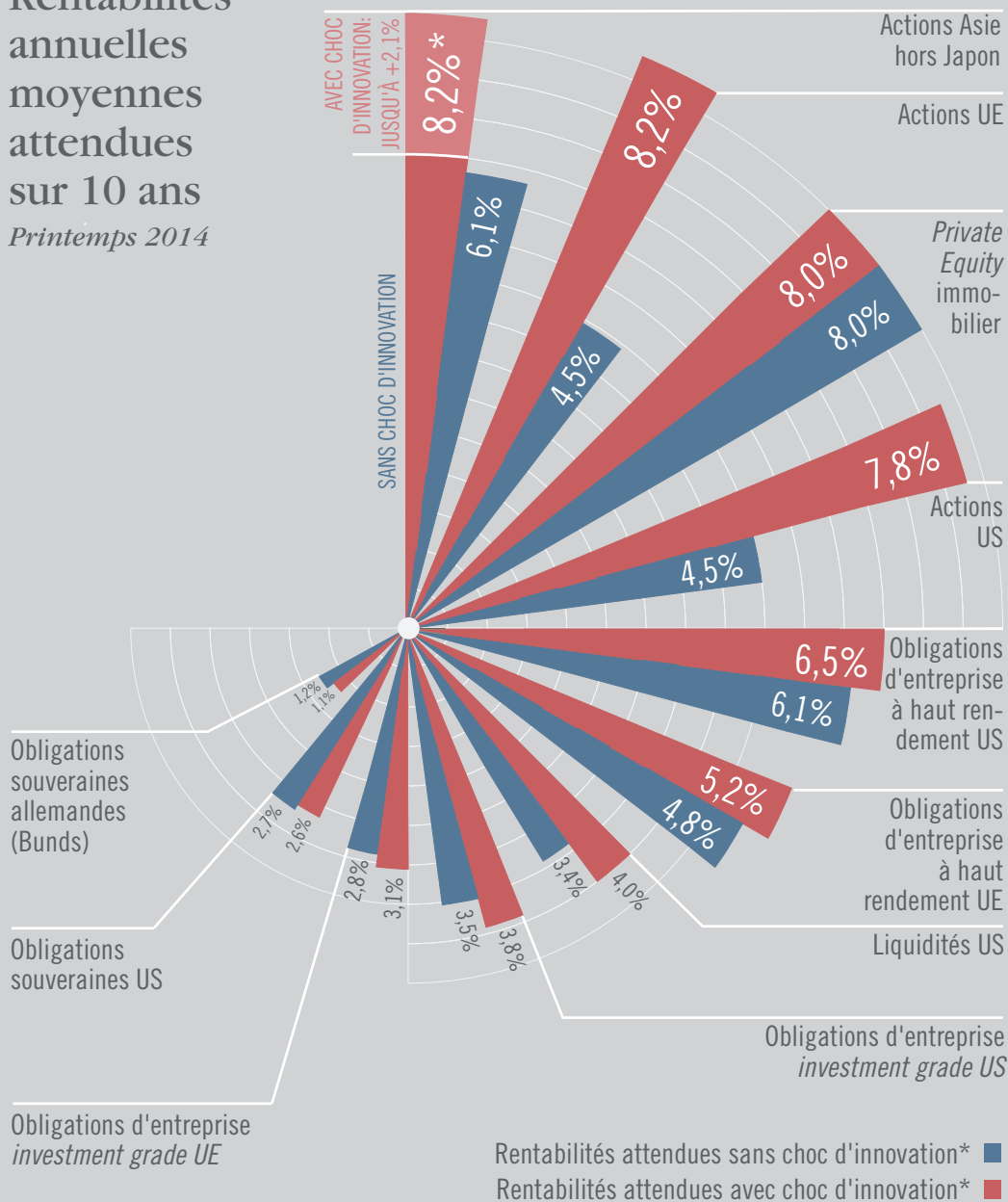


Rentabilités annuelles moyennes attendues sur 10 ans

Printemps 2014



Le calcul des rentabilités attendues des classes d'actifs est l'une des pierres angulaires de l'allocation d'actifs. Un horizon de temps long permet de prendre en compte l'éventualité d'un choc d'innovation à l'origine des changements de régime économique. Dans nos modèles, nous avons retenu l'horizon d'une décennie. Pour chaque classe d'actifs, nous présentons deux projections de rentabilités annuelles moyennes, variant en fonction de la prise en compte ou non d'un choc d'innovation.



* Rentabilités nominales annuelles moyennes, coupons et dividendes inclus, en monnaies locales

ÉDITORIAL

L'offre, plutôt que la demande, centrale dans nos calculs de rentabilité attendue

Chère lectrice,
Cher lecteur,

Le premier numéro d'«Horizon» de juillet 2013 mettait en lumière les régimes économiques comme le facteur essentiel de la spécificité de notre méthodologie pour calculer les rentabilités à long terme des classes d'actifs. Cette démarche procède d'une longue recherche aboutissant à une conclusion simple: à très long terme, les rentabilités des actifs sont influencées principalement par le taux de croissance économique réel et l'inflation. Conséquence de la forte hausse de 2013, les rentabilités anticipées des actions européennes et américaines ont baissé respectivement de 6,4% et 5,7% à 4,5% et 4,5%. De la même façon, les obligations d'entreprise américaines de qualité *high yield* ont vu leur rentabilité anticipée s'éroder de 7,3% à 6,1%. Les rentabilités anticipées des autres classes d'actifs n'ont que peu varié.

La mise en évidence de régimes économiques très distincts les uns des autres au fil des décennies nous a servi de base pour scénariser les rentabilités de la prochaine décennie. Outre le caractère distinctif de chacun des régimes que les économies ont traversé au fil des dernières décennies, l'observation montre qu'à une période de détérioration succède une période de nette amélioration et vice-versa. Cette règle de l'alternance a motivé le choix de notre scénario de normalisation de l'économie mondiale au cours de la prochaine décennie, tel que nous l'avions abordé dans l'édition précédente.

Outre les régimes économiques de croissance et d'inflation normalisés, nous explorons la possibilité, bien réelle, de la matérialisation d'un profond changement de régime de la croissance économique qui résulterait d'une innovation radicale. Vous trouverez à la partie II de cette édition une analyse plus détaillée du rôle essentiel que joue l'innovation dans le processus de croissance économique. Nous estimons que dans les économies modernes matures, ce n'est pas la demande qui génère une croissance économique pérenne, mais l'offre. Or, les chocs d'offre sont causés par des chocs d'innovation. Dans notre schéma d'analyse économique, nous renversons ainsi la proposition traditionnelle keynésienne, qui consiste à considérer qu'une relance économique à travers les dépenses de l'Etat est la solution. En effet, si la relance keynésienne n'est pas sans effet sur le niveau de l'activité, nous considérons que celui-ci n'est que transitoire. Au contraire, les chocs d'offre sont susceptibles d'occasionner une croissance pérenne. Les Etats ont un rôle à jouer dans ces chocs d'offre. Constatons que les politiques fiscale et budgétaire pratiquées par les gouvernements des pays développés au cours des dernières années n'ont pas été articulées autour du couple innovation-investissement.

Pourtant, les développements technologiques battent leur plein dans plusieurs secteurs, comme l'internet, l'automatisation et les transports.

Ces quelques illustrations montrent qu'inexorablement, la dynamique de l'innovation se poursuit au fil des ans. Ne doutons pas qu'elles agiront en faveur de la construction d'un avenir prospère lorsque la croissance sera retrouvée. C'est en tout cas ce que nous enseigne l'histoire économique des trois derniers siècles, et cela nous autorise à rester optimistes. ■

I. Rentabilités anticipées des classes d'actifs

Pour chaque classe d'actifs et pour chacune des trois zones économiques, nous avons évalué les rentabilités attendues selon deux types de régimes de croissance et d'inflation: 1. Régimes en présence d'un choc d'innovation et 2. Régimes en l'absence d'un choc d'innovation.

Les résultats des calculs sont exposés dans le tableau ci-contre. Ils ont été effectués selon les cours du 25 avril 2014. Ils tiennent compte de l'analyse macroéconomique des régimes de départ et d'arrivée pour la croissance et pour l'inflation exposée en troisième partie de ce document.

A titre de comparaison, nous y faisons figurer les rentabilités que nous anticipons en juillet 2013 et les performances historiques moyennes des classes d'actifs pour la période 2011-2014. Les résultats exposés sont des rentabilités moyennes annualisées, en monnaies locales, dividendes et coupons réinvestis.

D'une publication à l'autre, les rentabilités anticipées à long terme des classes d'actifs changent. Ces changements sont la conséquence soit d'une modification de régime économique, soit de l'évolution des marchés. Mais ces variations ne sont en aucun cas la conséquence d'une modification de notre méthodologie (pour plus de détails concernant celle-ci, vous pouvez vous reporter à la note méthodologique accessible sur <http://perspectives.pictet.com/category/publications/horizon>).

Les modifications que nous pouvons apporter aux régimes économiques de départ et d'arrivée resteront ponctuelles (vous trouverez davantage de détails concernant nos actuels scénarios sur les régimes économiques dans la quatrième partie de cette publication). En conséquence, les modifications des rentabilités anticipées s'expliquent par l'évolution des prix des actifs au fil des mois.

Rentabilités attendues des classes d'actifs,

		Avec choc d'innovation	
		Projection (avril 2014)*	Projection (juillet 2013)*
		2014 – 2024	2013 – 2023
Actions	<i>Private Equity</i>	15.0%	15.0%
	Actions UE	8.2%	10.2%
	Actions US	7.8%	9.2%
	Actions Asie hors Japon	8.2%	9.0%
	<i>Private Equity</i> immobilier	8.0%	8.0%
Obligations	Obligations d'entreprise à haut rendement US	6.5%	7.0%
	Obligations d'entreprise à haut rendement UE	5.2%	6.9%
	Obligations d'entreprise <i>investment grade</i> UE	3.1%	3.7%
	Obligations d'entreprise <i>investment grade</i> US	3.8%	3.6%
Taux d'intérêts	Liquidités US	4.0%	3.6%
	Obligations souveraines US	2.6%	2.2%
	Obligations souveraines allemandes (Bunds)	1.1%	1.0%

*Rentabilités nominales annuelles moyennes, coupons et dividendes inclus, en monnaies locales

Rentabilités anticipées à long terme au 25 avril 2014

Depuis notre dernière publication de juillet 2013, les rentabilités anticipées n'ont connu que peu de changements, sauf pour les actions américaines et européennes. Comme le montre le tableau ci-dessous, les rentabilités annuelles moyennes sont passées de 9,2% pour les actions américaines à 7,8% dans le cas du scénario avec choc d'innovation. Sans choc d'innovation, la rentabilité anticipée a évolué de 5,7% à 4,5%.

Pour les actions européennes, et selon ces deux mêmes scénarios, les rentabilités anticipées ont diminué respectivement de 10,2% à 8,2% et de 6,4% à 4,5%.

Ces résultats montrent une fois de plus que, toutes classes d'actifs confondues, la rentabilité attendue la plus élevée revient, tant pour le

scénario avec que sans choc d'innovation, au *private equity*. L'excès de rentabilité délivrée par cette classe d'actifs est à mettre en regard de son illiquidité. Un cycle complet d'investissement dans le *private equity* étant d'environ sept ans, le retour sur investissement n'est pleinement réalisé qu'à l'issue de cette période. La période de détention étant exceptionnellement longue, l'investisseur exige dès lors une rentabilité supplémentaire.

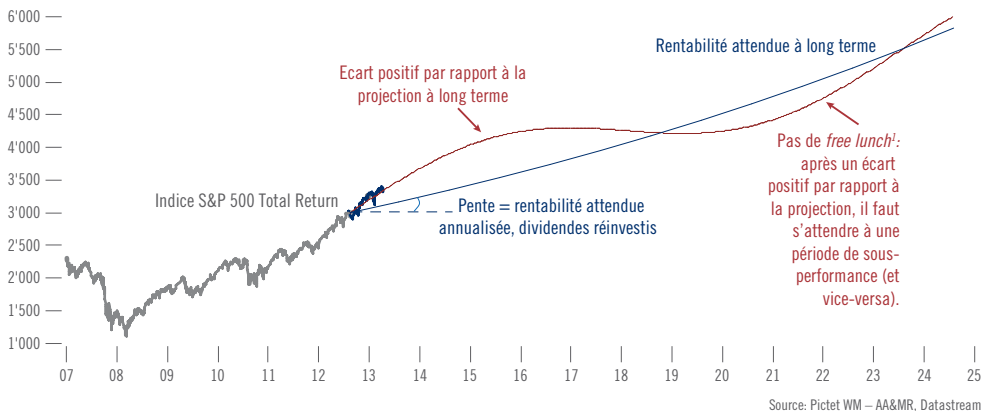
Nos modèles de calcul de rentabilité n'offrent pas de *free lunch*¹: l'avance prise par les marchés actions européens et américains en 2013 se traduit par une réduction des rentabilités anticipées à long terme.

Comment comprendre la baisse de la rentabilité attendue pour les actions américaines et

¹ Déjeuner gratuit

en présence d'un choc d'innovation, en l'absence d'un tel choc

Différence	Sans choc d'innovation		Différence	Performance historique annualisée %	Volatilité annualisée %
	Projection (avril 2014)*	Projection (juillet 2013)*			
	2014 – 2024	2013 – 2023		2011-2014	2011 - 2014
0.0%	15.0%	15.0%	0.0%	-	-
-2.0%	4.5%	6.4%	-1.9%	9.2%	16.3%
-1.4%	4.5%	5.7%	-1.2%	15.0%	15.9%
-0.8%	6.1%	6.8%	-0.7%	1.6%	17.1%
0.0%	8.0%	8.0%	0.0%	-	-
-0.5%	6.1%	7.3%	-1.2%	9.3%	3.4%
-1.7%	4.8%	7.0%	-2.2%	11.1%	4.3%
-0.6%	2.8%	3.3%	-0.5%	6.1%	2.5%
0.2%	3.5%	3.7%	-0.2%	6.1%	4.3%
0.4%	3.4%	3.0%	0.4%	0.1%	0.0%
0.4%	2.7%	2.5%	0.2%	4.9%	7.1%
0.1%	1.2%	1.3%	-0.1%	7.2%	5.9%



européennes évoquée ci-dessus? Elle s'explique par une hausse réalisée des marchés plus rapide que la tendance anticipée à long terme. A régimes économiques de départ et d'arrivée inchangés, les estimations des rentabilités peuvent connaître des modifications importantes si, au cours d'une période, la performance d'une classe d'actifs considérée s'écarte substantiellement de la trajectoire envisagée dans les estimations initiales. Si la performance réalisée par une classe d'actifs est nettement supérieure à la rentabilité estimée à long terme, alors, cette rentabilité estimée sera mécaniquement plus faible à l'avenir.

C'est ce qui s'est produit sur les marchés actions des pays développés depuis notre publication de la mi-2013. L'indice phare des actions américaines, le S&P500, a progressé de 18,0% entre la fin juin 2013 et le 25 avril 2014. Sur la même période, l'indice des valeurs européennes, le Stoxx 600, a progressé de 19,4%. En rythme annualisé, cela correspond à des performances respectivement de 21,3% et de 23,0%. Ces rentabilités réalisées sont ainsi environ trois fois plus élevées que les rentabilités attendues à long terme. Les actions américaines et européennes ont donc, en quelque sorte, pris de l'avance sur leur tendance de fond. A scénario inchangé, cela se traduit par une réduction des rentabilités futures. Et c'est ce qu'illustre le graphique ci-dessus.

L'inverse est vrai également: en cas de moindre performance d'une classe d'actifs par rapport à sa tendance anticipée, sa rentabilité future s'en trouvera mécaniquement réévaluée.

Peu de changements dans la classe d'actifs obligataire

La normalisation de l'environnement économique que nous évoquons dans le premier numéro d'«Horizon» se diffuse graduellement à l'ensemble des classes d'actifs. Toutefois, les rentabilités anticipées dans la classe d'actifs obligataire n'enregistrent que peu de changements. Seules les obligations d'entreprise de moindre qualité, *high yield* (haut rendement), pâtissent d'une diminution des rentabilités anticipées.

Concernant les obligations souveraines américaines et européennes, les taux à 10 ans des obligations du Trésor US et du Bund allemand n'ont que peu varié. Le taux d'intérêt des obligations américaines à 10 ans est passé de 2,62% à 2,68%, soit une hausse de 6 points de base. Pour les obligations allemandes, les taux d'intérêt ont marginalement baissé de 1,71% à 1,48%. Les variations des taux d'intérêt étant l'une des variables importantes déterminant les changements de rentabilités futures, il n'est pas étonnant que les rentabilités attendues dans ce compartiment ne changent que marginalement entre la mi-2013 et la mi-avril 2014.

¹ Déjeuner gratuit

Pour les obligations d'entreprise, la normalisation de l'environnement économique a engendré une poursuite de la baisse des *spreads* de part et d'autre de l'Atlantique, notamment dans le segment du *high yield*. Les *spreads* (écarts) sont passés de 545 pb à 447 pb pour les obligations américaines et de 403 pb à 256 pb pour les obligations européennes. L'essentiel de la baisse des rentabilités anticipées dans ce segment obligataire provient ainsi de la variation de ces *spreads*. Puisque nous n'avons pas modifié notre scénario à long terme sur les *spreads* des obligations *high yield*, les rentabilités anticipées ont légèrement diminué. Dans le scénario sans choc d'innovation, elles sont ainsi passées, coupons inclus, de 7,3% à 6,1% pour les obligations américaines, et de 7% à 4,8% pour les obligations européennes.

Rappelons que les résultats que nous obtenons en l'absence d'un choc d'innovation reposent sur un scénario de poursuite de la normalisation de l'environnement économique, tel que nous l'expliquons ci-après à travers des principes de régimes économiques de départ et d'arrivée. Ces régimes sont définis par les niveaux de la croissance économique réelle et d'inflation. Un tel changement de régime affecte bien entendu les rentabilités futures des classes d'actifs, en procurant une espérance de rentabilité plus élevée aux actifs les plus risqués. Il va sans dire que ce processus de normalisation se verrait ébranlé par un choc économique majeur tel qu'un *credit crunch* sévère en Chine. La rentabilité moyenne attendue des actifs les plus risqués pourrait ainsi s'éroder. ■

II. Choc d'innovation et croissance économique

La notion de choc d'innovation est essentielle dans l'analyse économique. Son existence modifie singulièrement les perspectives de croissance économique. Il suffit de songer au chemin de fer, à la voiture ou encore à la radio pour instantanément percevoir ce que nous voulons signifier par l'importance des chocs d'innovation. L'innovation est devenue un tel sujet de prédilection qu'un courant de pensée en a émergé. Il s'articule autour de la croissance endogène. Ses théoriciens figurent parmi les nouveaux économistes de l'offre. Ils pensent l'économie autrement que suggérée par la théorie keynésienne, qui s'articule autour de la demande.

Dans la première édition d'«Horizon», nous avons identifié trois natures de chocs d'innovation radicale: 1. Technologiques: ils modifient en profondeur et durablement le niveau d'activité, en augmentant la croissance économique grâce à des gains de productivité importants et à la création de nouvelles capacités de production; 2. Réglementaires: libération de l'esprit d'entreprise dans le monde, extension de la démocratie dans le monde et 3. Cognitifs: changement du style de politique monétaire (des objectifs d'inflation à des objectifs de niveau des prix/prix des actifs), nouvelle politique économique de l'offre.

