

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés : Perspectives 2013 favorables aux actifs risqués

4 janvier 2013



Focus : La diminution des incertitudes et le renforcement du cycle économique mondial devraient favoriser la prise de risque et les actifs réels en 2013

Points clés fondamentaux :

- La Réserve fédérale américaine a montré le chemin, les autres banques centrales adopteront des stratégies similaires en 2013
- Le changement historique de politique des banques centrales sera maintenu jusqu'à ce que la croissance soit suffisante au risque de provoquer sans état d'âme et peut-être même intentionnellement un retour de l'inflation
- Les politiques de rachat de dettes gouvernementales seront reconduites et s'intensifieront parfois prolongeant ainsi la phase de déclin des taux longs
- Les taux directeurs resteront aussi bas en 2013
- La croissance économique devrait s'intensifier au niveau mondial sous l'impulsion des USA, de la Chine, du Japon et des pays émergents
- L'Europe restera à la traîne avant d'être soutenue par cette conjoncture internationale plus positive
- Les questions budgétaires et l'endettement des Etats resteront au premier plan affectant autant leurs capacités d'emprunt sur les marchés financiers que leurs pouvoirs d'action en matière de soutien conjoncturel
- L'Europe restera certainement encore la zone la plus susceptible de présenter des faiblesses politiques et systémiques
- Ailleurs, on devrait assister à une diminution progressive des incertitudes politiques et économiques
- L'intensification du développement de la production des gaz de schistes aux USA soutiendra la réindustrialisation de l'économie américaine et renforcera sa compétitivité grâce à une énergie bon marché
- L'alignement des cycles conjoncturels régionaux provoquera une nouvelle tension générale sur les matières premières par un excès de la demande sur l'offre
- Les anticipations inflationnistes pourraient refaire surface et renverser la tendance sur les taux longs
- Le dollar devrait bénéficier de cette situation

La Réserve fédérale américaine a montré le chemin, les autres banques centrales adopteront des stratégies similaires en 2013

La Réserve fédérale américaine avait montré la voie en étant prompte à baisser ses taux directeurs au début de la crise financière. Elle avait aussi été créative en imaginant de nouvelles politiques non conventionnelles (QE) qui ont montré une certaine efficacité, tant en matière de relance conjoncturelle que sur le plan de la gestion des risques systémiques. L'Europe est clairement restée à la traîne et a dû attendre la nomination de M. Draghi à la présidence de la banque centrale pour que des politiques similaires puissent enfin être envisagées. Il a donc fallu attendre 2012 pour que la BCE puisse s'engager sur cette voie de rachat systématique de dette publique des Etats européens en difficulté. Elle a ainsi malheureusement perdu plusieurs années dans sa lutte contre la crise financière. La recapitalisation du secteur bancaire américain est faite et la transmission à l'économie réelle peut se faire plus aisément, la reprise du secteur immobilier en particulier en témoigne. En Europe, cette recapitalisation est à peine en cours et le secteur privé souffre encore de l'assèchement du crédit. L'union bancaire européenne et la recapitalisation des banques devront aboutir et permettre une relance du crédit aux privés et aux entreprises. En 2013, c'est le Japon qui devrait plus nettement s'engager dans la même voie avec un nouveau gouvernement. Désormais, l'exemple américain sera largement suivi.

Les politiques des banques centrales seront maintenues jusqu'à ce que la croissance soit suffisante au risque de provoquer de l'inflation

La gravité de la crise financière a forcé les banques centrales à sortir de leur rôle historique. La politique monétaire ultra-expansionniste menée par la Réserve fédérale américaine et ses rachats massifs de dette gouvernementale a permis aux taux d'intérêt de rester durablement bas sur l'ensemble de la courbe des taux. Mais elle a surtout permis de financer la croissance en laissant les déficits budgétaires se développer et jouer ainsi

son rôle contra-cyclique au moment où l'économie américaine en avait besoin. Une politique qui n'a pas pu être menée en Europe notamment sous la pression des marchés financiers qui exigeaient des politiques d'austérité. L'explosion du bilan de la Réserve fédérale aurait en d'autres temps déjà largement provoqué des anticipations inflationnistes visibles sur les taux d'intérêt exigés par les investisseurs. L'action de la banque centrale américaine a empêché cette transmission sur les marchés obligataires, qui s'est toutefois manifestée par une hausse historique de l'or. La Réserve fédérale a donc pris ce risque et n'hésite d'ailleurs même plus à avouer qu'elle crée de la masse monétaire pour financer la dette américaine et sa croissance. L'Angleterre, l'Europe et le Japon suivront la même stratégie. Lors de la dernière réunion de la Réserve fédérale, il a été suggéré que les rachats de 85 milliards par mois de dette obligataire pourraient déjà s'interrompre en 2013, une partie du comité étant même en faveur d'une réduction dès l'été. Après avoir acheté près de 2.3 trillions de dollars de titres, les divisions semblent désormais apparaître au sein du comité. Le changement de politique sera particulièrement délicat à gérer pour éviter qu'il ne provoque une remontée rapide des taux longs au mauvais moment. N'oublions pas que les anticipations inflationnistes n'ont sans doute pas disparues. Elles reviendront lorsque la croissance sera plus forte et plus généralisée dans le monde. Reste à savoir si les banques centrales voudront réellement lutter rapidement contre ce retour de l'inflation ou si elles préfèrent s'accommoder pendant quelques temps d'une remontée des prix acceptable ?

Les politiques de rachat de dettes gouvernementales seront reconduites et s'intensifieront prolongeant le déclin des taux

Si aux Etats-Unis la question est déjà posée, elle ne semble pas avoir la même actualité en Europe. La BCE devrait encore baisser ses taux directeurs en 2013 et elle est encore loin de pouvoir s'abstenir de tout soutien aux Etats en difficultés. Elle devra donc certainement développer sa politique de rachat de dette gouvernementale et poussera ainsi les taux longs encore un peu plus bas. La problématique européenne sera différente dans la mesure où l'action de la BCE sera concentrée sur la dette périphérique. On assistera donc certainement à un resserrement des écarts de rendement entre la dette de ces Etats et celle de l'Allemagne ou de la France. Cette convergence des taux se fera désormais au détriment de l'Allemagne et de la France.

Les taux directeurs resteront aussi bas en 2013

Les banques centrales des pays industrialisés ne devraient pas modifier leurs politiques expansionnistes en normalisant le niveau de leurs taux directeurs en

2013. En Europe, ceux-ci devraient même subir encore une diminution. Cela dit, même en cas de renforcement de l'activité conjoncturelle, les banques centrales devraient privilégier d'autres moyens d'actions avant d'agir sur leurs taux d'escompte. A l'image des discussions déjà en cours aux Etats-Unis, leur première réaction serait certainement de réduire ou interrompre leurs politiques expansionnistes exceptionnelles. La Réserve fédérale maintient en effet sa volonté de ne pas remonter ses taux directeurs tant que le taux de chômage n'aura pas baissé à 6.5% et que l'inflation ne dépasse pas 2.5%. Autant dire que si elle tient ses engagements, les taux devraient rester très bas en 2013 et 2014 probablement. Dans les pays émergents, la situation sera sans doute différente puisque les politiques monétaires ont souvent été réduites à l'arsenal traditionnel. Une reprise du cycle économique mondial favorable aux pays émergents pourrait naturellement être accompagnée de quelques resserrements monétaires.

La croissance économique devrait s'intensifier au niveau mondial sous l'impulsion des USA, de la Chine, du Japon et des pays émergents

La croissance économique du 3^{ème} trimestre aux Etats-Unis était de +3.1% sur une base annualisée. L'accord fiscal obtenu de dernière minute et ratifié le 1^{er} janvier par le Sénat et la Chambre des représentants devrait permettre à l'économie américaine de poursuivre son redressement. Les ménages américains, déjà réconfortés par une activité plutôt solide au 4^{ème} trimestre, pouvaient encore se rassurer en observant l'évolution des créations d'emploi au plus haut depuis le mois de février en fin d'année. L'accord trouvé devrait encore leur permettre d'améliorer leur degré de confiance puisque 99% d'entre eux n'auront pas à subir de hausse d'impôt. La consommation devrait donc aussi être soutenue par un effet de richesse positif induit par une poursuite de la progression des prix de l'immobilier et des actifs financiers. L'activité manufacturière chinoise est désormais à nouveau en expansion. La tendance observée ces derniers mois se confirmera et renforcera la probabilité de relance significative de la conjoncture en Chine aussi bien dans les secteurs soutenus par les politiques gouvernementales que dans des secteurs plus cycliques et plus dépendants de la conjoncture internationale. La reprise américaine développera prochainement des effets plus sensibles sur les exportations chinoises, mais c'est pour l'instant surtout la reprise des exportations vers les marchés émergents qui progresse. Du côté du consommateur chinois, l'image est toujours favorable et le revenu disponible devrait continuer sa progression. La politique du nouveau gouvernement devrait certainement chercher à renforcer le pouvoir d'achat des ménages pour supporter la demande intérieure. La croissance chinoise devrait donc se renforcer en 2013 et contribuer très significativement à une reprise de l'activité sur le plan international. Les dernières statistiques publiées soutiennent selon nous la

