

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CTO



2 janvier 2014

## Perspectives 2014 : l'horizon s'éclaircit encore un peu plus

**Le renforcement de la croissance mondiale, couplé à des politiques monétaires toujours accommodantes, favorisera les marchés actions au détriment des obligations et des liquidités.**

### Points clés

- Accélération de la croissance américaine à +3%
- Diminution des effets négatifs des coupes budgétaires et des hausses d'impôts, poursuite de la réindustrialisation des Etats-Unis, avantage énergétique, croissance de l'immobilier, retour de la consommation, reprise des investissements
- Le leadership américain entraîne les autres régions du monde ; en 2014 la convergence des cycles régionaux permettra l'accélération de la croissance mondiale à +3.5%
- Découplage des politiques monétaires, mais « tapering » n'est pas synonyme de « tightening »
- La rotation des actifs en dehors des obligations s'accélérera, les obligations deviennent risquées
- Hausse des taux et surperformance des actions

### La convergence des cycles conjoncturels accélérera la croissance mondiale en 2014

Pour la première fois depuis le début de la crise financière, l'année 2014 devrait enfin voir toutes les principales zones économiques renouer avec la croissance.

La plupart des économies sont aujourd'hui dans une meilleure situation qu'il y a un an et chacune d'entre elles devrait pouvoir renforcer le redressement observé en 2014 et au-delà, comme le suggère l'amélioration généralisée des indicateurs avancés.

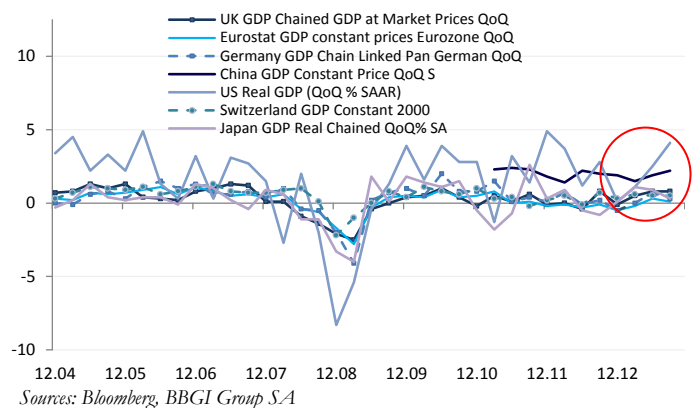
Si la reprise conjoncturelle a, dans un premier temps en 2013, souvent été centrée sur une reprise des services, nous pensons que le renforcement des indicateurs avancés manufacturiers annonce le retour d'une reprise plus généralisée de l'activité économique.

2014 pourrait aussi être l'année du redémarrage du cycle des investissements aux Etats-Unis en particulier.

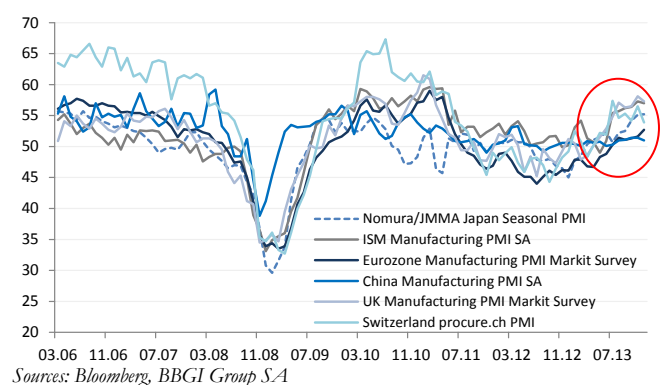
Cela favorisera sans aucun doute une reprise du commerce mondial en 2014, dont les marchés émergents profiteront certainement plus largement que les pays industrialisés.

**C'est donc essentiellement la convergence de la reprise conjoncturelle dans toutes les régions du monde qui marquera l'année 2014 sur le plan macro-économique.**

### PIB trimestriels



### PMI Manufacturiers



## Le leadership américain irradie toutes les autres économies : accélération de la croissance mondiale en 2014

Aux **Etats-Unis**, malgré le « shutdown » d'octobre, le 4<sup>ème</sup> trimestre devrait montrer une image positive, malgré un marché de l'emploi encore relativement peu dynamique, les dernières statistiques suggérant de plus en plus un renforcement de la croissance en 2014. Les indicateurs avancés du secteur manufacturier sont à nouveau proches des sommets, alors que le dollar gagnait +36% contre le yen au cours des 18 derniers mois et se dépréciait de près de -15% contre l'euro et de -6% par rapport au yuan. Sur la même période, la mesure de la Fed du dollar ajusté pour les échanges commerciaux (« trade weighted US dollar ») indiquait une appréciation de +6%.