Avant de poursuivre, tentons de répondre à quelques questions. D'où vient la croissance économique? Pourquoi la croissance économique a-t-elle été plus forte dans certains pays que dans d'autres? Pourquoi a-t-elle été plus élevée durant certaines périodes que d'autres? Nous nous proposons d'utiliser le cadre fourni par les théories de la croissance économique à long terme pour tenter d'apporter un éclairage à ces questions et y comprendre le rôle de l'innovation. La théorie de l'innovation distingue deux types de chocs technologiques: les radicaux et les transitoires. Les chocs radicaux sont ceux dont la nature modifie profondément le processus de production. Des mutations sont

même observables au niveau de la société. Elles se caractérisent notamment par une redéfinition du rôle de l'Etat et l'organisation sociale s'en retrouve chamboulée. La combinaison de ces chocs et de ces mutations entraîne l'économie sur un sentier de croissance durablement supérieur. La diffusion des connaissances et des nouvelles technologies à l'ensemble de l'économie procure des gains de productivité récurrents et durables.

En revanche, les chocs technologiques transitoires n'accélèrent la croissance que temporairement. Donc, sans investissement récurrent, pas de croissance supplémentaire récurrente. Mais pourquoi l'investissement joue-t-il un tel rôle? Selon les théories économiques, l'essor à long terme d'une économie est conditionné par l'évolution de deux grands facteurs fondamentaux: la démographie et la productivité. La productivité est elle-même influencée par le progrès technique, qui apparaît comme un troisième facteur explicatif de la croissance économique à long terme. C'est au travers de ce dernier facteur que la notion de choc, voire de révolution, technologique se révèle. Plus précisément, le taux de croissance économique évolue comme la somme du taux de croissance de la population active et des gains de productivité. Pour espérer

accéder à un sentier de croissance supérieur, une économie doit donc soit agir sur sa démographie, soit trouver un moyen d'améliorer ses gains de productivité.

A la lumière de cette approche, il semble que le vieillissement de la population en cours dans la plupart des économies développées confère au facteur démographie une caractéristique de frein à la croissance. Cependant, dans un passé relativement récent à l'échelle des cycles économiques, dans les années 1990, la croissance de l'économie américaine s'était extirpée de sa tendance de croissance à long terme grâce à deux facteurs. D'une part, elle avait trouvé une source de gains de productivité nouveaux par l'utilisation massive des nouvelles technologies d'information et de communication. Par ailleurs, grâce à une démographie que l'on pourrait qualifier de galopante, elle avait trouvé les ressources de travail nécessaires pour assurer un niveau de production plus élevé.

Pour la prochaine décennie, l'avènement d'un choc technologique s'avère probable. Sommes-nous confrontés à une véritable révolution technologique prochaine, dont nous n'aurions pas encore vu les effets bénéfiques sur la croissance économique? Ou sommes-nous les victimes consentantes d'un espoir vain? La difficulté à percevoir l'éventuel prochain choc d'innovation est d'autant plus importante que les véritables révolutions technologiques mettent du temps avant de produire des effets visibles et durables sur la croissance économique. De ce point de vue, le développement de nouvelles technologies est encore trop récent pour que les effets soient déjà visibles et mesurables à l'échelle d'une économie dans son ensemble, telle que celle des Etats-Unis. Malgré tout, pourrions-nous envisager un choc technologique radical? L'enjeu de la question est primordial. En cas de réponse positive, nous devrions alors tous être remplis d'optimisme, car cela signifierait que la croissance économique devrait s'accélérer dans les prochaines années. ■

La théorie de l'innovation distingue deux types de chocs technologiques:

- les chocs radicaux qui modifient profondément le processus de production.
 - les chocs technologiques transitoires qui n'accélèrent la croissance que temporairement.
-

III. Eclairage sur un choc d'innovation

La biotechnologie: le choc d'innovation potentiel de la décennie 2014-2024

Un vent de renouveau souffle sur la biotechnologie. Dans les dix prochaines années, ce domaine devrait enregistrer une croissance soutenue, le déploiement à large échelle du séquençage du génome humain à moins de mille dollars constituant l'un des moteurs principaux de la dynamique du secteur. Les progrès en génomique devraient par exemple contribuer à traiter davantage de cancers. Mais les progrès concerneront aussi d'autres champs d'application, dont voici quelques exemples: les vaccins, les thérapies pour maladies rares, les traitements personnalisés, l'agroalimentaire, les biomatériaux ou encore la production d'énergie comme l'éthanol à travers des organismes génétiquement modifiés. Cette source énergétique pourrait être commercialement compétitive d'ici une dizaine d'années. Les obstacles à ces évolutions semblent désormais plus tenir de l'éthique et de la réglementation que des difficultés techniques. Et de ce point de vue, les autorités semblent bien souvent démunies face à la rapidité du progrès.

Aujourd'hui, l'industrie de la biotechnologie commence à récolter les fruits des recherches sur plus d'un demi-siècle, remontant à la découverte de l'ADN. Ainsi, pour traiter des maux allant des troubles cardiaques aux diabètes, plus de 350 millions de patients dans le monde bénéficient des progrès réalisés en biotechnologie. Le développement économique du secteur est d'ailleurs fortement corrélé à la croissance démographique, au vieillissement de la population et aux changements réglementaires affectant l'industrie pharmaceutique. Alors que, selon l'agence indépendante *Economic Intelligence Unit*, l'industrie pharmaceutique dans son ensemble devrait croître de 5,3% annuellement entre 2013 et 2017, le segment de la biotechnologie devrait voir son rythme de croissance évoluer surproportionnellement à la croissance démographique et au vieillissement des populations.

Selon l'institut IBIS World, le rythme de croissance annuelle moyenne du secteur devrait s'élever à 9,2% entre 2013 et 2018. Sur la même période, le chiffre d'affaires réalisé par les sociétés biotechnologiques passerait de USD 262 à 407 milliards. La société de consulting McKinsey estime que le marché de la génomique de nouvelle génération devrait connaître un *big bang*. Le niveau du chiffre d'affaires annuel pourrait atteindre USD 1600 milliards d'ici à 2025.

