

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO

7 février 2013

Marchés : Optimisme au plus haut, une consolidation se profile

Après l'une des plus fortes progressions historiques en janvier, les actifs risqués devraient subir des prises de profit dont les marchés obligataires ne profiteront que peu

Points clés

- Hausse historique des actions en janvier
- Une année 2013 probablement très positive pour les actions se profile
- Attention : optimisme très élevé à court terme
- Chute de l'aversion au risque et de la volatilité
- Prises de profits à court terme très probables
- La sortie de la crise financière et le retour de la croissance renversent la perception des risques
- Fin du processus « risk on - risk off »
- Allongement de l'horizon temps des placements
- Processus de réallocation d'actifs en faveur des actions, matières premières et immobilier
- Renversement de tendance sur les taux longs

Un climat des investissements particulièrement optimiste a soutenu la progression des actifs risqués en janvier 2013

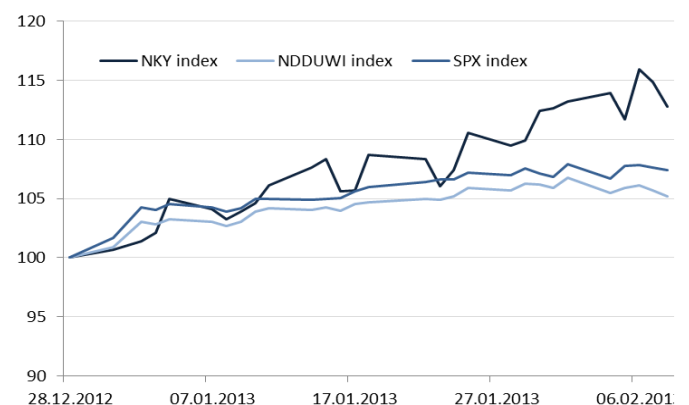
Le mois de janvier 2013 restera certainement dans les statistiques comme l'un des meilleurs mois de janvier pour les actions depuis 15 ans.

En enregistrant une hausse de +5.04%, qui saluait notamment l'accord fiscal obtenu en toute dernière minute par les parlementaires américains, les actions américaines réalisent effectivement en janvier leur plus forte progression depuis 1997, lorsque l'indice S&P500 progressait de +6.13%. L'optimisme observé aux Etats-Unis s'est propagé sur le plan international, ce qui a aussi permis à l'indice MSCI World d'enregistrer un bond exceptionnel de +5.09%, tout juste égalé par la performance de janvier 1999 de +5.18%.

Dans un contexte global plus positif, la faiblesse du franc suisse contre l'euro a aussi très largement soutenu la tendance haussière dans notre pays. Le marché suisse

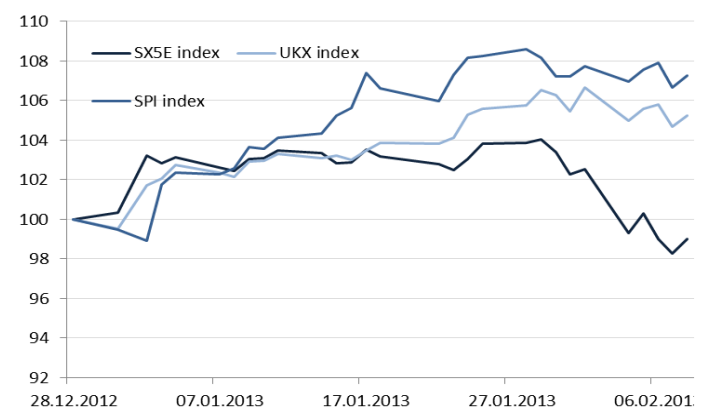
a fait figure de leader en avançant de +7.93%, ce qui constitue aussi son meilleur résultat depuis celui obtenu en janvier 1997 de +8.62%. Parmi les pays industrialisés, le Japon profite en janvier du changement total de leadership et de politique induit par son nouveau gouvernement et avance aussi de +7.15%, soit à peine moins que la hausse fantastique obtenue en 1998 de +8.98%.