thèse d'un cercle vertueux, encore fragile sans doute, se mettant en place entre les Etats-Unis et l'Asie. La reprise conjointe des cycles économiques nord-américains, chinois et émergents laissera encore pour un temps l'Europe à la traîne. Au Japon, la récente dépréciation du yen devrait enfin permettre aux secteurs exportateurs de bénéficier d'un regain de compétitivité. L'économie japonaise restait en retrait et la production industrielle enregistrait encore une chute de -1.7% en novembre. La détermination du nouveau gouvernement pour une action plus décisive devrait s'en trouver renforcée. Des nouveaux plans de soutien estimés à près de 10 trillions de yen devraient être accompagnés d'une action plus agressive de la Banque du Japon. La croissance japonaise pourrait donc enfin s'améliorer en 2013.

L'Europe restera à la traîne avant d'être soutenue par cette conjoncture internationale plus positive

L'économie européenne est en récession au 3^{ème} trimestre et devrait subir un nouvel affaiblissement dans les prochains mois. La chute de l'activité est autant due à la baisse de la consommation des ménages qu'à la chute des investissements. Une chute de l'activité d'environ -0.4% du PIB au quatrième trimestre est en effet possible alors que l'affaiblissement de la conjoncture touche désormais la France et l'Allemagne. Du côté de la consommation, les ventes de détail ont décliné et le chômage est malheureusement l'une des dernières statistiques à progresser. La tendance n'est pas prête de s'inverser et de nouveaux licenciements devraient intervenir avant que les politiques ne soient modifiées. Sans changement de stratégie budgétaire, il sera bien difficile d'envisager une reprise sur fond d'austérité et de déprime du sentiment des ménages, trop inquiets pour envisager d'augmenter leur consommation. La sortie de la crise ne se fera donc certainement pas sous l'impulsion de facteurs endogènes, mais plutôt grâce à des facteurs exogènes en nette amélioration. En ce début d'année, l'Europe reste donc empêtrée dans ses problèmes structurels, politiques et reste entravée par des réglementations et des modes de fonctionnement inadaptés. Elle ne sortira donc pas de cette crise sans une aide extérieure indispensable, qui lui semble miraculeusement promise en 2013, d'une part par la reprise conjoncturelle américaine et d'autre part par un renforcement conjoint du cycle économique asiatique.

Austérité et endettement des états affecteront leurs capacités d'emprunt et leurs pouvoirs d'action en matière de soutien conjoncturel

La problématique budgétaire en Europe restera un frein au développement économique, car même si des voix s'élèvent pour critiquer cette attitude probablement trop dogmatique, elles n'ont pour l'instant que peu de

chances d'être entendues. L'action de la banque centrale européenne ne pourra pas avoir les mêmes effets que ceux obtenus par la Réserve fédérale en raison précisément des politiques budgétaires austères menées en Europe. Sans un changement d'attitude radical, l'économie européenne devra donc s'appuyer sur la conjoncture internationale pour espérer sortir de son marasme conjoncturel.

L'Europe restera susceptible de présenter de nouvelles faiblesses politiques et systémiques

Des divergences importantes existent toujours entre les visions politiques et les solutions à apporter à la crise européenne entre les pays de l'union. Ceux-ci ont réussi en 2012 à faire passer au second plan leurs divergences principales, mais la position de l'Allemagne pourrait se durcir à l'approche des élections, tandis que du côté britannique, une sortie de l'union européenne est de plus en plus clairement envisagée. La mise en œuvre de l'union bancaire doit faire ses preuves et la résurgence de problèmes systémiques ne peut être exclue dans un environnement toujours extrêmement faible sur le plan économique et toujours plus chaud sur le plan social.

Diminution progressive des incertitudes politiques et économiques dans les autres pays

En effet, aux Etats-Unis la falaise fiscale a pu être évitée et les ménages comme les entreprises devraient plutôt se sentir rassurés. Les incertitudes liées aux élections ont également disparu et si le chantier de la réduction des déficits budgétaires n'a été reporté que de deux mois, on peut espérer que des solutions à plus long terme pourront être trouvées. La conjoncture américaine n'a donc que peu de risques de déraiser en 2013, les coupes budgétaires et les risques de remontées de taux interviendront probablement plus tard. En Chine, le changement de gouvernement a également réduit les incertitudes. La nouvelle équipe au pouvoir s'inscrira dans la continuité et restera favorable aux politiques de développement menées jusqu'à présent. Les élections japonaises ont aussi apporté leur contribution à la réduction des incertitudes. L'action gouvernementale nipponne devrait être encore plus orientée vers la relance économique et la banque centrale devrait agir pour affaiblir le yen et lutter contre la déflation.