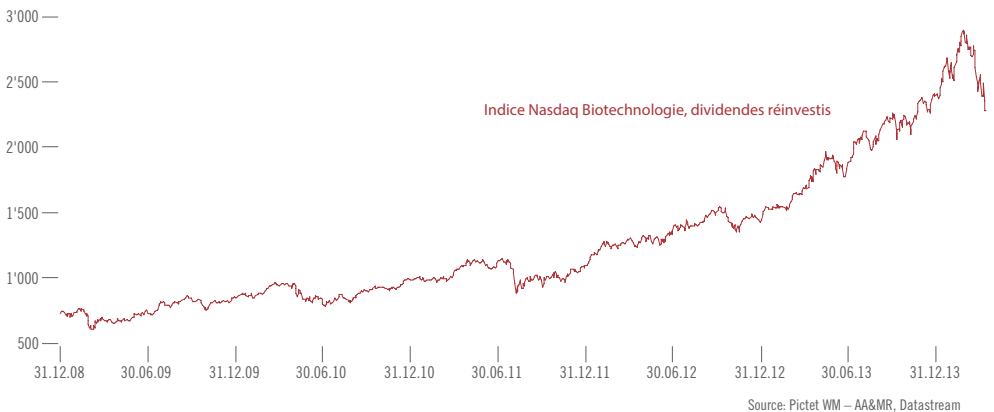
Avec 54% des sociétés de biotechnologie existantes dans le monde, les Etats-Unis regroupent la majorité de l'activité. L'Europe et l'Asie représentent à elles deux 44%, avec une répartition de respectivement 29% et 15%. Cette asymétrie géographique se retrouve dans les opportunités d'investissement. Avec près d'USD 6,2 milliards d'introduction en bourse aux Etats-Unis en 2013, le secteur connaît un renouveau boursier qu'il n'avait pas connu depuis 2000. Entre le 31 décembre 2008 et avril 2014, la capitalisation de l'indice Nasdaq Biotechnology est passée d'USD 277 milliards à plus de 570 milliards. Ce même indice a grimpé de 243% en cinq ans, soit une progression annuelle moyenne de 18,7%. Sur cette période, son avancée a été de deux fois supérieure à celle du S&P500.

Cette hausse fantastique s'explique à la fois par un engouement des investisseurs spécialisés et institutionnels pour le secteur, ainsi que par une amélioration des fondamentaux des sociétés. Les profits courants, avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissements, ont été multipliés par deux et demi sur cette même période. Et ce n'est pas fini. Selon le consensus des analystes, les profits devraient progresser de près de 40% en 2014. La ferveur des investisseurs pour ce segment de la cote confine d'ailleurs parfois à la monomanie, et nous retrouvons des excès comme ceux connus en 1999-2000 lors de la bulle internet. Par exemple, la société

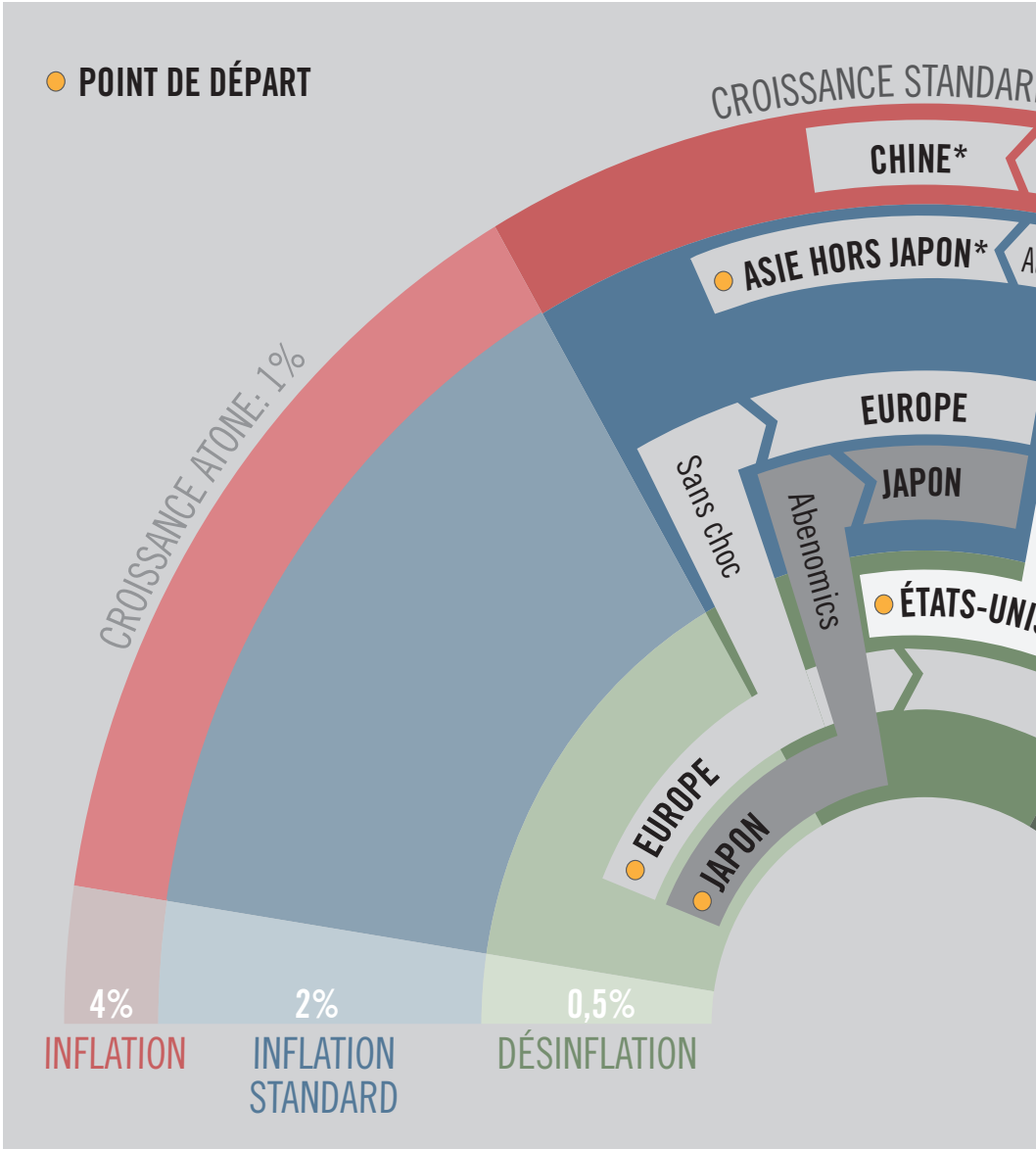
Pharmacyclics a vu son cours multiplié par un facteur de 116 depuis fin 2008, pour atteindre un ratio de valorisation cours/bénéfice (PER) de 115.

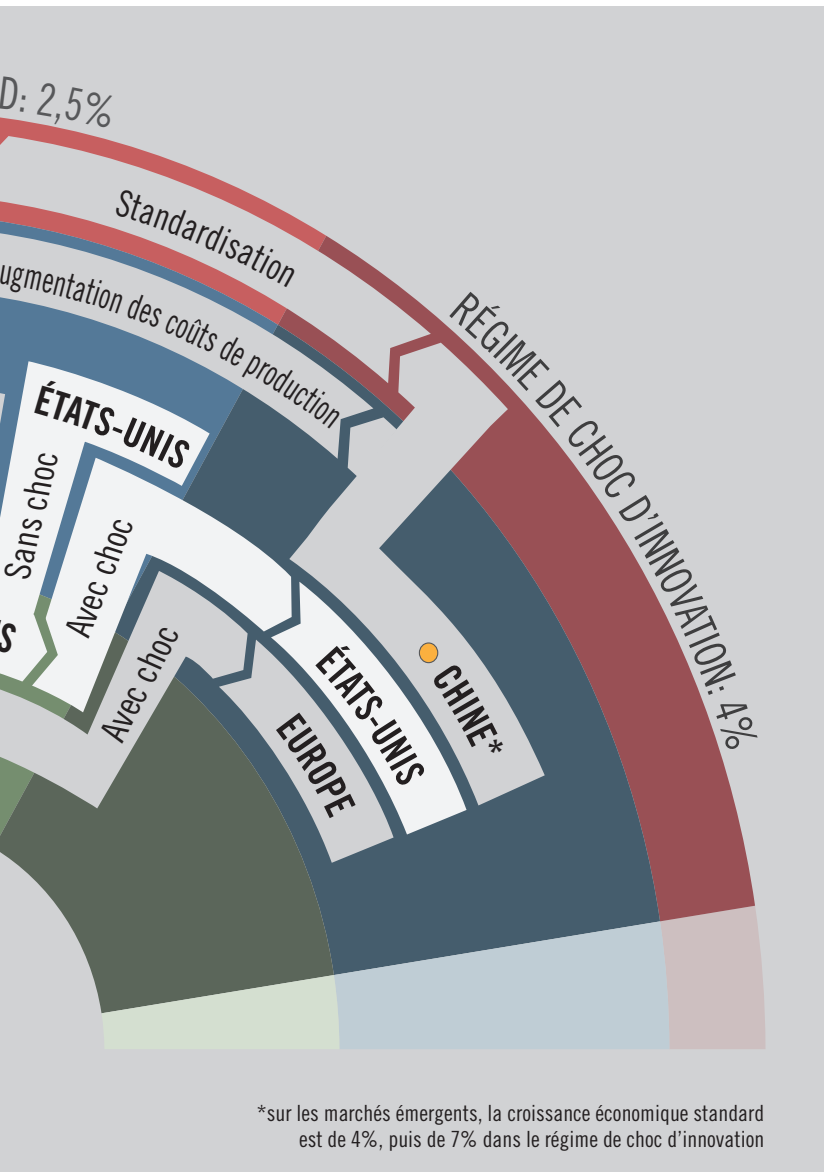
L'envolée des cours suggère dès lors le risque d'une correction majeure. Peut-être a-t-elle d'ailleurs déjà commencé. Mais quelle que soit l'évolution des cours dans les prochains mois, la biotechnologie verra sa contribution à la croissance économique augmenter tant les domaines d'application s'avèrent larges. Au-delà du développement de médicaments, ils joueront un rôle dans l'agroalimentaire. Et les sociétés spécialisées sont appelées à se développer. Les Google ou Amazon de la biotechnologie sont encore à construire. La biotechnologie continuera donc dans les prochaines années de passionner tout autant l'économiste que l'investisseur. ■

LA DYNAMIQUE DES PROFITS DES SOCIÉTÉS BIOTECHNOLOGIQUES SE REFLÈTE EN BOURSE



Inflation et croissance réelle: les deux facteurs de risque et les scénarios possibles





Nos scénarios en matière de changements de régime de croissance et d'inflation, pour les trois grandes zones économiques considérées, sont résumés dans ce diagramme, en fonction de la survenance d'un choc d'innovation ou non. Il comporte deux dimensions. Sur la première est illustré le changement de régime attendu pour notre premier facteur de risque, l'inflation et, sur la seconde, le changement de régime prévu pour la croissance économique réelle.

IV. Cadre de travail pour le calcul des rentabilités attendues des classes d'actifs:

Pour conduire nos calculs de rentabilité des classes d'actifs sur ces dix prochaines années, nous avons développé une méthodologie reposant sur une approche dite par facteur de risque.

Cette méthodologie peut être téléchargée sur: <http://perspectives.pictet.com/category/publications/horizon>

A un horizon de temps stratégique, nos recherches ont mis en évidence deux facteurs de risque. Ce sont des facteurs fondamentaux et pas des facteurs de marché. Ceux-ci sont la croissance réelle du PIB d'une économie donnée et l'inflation au sein de cette même économie.

Le modèle utilisé

Pour procéder à ces calculs, nous scénarisons pour la prochaine décennie l'évolution de nos deux facteurs de risque, la croissance réelle du PIB et l'inflation. L'analyse porte sur trois grandes zones économiques: Europe, Etats-Unis et économies émergentes.

Les scénarios relatifs à ces deux facteurs de risque sont basés sur un raisonnement par régime. Nous délimitons le cadre de travail par trois régimes de croissance réelle et trois régimes d'inflation (voir tableau ci-dessous). Nos calculs des rentabilités des classes d'actifs se basent ainsi sur les scénarios de croissance et d'inflation que l'on dresse pour les trois zones économiques.

Sans choc d'innovation: l'inflation et la croissance évoluent dans des régimes standards

Scénariser les régimes dans lesquels évoluent nos deux facteurs de risque nécessite de définir un régime de départ et un régime d'arrivée pour chacune des trois zones économiques. Dans nos modèles, les régimes de départ gouvernent les calculs entre 2014 et 2016, et les régimes d'arrivée entre 2017 et 2024.

MATRICE DES RÉGIMES ÉCONOMIQUES

	Croissance atone $g_r = 1\%$	Croissance standard $g_r = 2,5\%$	Choc d'innovation $g_r = 4\%$
Désinflation $\pi = 0,5\%$	Environnement déflationniste Europe, années 2010	Improbable	Improbable
Inflation standard $\pi = 2\%$	«Nouvelle norme» Etats-Unis, années 2000	«Goldilocks» Etats-Unis, années 1990	Age d'or Etats-Unis, années 1980
Inflation $\pi = 4\%$	Stagflation Etats-Unis, années 1970	Environnement inflationniste Marchés émergents, années 1970	Environnement de surchauffe Chine, années 2000

Source: Pictet WM – AA&MR

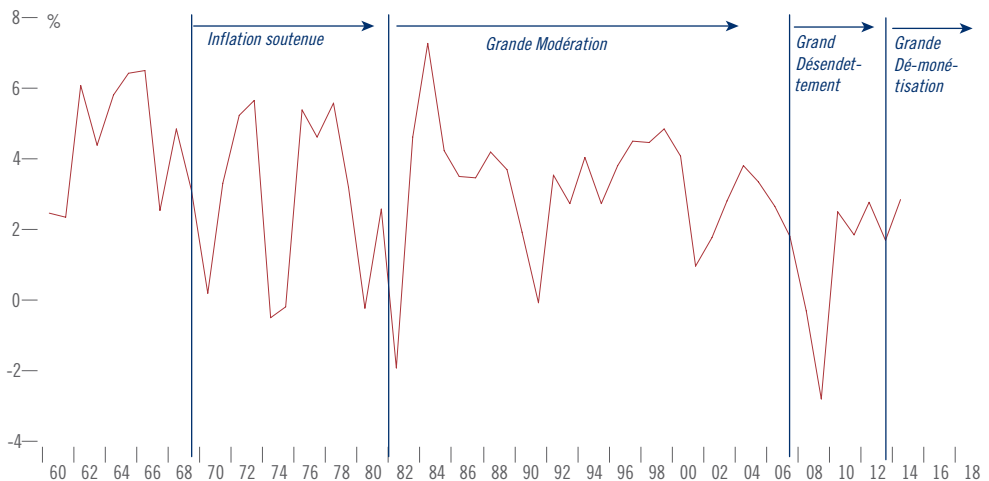
Etats-Unis:

- **Régimes de départ:** Le processus de normalisation que nous évoquons dans le précédent numéro d'«Horizon» se concrétise à travers un redémarrage concomitant des cycles immobilier, du crédit et de l'emploi. Après avoir évolué aux environs de 2,0% en moyenne sur ces trois dernières années, la croissance économique américaine se normalise et s'ancre à un niveau proche de 3%. L'inflation reste cependant située à des niveaux bas, autour de 1,2%. Le régime de croissance de départ du PIB américain correspond ainsi à celui que nous qualifions de standard, alors que le régime d'inflation demeure atone.
- **Régimes d'arrivée:** inflation et croissance standard. Les signaux d'une croissance de plus en plus autoentretenu s'accumulent aux Etats-Unis. La Réserve fédérale a mis en place une réduction de son troisième programme (QE3) de rachat d'actifs (*tapering*) – que nous qualifions de Grande Dé-monétisation – après une politique monétaire sans précédent issue de la crise des *subprimes* de 2008. Selon ce scénario, la première économie mondiale évolue dans des régimes d'arrivée de croissance et d'inflation correspondant aux valeurs que nous qualifierons de standard, c'est-à-dire respectivement un rythme de croissance annuelle de 2,5% environ et un rythme d'inflation de 2%.

Europe:

- **Régimes de départ:** croissance faible et désinflation. Avec une croissance économique réelle moyenne aux environs de 1,5% sur ces trois dernières années, une prévision proche de 1% pour 2013 et un rythme d'inflation décélérant à moins de 0,8%, nous classons l'économie européenne dans un régime de croissance atone et dans un régime de désinflation. L'économie européenne reste piégée dans une spirale inquiétante que nous dénommons la Grande Divergence, caractérisant la trajectoire haussière de la dette publique et la trajectoire baissière de la croissance économique, conduisant potentiellement certains Etats au défaut de paiement.
- **Régimes d'arrivée:** inflation et croissance standard. La poursuite du processus de normalisation est également le scénario que nous privilégions pour l'Europe. L'engagement de la BCE fin juillet 2012, avec les termes «quoi qu'il en coûte» de son président Mario Draghi, suivi de l'annonce des OMT (*Outright monetary transactions*) début septembre, a engendré une détente significative et durable des taux d'intérêt à long terme des Etats de la périphérie. Si les pressions déflationnistes perdurent, de nouvelles mesures pourraient être prises par la Banque centrale européenne au cours de ces prochains mois, à savoir: une dernière baisse du taux directeur, de nouveaux

ÉTAT-UNIS: CROISSANCE DU PIB RÉEL (TAUX ANNUEL GLISSANT)



Source: Pictet WM - AA&MR, Datastream

LTRO (*Long Term Financing Operations*) et des achats d'actifs privés. Sous l'impulsion d'une reprise conjoncturelle aux Etats-Unis, l'Europe devrait cependant elle-aussi renouer avec des régimes de croissance et d'inflation que nous qualifierons de «standard», c'est-à-dire respectivement proches de 2,5% et de 2%.

Economies émergentes, et Chine en particulier:

- **Régimes de départ:** inflation standard et croissance forte. Les régimes d'inflation qui prévalent dans la plupart des économies émergentes peuvent également être qualifiés de standard. En revanche, la libéralisation de l'esprit d'entreprise et le développement du capitalisme ont créé un régime de croissance forte, surtout en Asie. Leurs régimes de croissance correspondent ainsi à une croissance de près de deux fois celle d'une économie développée comme celle des Etats-Unis, soit entre 4% et 5% (6% en Asie) en moyenne, contre 2,5%. C'est la caractéristique principale de ces économies, que nous qualifions de Grande Dynamique. Leurs régimes d'inflation restent pour leur part, en moyenne, proches de ceux qui sont observés dans les économies développées.
- **Régimes d'arrivée:** inflation et croissance standard. La Chine constitue à la fois une bonne illustration et la locomotive des économies émergentes, en Asie particulièrement. Son économie se situe dans une phase de transition: le rythme de progression du PIB se normalise, avec une stabilisation progressive à des régimes de croissance et d'inflation standard, faisant passer le taux de croissance économique annuel de 13% en moyenne ces 15 dernières années à 6% anticipés pour la prochaine décennie. Le régime d'inflation pourrait pour sa part augmenter, en raison de la hausse du coût du travail, évoluant vers environ 6%.

Avec choc d'innovation: augmentation de la croissance pour les économies développées

Les régimes d'arrivée pour l'ensemble des trois zones économiques se verraient profondément modifiés par la survenance d'un choc d'innovation. Pour la conduite de nos calculs,

les régimes de départ restent identiques à ceux cités ci-dessus, alors que les régimes d'arrivée prendraient les formes suivantes:

Etats-Unis: inflation contrôlée et croissance forte. L'illustration en pages 10 et 11 montre l'effet que produirait un choc d'innovation provenant d'un secteur économique comme la biotechnologie sur les régimes de croissance et d'inflation de l'économie américaine. Cette dernière évoluerait progressivement dans des régimes de croissance soutenue, aux environs de 4%, et d'inflation contrôlée, aux environs de 2%, sous l'effet concomitant du choc proprement dit et d'une banque centrale vigilante.

Europe: inflation contrôlée et croissance forte. Dans le sillage des Etats-Unis, la croissance économique accélérerait également en Europe, pour s'établir à un régime élevé, à 4% environ. Grâce à la politique de ciblage de l'inflation, voire de ciblage du prix des actifs de la banque centrale, le régime d'inflation devrait rester proche de 2%.

Economies émergentes, et Chine en particulier: inflation standard et croissance forte. La croissance économique dans les économies émergentes devrait elle aussi accélérer, dans le sillage d'un choc d'innovation. Un régime de croissance de l'ordre de 7% paraît ainsi envisageable. Pour les mêmes raisons que dans les économies développées, les pressions inflationnistes devraient rester contenues. Nous estimons l'inflation susceptible de se maintenir dans un régime que nous définirons comme standard pour les économies émergentes, c'est-à-dire proche de 4%.

Nos calculs de rentabilité attendue des classes d'actifs, tels que présentés en première partie de ce document, prennent ainsi en ligne de compte, de manière quantifiée, les régimes de croissance et d'inflation en fonction de la survenance ou non d'un choc d'innovation. ■

CONTEXTE DE LA DÉCENNIE

Au terme de la guerre du Kippour en **1973** entre Israël et une coalition menée par l'Égypte et la Syrie, l'Opep orchestre une hausse du prix du baril de pétrole, qui triple en moins de 3 mois, passant de 3 à 10 dollars.

LE CHOC ÉCONOMIQUE

La manœuvre de l'Opep conduit à un choc pétrolier, engendrant une conjoncture économique inédite dans les économies développées: la stagflation, conjuguant croissance économique très faible et taux annuel d'inflation atteignant 12%.

L'ACTIF DE LA DÉCENNIE

1970

Liquidités US

6,3%*

La forte rentabilité des liquidités US découle des taux d'intérêt qui grimpent d'un niveau de 5% au début de la décennie à 14% au début de la suivante.

L'élection de Ronald Reagan à la présidence américaine en **1981** donne lieu à la fois à la mise en place d'une nouvelle politique fiscale comprenant de nombreuses réductions d'impôts et d'une nouvelle politique monétaire très restrictive, visant à dompter l'inflation.

La *supply-side economics* de Ronald Reagan, conjuguée à une politique monétaire de ciblage de l'inflation de Paul Volcker, permet de relancer la croissance économique américaine à un rythme proche de 3,5% en moyenne annuelle et de réduire l'inflation à un niveau proche de 2% à la fin de la décennie. Ceci relance les actions US et, par contagion, les actions européennes.

1980

Actions Europe

22,7%*

La baisse progressive des niveaux de taux d'intérêt engendre des niveaux de rentabilité sans précédent des actions.

L'invention d'Internet en **1990** correspond à l'apparition d'une myriade de nouvelles technologies au cours de la décennie, positionnant l'innovation et l'investissement comme les moteurs de la croissance économique.

Grâce à l'investissement et à la consommation liés aux nouvelles technologies, les taux de croissance économique réelle aux États-Unis et en Europe évoluent de manière soutenue, à des niveaux supérieurs à 3% et 2% respectivement en moyenne. Les politiques monétaires de ciblage de l'inflation permettent en outre de la stabiliser autour de 2%.

1990

Actions US

18,2%*

La hausse des marchés actions américains et européens reflète les anticipations de croissance très élevée des profits.

L'éclatement de la bulle Internet en **2000**, suivi des attentats du 11 septembre **2001** à New York, puis de la crise des *subprimes* en **2007-2008**, provoque la fin d'une période à faible volatilité des variables économiques (comme l'inflation ou la croissance économique réelle) et donne naissance à la crise systémique de la dette souveraine des États de la périphérie européenne.

Deux chocs respectifs se produisent durant la décennie. Ceux-ci sont: 1. l'éclatement de la bulle immobilière US, suivi d'une crise mondiale, entraînant dans son sillage la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 et 2. la nécessité de la mise en place de plans de sauvetage pour des États européens ne pouvant plus se financer sur les marchés financiers.

2000

Bund allemand 10 ans

10,3%*

Les politiques monétaires et les mesures non conventionnelles provoquent une hausse soutenue des marchés obligataires souverains.

Après les crises à répétition de la décennie 2000, la croissance dans la première économie mondiale s'ancre à un niveau de 3%. Un choc d'innovation pourrait la porter vers un régime supérieur.

La décennie fait face à trois catégories de choc potentiel: 1. chocs **technologiques**, 2. chocs **réglementaires**, et 3. chocs **cognitifs** (voir page 8)

2010

Actions pays développés

7,8%*

La rentabilité anticipée des actions des économies développées nous paraît la plus attrayante, compte tenu des risques présentés par les économies émergentes.

* rentabilité nominale annualisée (projetée pour la période 2014-2024) sur 10 ans en monnaies locales, dividendes et coupons réinvestis

Auteur: Christophe Donay

Responsable éditorial: Wilhelm Sissener

Conception et conseil éditorial: Kalina Moore, Production Multimédia Pictet

Relecture: Sabine Jacot-Descombes, Francine Jacquemet Perez

Avertissement | Le présent document n'est pas destiné aux personnes qui seraient citoyennes d'un/e, domiciliées ou résidentes, ou aux entités enregistrées dans un pays ou une juridiction dans lesquels sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation seraient contraires aux lois ou règlements en vigueur.

Les informations et données fournies dans le présent document sont communiquées à titre d'information uniquement, n'engagent pas la responsabilité du groupe Pictet et ne constituent en aucun cas une offre, une incitation à acheter, à vendre ou à souscrire à des titres ou à tout autre instrument financier.

En outre, les informations, opinions et estimations figurant dans le présent document traduisent une appréciation à la date de publication initiale et peuvent faire l'objet de changements, sans préavis. La valeur et le rendement des titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document reposent sur des cours provenant de sources d'informations financières usuelles et peuvent faire l'objet de fluctuations. La valeur boursière peut varier en fonction de changements d'ordre économique, financier ou politique, de la durée résiduelle, des conditions du marché, de la volatilité et de la solvabilité de l'émetteur ou de celle de l'émetteur de référence. En outre, les taux de change peuvent avoir un effet positif ou négatif sur la valeur, le prix ou le rendement des titres ou des placements y afférents mentionnés dans le présent document.

Les performances passées ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie de la performance future, et les personnes destinataires de ce document sont entièrement responsables de leurs éventuels investissements. Aucune garantie expresse ou implicite n'est fournie quant aux performances futures.

Le contenu de ce document est confidentiel et ne peut être lu et/ou utilisé que par la personne destinataire de celui-ci. Le groupe Pictet n'est pas responsable de l'utilisation, de la transmission ou de l'exploitation des données contenues dans ce document. Par conséquent, toute forme de reproduction, copie, divulgation, modification et/ou publication du contenu est sous la seule responsabilité du destinataire de ce document, à l'entière décharge du groupe Pictet. Le destinataire de ce document s'engage à respecter les lois et règlements applicables dans les juridictions où il pourrait être amené à utiliser les données reproduites dans ce document.

Ce document est émis par le groupe Pictet. Cette publication et son contenu peuvent être cités à condition que soit indiquée la source. Tous droits réservés. Copyright 2014.