Performances actions (USA-Japon-Monde) 31.12.2012 -07.02.2013



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Performances actions (Suisse – Europe - UK) 31.12.2012 -07.02.2013

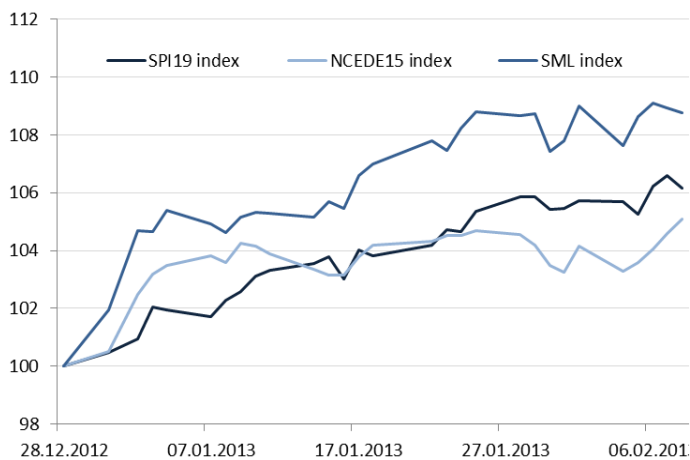


Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

L'Europe reste à la traîne de ce mouvement de repositionnement des investisseurs sur les marchés actions dans les pays développés. Sa hausse reste limitée à +3.3%, tandis que le Royaume Uni tire son épingle du jeu avec un bond de +6%.

Mais ce constat reste aussi valable pour les marchés émergents et les petites capitalisations, qui n'ont pas encore reçu toutes les faveurs des investisseurs en ce début d'année. En Suisse, comme en Europe ou aux Etats-Unis, leurs progressions restent un peu en deçà de celles des « blue chips ».

Performances « small caps » (USA-Suisse-Europe) 31.12.2012 -07.02.2013



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

On assiste donc très certainement en ce début d'année 2013 à la poursuite du processus de réallocation d'actifs en faveur des actions, qui s'est matérialisé en seconde partie de l'année 2012.

Toutefois, ce repositionnement ne semble en être que dans sa phase initiale, comme l'indique notamment la performance relative positive des secteurs plus défensifs et des « blue chips », qui constituent dans cette période encore marquée par les incertitudes la solution la plus équilibrée pour reprendre du « risque actions ».

Après cinq années de crise financière, ce début d'année exceptionnel augure favorablement pour l'ensemble de l'année

Si un tel mouvement peut effectivement sembler trop rapide et susciter quelques inquiétudes parmi les investisseurs prudents, il est intéressant d'observer qu'en 1997, après la hausse historique de janvier, l'indice S&P500 n'avait connu qu'une légère correction avant de poursuivre sa hausse par une nouvelle progression de +24%, pour terminer l'année en hausse de +31%.

Le mouvement fut similaire pour le marché suisse en 1997, mais ce dernier avait tout simplement connu une poursuite ininterrompue de hausses mensuelles, toutes plus impressionnantes les unes que les autres, jusqu'en fin d'année, à l'exception d'une petite pause en octobre. L'indice SPI terminait l'année 1997 sur une performance de +55.19%, ce qui constitue encore à ce jour la plus forte hausse annuelle des actions suisses depuis la création du SPI.

L'année 2013 commence donc plutôt bien pour les actions. Elle pourrait bien être soutenue par un cercle vertueux sur le plan conjoncturel mondial, qui permettrait une revalorisation substantielle des marchés actions internationaux.

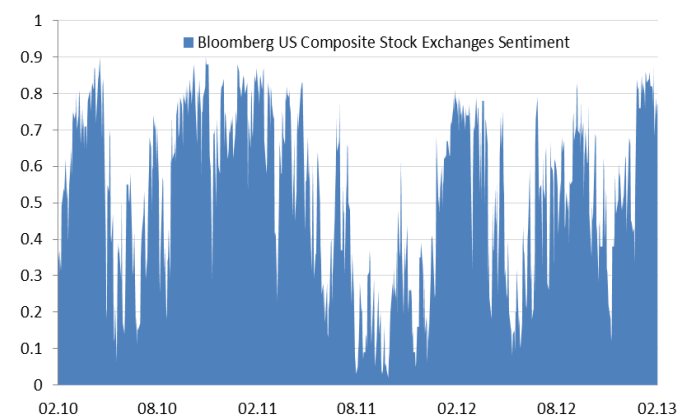
Attention toutefois à un excès d'optimisme à court terme potentiellement dommageable pour les actions

La progression des marchés actions du mois de janvier s'inscrit dans une tendance haussière de l'année 2012 rythmée globalement par trois périodes de hausse et deux phases de correction.

Après chaque phase de progression des marchés, l'optimisme des investisseurs avait atteint un niveau extrême, observable dans le graphique ci-dessous.

L'indicateur de sentiment calculé par Bloomberg (US composite Stock Exchanges Sentiment) montrait effectivement une certaine complaisance des investisseurs, caractérisée par une proportion d'optimistes proche de 80% avant chaque consolidation de marché, en mars et septembre 2012 par exemple.

Sentiment des investisseurs américains (Bull-Bear)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Par ailleurs, les coûts des assurances pour se prémunir des risques de correction des marchés n'ont cessé de décliner depuis plusieurs semaines.

Le niveau de volatilité implicite des options de protection (Put) traitées au Chicago Board Options Exchange a chuté en janvier de 22% à seulement 12.5%, ce qui correspond au plus bas niveau observé depuis l'émergence de la crise en 2008. Nous indiquions dans une précédente analyse hebdomadaire qu'il était possible que les marchés entrent désormais dans un nouveau régime d'évaluation des risques, dont les bandes de fluctuations seraient globalement plus étroites et plus basses.

Le niveau de volatilité implicite de 12.5% atteint ces derniers jours nous semble aujourd'hui déjà un indicateur de cette tendance.

Toutefois, dans le contexte actuel, il s'agit tout de même certainement d'une manifestation supplémentaire d'une certaine complaisance à court terme. Les investisseurs sont probablement déjà un peu trop enthousiasmés par l'amélioration du climat des investissements.

Par ailleurs, force est de constater que les économistes ont aussi progressivement révisé leurs attentes en matière de croissance économique, de telle manière que, depuis quelques semaines à nouveau, les indicateurs de surprise économique montrent plutôt une image négative.

Cet indicateur « contrarian » aurait donc tendance à indiquer que les investisseurs sont en train de réévaluer leurs stratégies plus rapidement peut-être que ne s'améliore la situation réelle.

Les marchés de taux ont fait les frais de ce nouvel enthousiasme depuis plusieurs mois

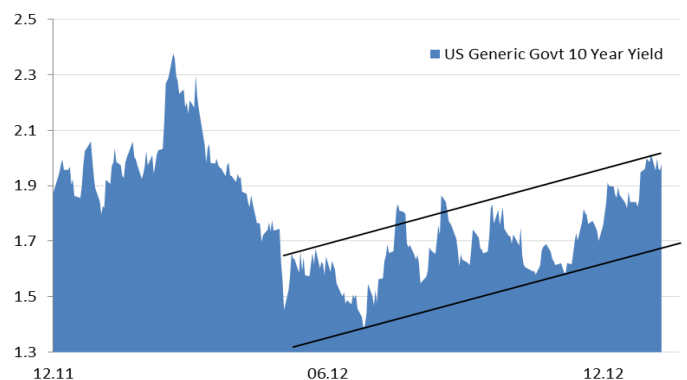
Les marchés de taux ont effectivement fait les frais de ce changement d'anticipation depuis quelques mois. Mais ils ne profiteront certainement pas longtemps de la prochaine période de prises de profits sur les actifs risqués.

Le retour d'un sentiment plus favorable sur les marchés financiers a donc provoqué une remontée des taux d'intérêts sur les obligations d'Etats AAA et AA en particulier, suite à des réallocations d'actifs en faveur de placements plus risqués. Les taux d'intérêt du trésor américain ont ainsi progressé de 1.4% à 2%, tandis que les taux du Bund allemand enregistraient la même tendance. En Suisse aussi, les taux des obligations de la Confédération se sont tendus et ont même doublé en passant de 0.4% en août 2012 à 0.9% en fin janvier 2013.

L'amélioration du climat des investissements a aussi eu des effets positifs significatifs sur les écarts de rendement notamment entre les taux des obligations de première qualité et celles des Etats périphériques.

Ce mouvement n'est certainement pas terminé, mais à court terme, il est probable cependant qu'une normalisation temporaire de l'appétit pour le risque conduise à un regain d'intérêt pour la dette souveraine de qualité.

Taux d'intérêt des obligations 10 ans du Trésor US



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Les prochaines semaines seront sans doute propices à des prises de profits motivées par le retour des incertitudes à court terme. Alors que les marchés actions devraient certainement commencer à subir les effets de nouvelles prises de profits, les obligations de qualité et l'or pourraient bénéficier des faveurs des investisseurs.

Assiste-t-on en ce début d'année au renversement de tendance à long terme des marchés obligataires ?

Le rebond actuel des taux d'intérêt nous semble pour l'instant essentiellement le fait d'un repositionnement des investisseurs sur les actifs plus rémunérateurs à long terme dans un contexte macro-économique et politique beaucoup moins incertain en 2013 qu'en 2012. Pour autant, tout n'est évidemment pas réglé et les inquiétudes notamment sur la solvabilité de quelques Etats du sud de l'Europe pourraient refaire surface. Cela dit, le climat des investissements pour l'année en cours nous semble plutôt être en voie de normalisation, ce qui devrait réduire les risques d'une remontée significative de la volatilité sur les marchés actions.

Mais au cours des dernières semaines, la reprise du cycle conjoncturel s'est confirmée. Les indices des directeurs d'achats agrégés au niveau mondial sont repassés en zone positive et le changement de leadership au Japon ajoutera

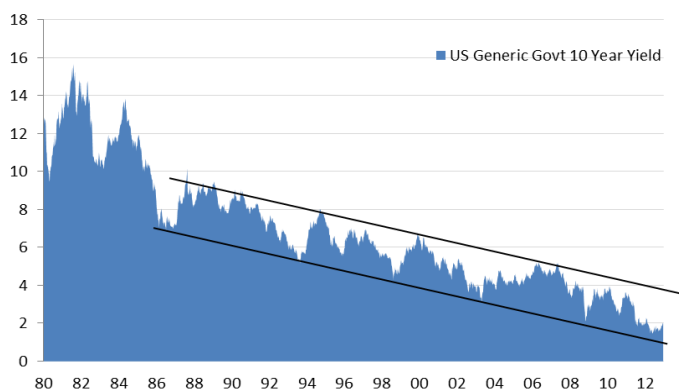
encore un peu plus d'espoirs au scénario de renforcement de la croissance mondiale.

Nous voyons donc la prochaine période de détente des taux longs comme l'une des dernières phases de déclin du cycle, avant le renversement de tendance durable, qui verra les taux reprendre le chemin de la hausse dans tous les pays.

En effet, ces derniers mois ont été marqués par le retour en force d'anticipations conjoncturelles plus positives. Les indicateurs avancés s'améliorent et laissent présager un renforcement de la conjoncture. Mais ce dernier n'est encore que peu visible concrètement, bien qu'il ait servi de catalyseur essentiel à la baisse de l'aversion au risque, qui a motivé et accompagné la tendance haussière des actifs risqués depuis plusieurs mois.

A court terme, les doutes peuvent donc revenir et créer une nouvelle volatilité, mais lorsqu'il deviendra clair que l'économie mondiale sera sortie de la crise débutée en 2007, l'appréciation des risques et des opportunités changera certainement radicalement. Les taux d'intérêt du trésor américain à dix ans sont entrés dans leur vingt-troisième année de baisse et ont chuté de 16% en 1981 à moins de 2% aujourd'hui. Les risques de voir ces taux rebondir rapidement au-delà de 3% sont à notre avis non négligeables. Les prochaines négociations budgétaires aux USA devraient encore provoquer quelques incertitudes et relancer un peu l'intérêt pour les placements à revenu fixe.

Taux d'intérêt des obligations 10 ans du Trésor US



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

Mais après cela, lorsque les signes de croissance se manifesteront plus nettement, la question du changement de stratégie en matière de politique monétaire fera surface au sein du FOMC et les taux longs pourraient bien remonter rapidement.

Conclusion

L'année 2013 devrait être celle de la sortie de la crise financière et celle du processus de normalisation des allocations d'actifs. Changement fondamental de la perception des risques et de l'horizon temps moyen des investissements.

Fin du processus « risk on- risk off ».

Les marchés financiers ont déjà sensiblement pris en considération à court terme l'amélioration attendue de la conjoncture.

L'aversion au risque a chuté en quelques mois. Elle pourrait augmenter à nouveau dans l'attente d'une concrétisation des espoirs récents et provoquer une phase de prise de bénéfices sur les marchés actions.

Les marchés obligataires devraient bénéficier à court terme d'une courte période de grâce.

La prochaine hausse des taux longs sera probablement beaucoup plus le fait d'un processus durable de réallocation d'actifs en faveur des autres classes d'actifs, que d'un changement d'anticipations liées à une éventuelle remontée de l'inflation.

Nous attendons donc un rebalancement progressif des allocations défensives en obligations au profit des marchés actions, des matières premières et de l'immobilier.

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 Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch