer sa capacité d'action (mot clé : *réarmement*), sa démarche risquée pourrait être couronnée de succès, en ce sens que les relèvements pourraient s'opérer sans que cela n'entraîne une correction du marché des actions.

Quoi qu'il en soit, force est de constater que le marché des actions restera éprouvant pour les investisseurs anxieux en 2015. Néanmoins, les actions auront toute leur place au sein d'un portefeuille équilibré, moyennant une gestion optimisée des risques.

Conclusion

L'année 2015 approche et se profile déjà comme une année de crise tumultueuse (la neuvième consécutive). Différents développements de part et d'autre de l'Atlantique nous laissent espérer, nous Européens, que les marchés seront sujets à l'entropie. Les États-Unis doivent continuer d'assumer le rôle de locomotive de la croissance, avec toutes les conséquences

que cela implique pour les marchés de capitaux. La baisse des rendements observée ces dernières années touche désormais à sa fin. Les actions demeurent une alternative pour les investisseurs aux nerfs solides, car il faut s'attendre, comme en 2014 déjà, à de fortes fluctuations des cours, tant à la hausse qu'à la baisse. Une fois encore, les investisseurs inexpérimentés doivent laisser les décisions d'investissement

à des professionnels du marché, bien que même dans ce cas, ils resteront potentiellement exposés à des fluctuations de valeur importantes.

Nous formulons, comme les années précédentes, des vœux de prudence et de discernement afin d'assurer, jusqu'à la fin 2015 et au-delà, la sécurité des capitaux qui nous sont confiés.



ETHENEA
managing the Ethna Funds



La Gestion de Portefeuille :

Daniel Stefanetti
Guido Barthels
Luca Pesarini
Arnoldo Valsangiacomo
Peter Steffen

Auteur: Guido Barthels

Co-auteur: Yves Longchamp – Head of Macroeconomic Research, ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

Nous nous tenons à votre entière disposition pour vos questions ou suggestions éventuelles.

ETHENEA Independent Investors S.A.
9a, rue Gabriel Lippmann · 5365 Munsbach · Luxembourg
Phone : +352 276 921 10 · Fax : +352 276 921 99
info@ethenea.be · ethenea.be



Remarques importantes :

Comme pour tout les investissements dans des titres ou des actifs équivalents, les placements dans les fonds d'investissement comportent un risque de change et de cours. Conséquence : les prix des parts du fonds et la hauteur du revenu fluctuent et ne peuvent pas être garantis. Les coûts du placement influent sur sa performance réelle. Les documents de vente officiels constituent la seule base contraignante pour l'achat de parts. Toutes les informations publiées ici servent uniquement pour la description des produits et ne constituent pas des conseils de placement. Elles ne comportent pas d'offre de contrat de conseil ou de contrat de renseignement, ni une d'offre d'achat/vente de titres. Le contenu a été soigneusement recherché, compilé et vérifié. Aucune garantie ne saurait être assumée quant à leur justesse, leur exhaustivité ou leur exactitude. Munsbach, le 31/12/2014.