La réindustrialisation de l'économie américaine semble en marche et le secteur pétrolier conservera en 2014 l'un des rôles principaux dans ce renversement de tendance. L'Agence internationale de l'énergie (IEA) considère en effet que les Etats-Unis deviendront le 1<sup>er</sup> producteur de pétrole au monde en 2015 déjà, soit deux ans avant les dernières estimations, l. Ce secteur est déjà largement créateur d'emploi et peut agir comme moteur dans d'autres secteurs et services liés (infrastructure, immobilier...). En offrant un avantage compétitif indéniable à l'économie américaine grâce à des coûts de l'énergie largement inférieurs en comparaison internationale, la révolution du gaz de schiste pourrait provoquer des relocalisations et l'implantation de nouvelles industries sur le sol américain, notamment si la production est destinée au marché local. De son côté, le secteur de la construction en particulier semble résister mieux que prévu à la hausse des taux hypothécaires. Les nouvelles constructions ont dépassé la barre de 1 million d'unités en novembre, en hausse de 100% depuis leur point bas de 2008. Les prix de l'immobilier poursuivent aussi leur remontée et progressent pour le vingtième mois consécutif. La confiance des ménages est largement influencée par l'évolution de l'immobilier et devrait donc rester très positive dans un tel contexte. Les perspectives de croissance américaine de +2.5% à +3% déjà particulièrement favorables pour 2014 pourraient être dépassées si quelques éléments positifs permettaient d'enclencher plus nettement le cercle vertueux attendu. Les effets négatifs provoqués par les coupes budgétaires et les hausses d'impôts devraient disparaître progressivement en 2014, alors que le déficit courant du gouvernement fédéral pourrait rapidement diminuer sous l'impulsion également de la hausse des revenus fiscaux.

**Il ne faut donc pas négliger la possibilité de voir l'économie américaine accélérer son rythme de**

**croissance en 2014 et dépasser peut-être les prévisions de +0.5 à +1%. Surtout si après avoir craint le début du « tapering » dès le mois de mai 2013, les investisseurs se familiarisent avec la vision de la nouvelle présidente de la Réserve fédérale que son « tapering » 2014 ne sera de loin pas synonyme de « tightening ».**

Dans la **zone euro**, la reprise reste relativement chaotique. Seule l'Allemagne semble pouvoir profiter encore un peu plus en 2014 du renforcement conjoncturel mondial. La baisse des taux de la BCE sera sans doute insuffisante pour stimuler la demande globale, mais elle aura eu le mérite de favoriser l'amélioration du sentiment des entrepreneurs allemands. On assiste tout de même à un probable renversement de tendance des dépenses des ménages qui ont stoppé leur contraction, mais ce renversement nécessitera une inversion nette du crédit au secteur privé pour une véritable relance de la consommation. La BCE devrait être encore très présente en 2014 et pourrait proposer un système similaire à celui mis en œuvre au Royaume-Uni. Les perspectives pour la zone euro sont tout de même meilleures, bien que toujours pénalisées par une situation du marché du travail très difficile. Le PIB de la zone euro devrait passer de -0.4% à +1% en 2014, et apportera sa première contribution positive à la croissance mondiale depuis 2009.

L'économie du **Royaume-Uni** contraste avec l'atonie de la zone euro et surprend par sa vigueur et ses perspectives. La banque d'Angleterre semble suffisamment confiante dans la reprise, elle a décidé de freiner son programme « funding for lending ». Dans ce cas aussi « tapering » n'est pas « tightening » et la croissance pourrait aussi atteindre +2.5% à +3% en 2014.

La **Suisse** n'échappera pas à cette tendance, d'autant qu'elle faisait déjà figure de grande gagnante de cette compétition en Europe grâce à une croissance déjà très supérieure en 2013, elle devrait selon nous encore maintenir cette avance en 2014 en enregistrant une nouvelle hausse de son PIB supérieure à +2%.

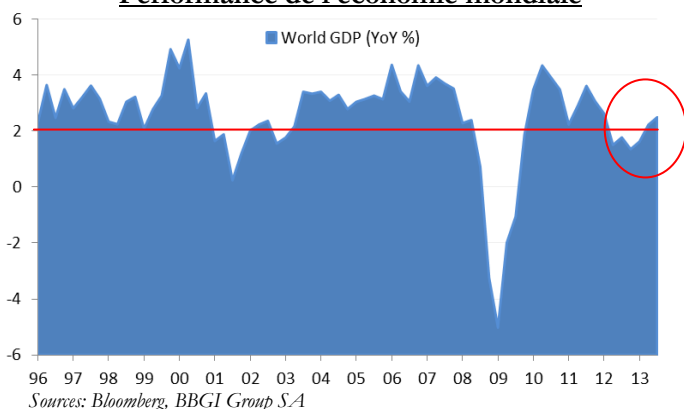
En **Chine**, les réformes annoncées auront des effets positifs à long terme sur la croissance, mais la reprise des PMI depuis le mois de juin est de bon augure et a permis de relativiser les craintes de tassement conjoncturel. Le consensus de croissance du PIB chinois, toujours proche de +6.5% pour 2014, nous semble dans ce contexte clairement sous-estimé. L'économie chinoise devrait pouvoir croître de +7.5% à +8% en 2014 et apporter une contribution très significative à la progression du PIB mondial.

Au **Japon** les réformes structurelles se font encore un peu attendre. Mais pour l'heure, la stratégie d'expansion

monétaire, de lutte contre la déflation et la politique délibérée de baisse du yen a produit des effets positifs sur la croissance et les actifs financiers. Cette stratégie devrait se poursuivre en 2014 et être enfin accompagnée de réformes aux effets plus durables. La confiance s'améliore notamment chez les petites entreprises et le PMI manufacturier est à son plus haut niveau depuis 2006. Les exportateurs japonais bénéficient pleinement de cet avantage compétitif, ce qui se traduit clairement par une hausse importante de leurs profits. Le PIB japonais devrait avancer de +2.5% en 2014.

Les **marchés émergents** ont particulièrement souffert en 2013 des craintes de contraction de la liquidité mondiale, ils devraient en 2014 retrouver les faveurs des investisseurs et profiter de l'accélération de la croissance dans les pays développés.

### Performance de l'économie mondiale



Depuis le début de la crise financière, l'économie mondiale a tout d'abord subi une forte contraction (-5%) et une reprise en 2009, suivies depuis cette date par un tassement conjoncturel régulier qui a fait passer la croissance de +4% à seulement +1.8% en 2013. **La croissance économique mondiale devrait selon nous se rapprocher à nouveau d'une croissance moyenne de +3.5% en 2014.**

### Politiques monétaires encore accommodantes : « tapering » n'est pas « tightening », mais le découplage des politiques se met en place

Aux Etats-Unis, si Ben Bernanke avait affolé les marchés financiers en parlant pour la première fois de réduction de son programme d'assouplissement quantitatif en mai 2013, l'année 2014 devrait au contraire voir les investisseurs réagir plus favorablement au processus de diminution des injections de liquidités. La nouvelle présidente de la Réserve fédérale, en poste dès janvier 2014, devrait rassurer en rappelant que, tant que les risques inflationnistes seront limités, elle privilégiera son objectif de croissance de l'emploi et de renforcement conjoncturel, en procédant aux ajustements adéquats du programme de rachats

mensuels de titres. Elle déclarait d'ailleurs devant le Sénat qu'elle jugeait indispensable de faire tout ce qui était possible pour **favoriser une reprise très vigoureuse**. « Tapering » n'est donc clairement pas « tightening » et les taux directeurs devraient rester inchangés en 2014 et 2015. Au Royaume-Uni, la banque d'Angleterre a déjà atteint son objectif et ne procède plus à des achats de titres, elle est même en train de réduire son programme de soutien au secteur immobilier. En Suisse, la BNS se concentrera encore sur son programme de stabilisation du franc suisse. En Europe, la BCE devra être encore plus créative à l'image de la BoE pour relancer sa croissance, tandis que du côté du Japon, le QQE pourrait bien être amplifié pour réduire les effets des hausses de TVA.

**On devrait donc assister en 2014 à un véritable découplage des politiques monétaires. Le Royaume-Uni et les Etats-Unis ont été les premiers à débiter leur phase de normalisation, l'Europe et le Japon en semblent encore bien loin.**

### Les taux longs suivront l'accélération de la croissance malgré une faible inflation en 2014

Les politiques expansives des banques centrales ont fait exploser leurs bilans. Ces dernières cherchent toutes à créer de l'inflation et une accélération de la croissance économique nominale. Les gouvernements endettés souhaitent aussi une reprise de l'inflation suffisante pour monétiser leur dette. Mais le retour de l'inflation ne doit pas remettre en question la reprise encore fragile en 2013 de l'économie mondiale. Son retour en 2014, serait probablement encore prématuré, mais 2015 pourrait bien être l'année la plus probable, car le cycle économique mondial serait alors très certainement suffisamment solide pour supporter une remontée des taux qui accompagnera probablement toute résurgence de l'inflation. **Lorsque l'économie américaine et la croissance mondiale montreront des signes d'accélération dans les prochains mois, les taux longs devraient réaffirmer leur nouvelle tendance haussière.**

Aux Etats-Unis, le déclin des taux longs a duré plus de 30 ans et l'année 2013 marquera certainement le début d'une phase de normalisation progressive. En 2014, les taux longs devraient donc remonter pour tenir compte des risques de retour de l'inflation engendrés par les liquidités injectées par les banques centrales, même si pour l'heure, ces risques semblent toujours limités en raison du stade trop précoce de l'expansion économique mondiale.

**La rotation anticipée des actifs financiers en-dehors des obligations et en faveur des actions ne s'est qu'en partie produite en 2013 et devrait s'intensifier en 2014. Comme pour les politiques monétaires, le découplage pourrait persister en 2014 et bénéficier aux marchés de taux européens et japonais.**



Mais il ne faut pas exclure la possibilité d'une corrélation persistante qui provoquerait une hausse des taux longs généralisée, quelle que soit la situation économique du pays concerné. L'assouplissement quantitatif massif avant la reprise conjoncturelle en cours a sans doute créé une bulle spéculative sur les marchés obligataires. Les taux sont restés par nécessité extraordinairement bas jusqu'à l'émergence d'une reprise crédible. **Les emprunts d'Etat sont surévalués et les obligations sont désormais à considérer comme un actif risqué.**

### **Le dollar et la livre sterling devraient sortir gagnants de la course à la croissance**

Comme nous le relevions plus haut, le dollar s'est apprécié de +6% au cours des 18 derniers mois en valeur pondérée par les échanges commerciaux, sur la base de la performance économique des Etats-Unis et essentiellement en raison de la faiblesse du yen. Un renforcement de la conjoncture américaine devrait soutenir cette tendance. Mais en Europe, il apparaît que la faiblesse de la conjoncture ne pourra être soutenue que par une dépréciation de l'euro contre le dollar, malgré des excédents de comptes courants qui atteignent un niveau record (2% du PIB). Une baisse significative de l'euro après sa hausse de +15% contre le dollar permettrait enfin aux exportateurs de regagner des parts de marchés, une stratégie qui profiterait avant tout à l'Allemagne. La baisse du yen pourrait donc s'interrompre et laisser place à une dévaluation de l'euro. La livre sterling devrait être soutenue par le momentum économique positif. **Le franc suisse restera certainement peu volatil face à l'euro, mais glissera sans doute à nouveau contre le dollar et la livre.** Dans les marchés émergents, les devises des pays bénéficiant des meilleures capacités de financement devraient mieux se comporter.

### **Les actions surperformeront encore en 2014**

La volatilité croissante des marchés actions laisse parfois perplexe les observateurs qui doutent du lien fondamental existant entre l'évolution de la croissance économique, la croissance des bénéfices et la performance boursière des actions.

Mais pourtant, au cours de 60 dernières années, la hausse de l'indice S&P500 (+7.1%/an) a été similaire à celle des bénéfices des sociétés le composant (+6.7%/an). L'amélioration des bénéfices constitue donc bien le facteur principal expliquant l'évolution des cours.

**En 2014, l'accélération de la croissance mondiale devrait permettre une progression des bénéfices des sociétés d'environ +10% et soutenir encore une fois la progression des cours de la plupart des marchés.**

Si certains marchés actions comme les Etats-Unis et la Suisse ont déjà bénéficié d'une phase d'expansion de leur P/E, d'autres disposent encore d'une belle marge de progression. La croissance des bénéfices aux Etats-Unis et en Suisse devrait être le principal moteur de la hausse des marchés. En Europe et dans les marchés émergents, la hausse sera plus largement soutenue par une marge de progression des bénéfices importante et par des valorisations attrayantes. **L'accélération de la conjoncture devrait profiter plus largement aux marchés et aux secteurs moins défensifs et plus cycliques. La Suisse et les Etats-Unis devraient donc sous performer les marchés émergents et l'Europe. Du côté sectoriel, la technologie, l'industrie, l'énergie et les matériaux devraient surperformer globalement la santé, la consommation et les financières.**

### **Conclusion**

**2014 verra une convergence des cycles économiques régionaux. La croissance mondiale bénéficiera du leadership américain et devrait pouvoir retrouver un taux de progression proche de +3.5%.**

**L'accélération de la conjoncture sera accompagnée d'une remontée des taux longs, malgré des politiques monétaires toujours accommodantes. Les marchés obligataires deviennent un actif risqué avec un rendement attendu négatif sur l'année 2014.**

**Les marchés actions bénéficieront d'une croissance des bénéfices de +10% et d'une phase d'expansion de PE notamment en Europe et dans les marchés émergents pour une croissance des cours possible de +15%.**

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