La production des gaz de schistes aux USA soutiendra la réindustrialisation de l'économie et renforcera sa compétitivité

En autorisant massivement la production de gaz de schiste sur leur territoire, les Etats-Unis ont fait chuter les coûts de l'énergie dans leur pays. La production et la consommation de pétrole baisse en effet depuis le début de la crise financière sous l'effet couplé du ralentissement

conjoncturel initial et de la substitution désormais avantageuse du gaz naturel et du gaz de schiste dans la production d'électricité notamment. Malgré la remontée récente des cours du gaz aux Etats-Unis, son prix reste très inférieur à celui observé en Europe ou en Asie. Compte tenu de la consommation annuelle des Etats-Unis, on évalue à près de 150 milliards de dollars l'avantage économique obtenu par les Etats-Unis, sur l'économie européenne par exemple, grâce à cette nouvelle énergie bon marché. Les Etats-Unis ont donc décidé de relancer leur croissance en développant un programme de réindustrialisation de leur économie dont l'énergie bon marché est une pièce maîtresse. Alors qu'en Europe les projets de développement du gaz de schiste comme énergie alternative à l'exploitation des autres formes d'énergies sont à peine considérés et systématiquement écartés par la plupart des gouvernements pour des raisons écologiques, aux Etats-Unis, la production des gaz de schistes est devenu un levier essentiel de la politique gouvernementale qui leur permettra en phase de croissance mondiale de disposer d'une énergie meilleur marché que leurs compétiteurs. Ce phénomène se renforcera dans les années à venir avec des effets positifs sur la croissance. L'économie américaine dispose donc désormais d'un nouvel avantage compétitif décisif en période de haute conjoncture.

L'alignement des cycles conjoncturels provoquera une tension générale sur les matières premières par un excès de la demande

Depuis le début de la crise financière, les cours des matières premières n'ont pas exactement suivi la même évolution que celle des marchés financiers. Si celles-ci ont aussi chuté comme les actions lorsque les perspectives économiques ont été brutalement révisées à la baisse en 2008, on ne peut pas dire qu'elles ont autant bénéficié depuis 2009 de la reprise progressive du cycle de croissance mondial autant que les actions. En effet, les actions internationales ont rebondi de +110% depuis le point bas du mois de mars 2009, tandis que les matières premières, comme les actions européennes ne progressaient que d'environ +55%.

Ces dernières années, la reprise économique s'est avant tout matérialisée aux Etats-Unis, en Chine et dans les marchés émergents. Les économies européennes et japonaises, après une première reprise, sont à nouveau entrées en récession en 2012. Des cinq grandes régions économiques, trois ont ainsi pu montrer une croissance positive tandis que deux d'entre elles entraînent en récession. De ce fait, la compétition n'a pas été forte entre les différents acteurs économiques pour acquérir des matières premières. La demande mondiale n'a donc pas été suffisante pour pousser plus significativement les prix à la hausse. 2013 devrait sur ce plan présenter une image totalement différente. La convergence des cycles économiques devrait se matérialiser en seconde partie d'année et produira avant cela un début de tension sur certaines matières premières cycliques en particulier.

Les anticipations inflationnistes referont surface et renverseront la tendance sur les taux longs

2013 pourrait déjà voir le retour des anticipations inflationnistes sur les marchés de taux américains avec le renforcement du cycle économique et l'interruption des programmes d'achat de dette gouvernementale par la Réserve fédérale. Les marchés obligataires seront en effet particulièrement fragilisés par cette situation, qui pourrait rapidement renverser la tendance et provoquer une hausse significative des taux longs. Une réallocation d'actifs en faveur des actions amplifierait le mouvement et constituerait une des menaces importantes pour les portefeuilles obligataires et diversifiés. La fenêtre de risque semble plutôt être prévue pour la fin de l'année.

Le dollar devrait bénéficier de cette situation

Les fondamentaux de l'économie américaine devraient permettre au dollar de s'apprécier contre le yen et l'euro. La hausse des matières premières augmentera aussi la demande de dollar pour les besoins de transactions. A moins que le dollar ne subisse ultérieurement quelques dégagements provoqués par la remontée des taux longs et par des prises de profits sur les obligations du trésor US d'investisseurs souhaitant rapatrier leurs fonds sur leur dette domestique.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
 Rue Sigismond Thalberg no 2
 1201 Genève - Suisse
 T: +41225959611 F: +41225959612
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch