



ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés : Les banques centrales gardent la main

10 août 2012

Focus : L'optimisme revient mais la créativité des politiques reste indispensable

Points clés:

- La stratégie de la carotte et du bâton appliquée par la BCE semble fonctionner
- La BOE montre une créativité certaine plus directement adressée à l'économie réelle
- Le prochain QE aux USA sera peut-être plus clairement dirigé vers l'économie privée

La réaction des marchés pourrait finalement être plus durablement positive.

Le Président de la BCE aura dû s'y prendre à deux fois pour convaincre les marchés de ses bonnes intentions

Les marchés financiers avaient tout d'abord réagi positivement à la remarque du Président Draghi déclarant qu'il soutiendrait l'euro à n'importe quel prix, avant de montrer des signes très clairs de déception le jeudi 2 août face à une absence criante d'annonces concrètes à la sortie du conseil de la BCE. Il corrigeait heureusement le tir le lendemain en précisant le fonds de sa pensée. La stratégie de la carotte et du bâton déjà appliquée lors du sommet du 28-29 juin dernier reste en place, ce qui implique que les décisions de soutien à un pays en difficulté sous une forme ou une autre sera subordonnée à une action politique concrète et à un engagement du pays concerné. En indiquant qu'il serait prêt à racheter de la dette gouvernementale à court terme d'un pays membre de l'Union européenne dans la mesure où celui-ci participait à un programme de support du Système de stabilité financier européen ou du Mécanisme de stabilité européen, le président de la BCE a effectivement restauré une certaine confiance auprès des investisseurs.

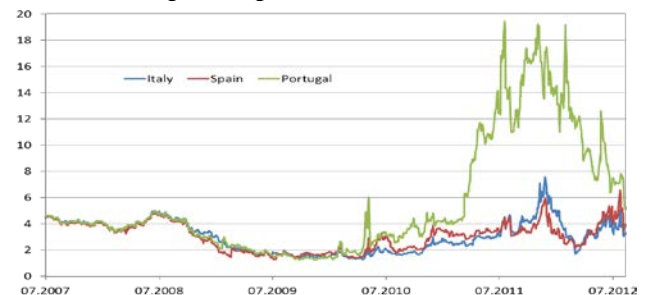
Malgré qu'il n'y ait eu aucune action spécifique de la BCE et de la Réserve fédérale un jour plus tôt, les

marchés financiers ont décidé de se laisser convaincre par un faisceau d'éléments conjoncturels un peu plus positifs et par des commentaires plutôt rassurants des banquiers centraux.

Tous les actifs risqués ont bénéficié de ce regain de confiance. Mais si la volonté de la BCE semble clairement affirmée désormais, il n'en reste pas moins qu'une action concrète reste subordonnée à des engagements politiques précis.

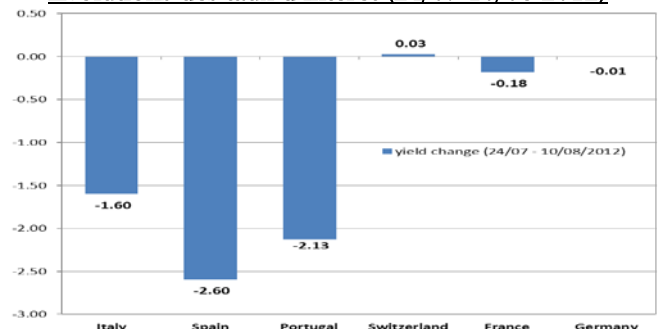
Les marchés obligataires ont été les premiers à réagir positivement à ces annonces. Les taux à deux ans de la dette gouvernementale espagnole et italienne ont chuté de 1.6% à 2.6%. Mais la dette émergente, les obligations européennes et US à haut rendement comme la dette de moindre qualité ont aussi bénéficié de cette annonce.

Obligations gouvernementales 2 ans



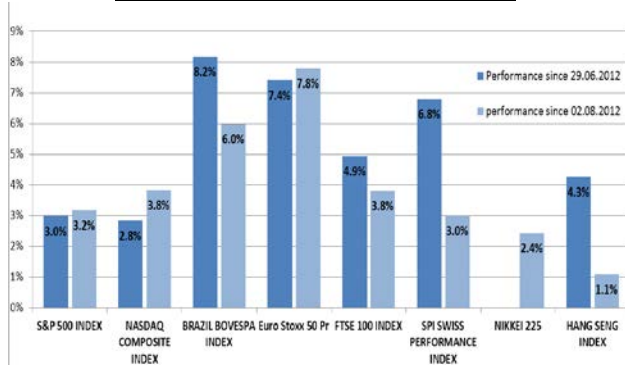
Source: Bloomberg, BBGI

Evolutions des taux d'intérêt (24/07-10/08 2012)



Source: Bloomberg, BBGI

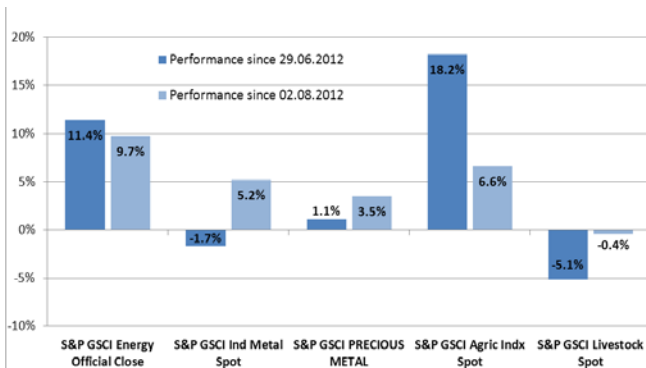
Performances des marchés actions



Source: Bloomberg, BBGI

Les marchés actions comme les matières premières ont retrouvé également un peu plus de sérénité et enregistrent des progressions sensibles depuis le début du 3^{ème} trimestre.

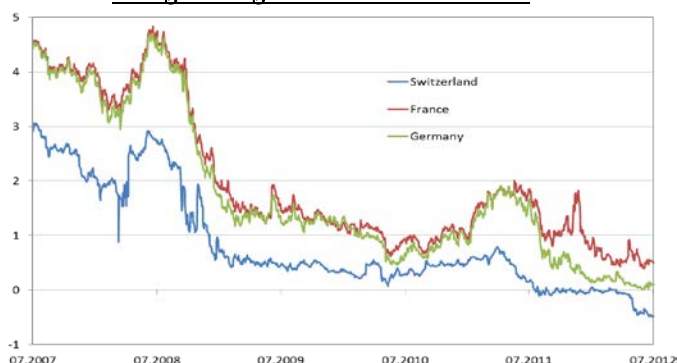
Performances des matières premières



Source: Bloomberg, BBGI

Il est toutefois intéressant d'observer que les obligations des gouvernements allemands et suisses n'ont pas encore fait les frais de ce changement de perception des risques.

Obligations gouvernementales 2 ans



Source: Bloomberg, BBGI

Preuve sans doute que malgré les déclarations d'intentions, les doutes subsistent quant à la réalisation prochaine de la politique évoquée par le président de la BCE. Même si il semble depuis quelques jours que la décision du conseil

constitutionnel allemand du 12 septembre sera favorable, l'incertitude soutient toujours la valeur de la dette allemande et helvétique.

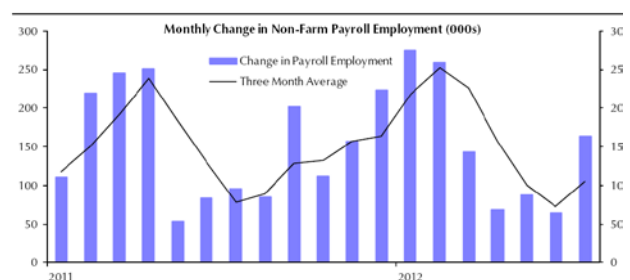
Poursuite de la hausse avant une rentrée de tous les dangers ?

Les marchés semblent donc mieux orientés dans l'espoir de voir bientôt se profiler des actions concrètes des banques centrales. Dans quelques semaines toutefois, le retour des vacanciers coïncidera avec le discours de Jackson Hole du président de la Réserve fédérale américaine le 31 août, la réunion de la banque centrale européenne le 6 septembre, la décision de la cour constitutionnelle allemande sur le Mécanisme européen de stabilité (MES) le 12, qui sera suivie d'une réunion très attendue de la FED.

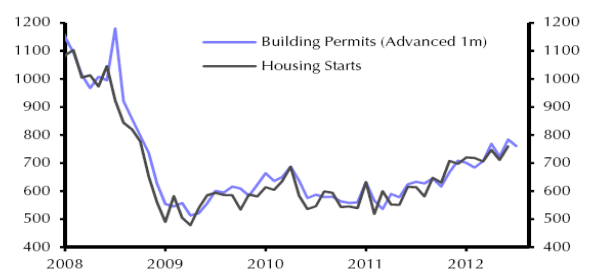
Entre temps, probablement peu de décisions politiques importantes pourront être prises. Les marchés financiers seront donc sans doute un peu plus focalisés sur les statistiques économiques. Après une période de reprise assez nette il est donc probable que les tendances récentes perdent un peu de vigueur tout en conservant leur biais positif.

Aux USA, les chiffres de l'emploi ont surpris les prévisionnistes en progressant de 163'000 nouveaux emplois en juillet, un résultat très largement supérieur aux attentes (100'000) et à la moyenne des quatre derniers mois. Les attentes pessimistes avaient précisément été l'un des facteurs importants suggérant un risque croissant de ralentissement aux USA. Une statistique qui est donc arrivée à point nommé pour renforcer le sentiment que la conjoncture américaine a certainement passé le creux de la vague.

Création d'emplois USA



Permis de construire et nouvelles constructions

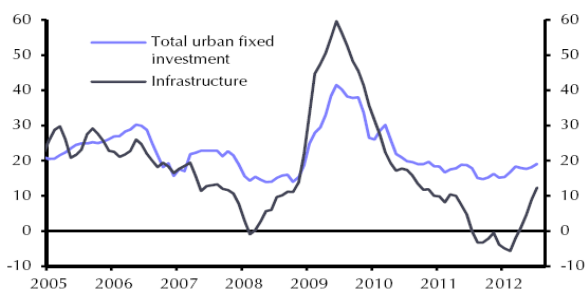


Source - Thomson Datastream

Le secteur immobilier poursuit sa renaissance progressive. Mais un coup de pouce de la Réserve fédérale serait sans doute nécessaire pour permettre un véritable renversement de tendance suffisant.

En Chine, l'inflation est repassée en-dessous de 2% et les surprises positives s'intensifient. Les premiers effets des stimulations économiques apparaissent déjà dans le segment des infrastructures. Les premières baisses de taux ne sont intervenues qu'il y a deux mois et les effets plus globaux sur l'ensemble de l'économie chinoise ne seront perceptibles que dans quelques semaines.

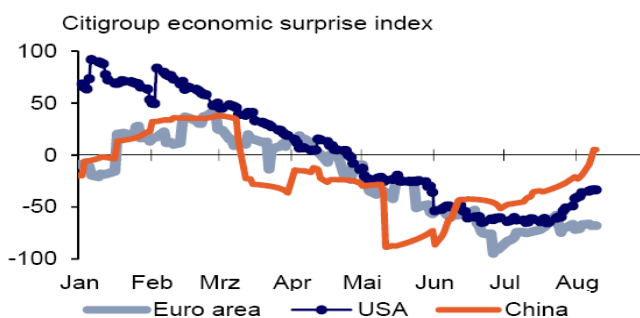
Investissements en termes réels (3m%, y/y)



Sources – Thomson Datastream, Capital Economics

Entre temps, les indicateurs de surprises économiques semblent favoriser les USA et la Chine tandis que l'Europe reste pour l'instant encore très affectée par des politiques budgétaires trop austères. Malgré des attentes assez pessimistes, la conjoncture européenne ne montre pas de signes d'amélioration au contraire. Les surprises positives ne sont donc pas pour tout de suite.

Indicateur de surprises économiques USA-Europe-Chine



Source: Citigroup, Bloomberg Finance L.P., Julius Baer

Les craintes d'un « hard landing » en Chine et aux USA ne nous semblent donc clairement plus d'actualité. Il est même permis désormais depuis les déclarations de M. Draghi d'espérer une

normalisation du cycle conjoncturel en Europe en 2013.

Les banques centrales peuvent-elles surprendre par une créativité renouvelée en septembre ?

Après les hausses récentes des marchés financiers les investisseurs pourraient se mettre à douter de l'efficacité de nouvelles mesures de soutien non conventionnelles. Les attentes sont pourtant présentes et un QE3 reste envisagé par de nombreux prévisionnistes. Toutefois, après les effets déjà observés des QE1 et QE2, les taux d'intérêts à court terme sont désormais proches de zéro et l'aplatissement de la courbe de taux obtenu par les « operations twist » de la Réserve fédérale a déjà produit des effets sensibles.

Les banques centrales restent donc toujours sous pression pour intensifier leur action par des mesures toujours plus créatives pour éviter toute rechute du cycle conjoncturel.

Mais ont-elles réellement les moyens d'intervenir alors que leurs taux directeurs sont déjà au plus bas ?

Nous pensons que les prochaines mesures de soutien apportées par les banques centrales seront désormais certainement plus ciblées et auront comme objectif de relancer l'activité de crédit au secteur privé par une stimulation du secteur bancaire.

Selon nous, les banques centrales sont encore loin d'avoir épuisé tout l'arsenal des mesures à leur disposition. Elles sont aussi dans des positions différentes les unes des autres et ne suivent pas exactement les mêmes stratégies avec le même rythme ou la même intensité. La Réserve fédérale a par exemple déjà largement eu recours à des opérations de rachat systématique de dette gouvernementale et de titres privés ce qui n'a pas été le cas en Europe justement pour l'instant. La politique annoncée par la BCE pourrait donc prochainement suivre la stratégie mise en place par la Réserve fédérale depuis plusieurs trimestres.

Mais la mesure mise en place par la BoE ces derniers jours fera sans doute des émules dans les prochains mois et pourrait bien inspirer une des mesures-surprise annoncées par la Fed en septembre.

La banque centrale du Royaume-Uni a en effet annoncé la mise sur pied d'un plan de soutien à l'économie réelle dont les détails semblent en mesure de relancer les prêts bancaires à l'économie privée. Elle serait ainsi prête à prendre en collatéral les prêts

accordés par les banques aux ménages et aux entreprises anglaises en échangeant pour un temps ses titres du trésor anglais. Les conditions de ces opérations permettraient aux banques anglaises de refinancer pendant quelques temps à meilleur compte une partie de leurs activités. Le coût de financement serait ainsi nettement abaissé pour toutes les banques qui augmenteraient leurs prêts alors qu'une pénalité serait appliquée aux banques qui profiteraient de cette opportunité sans augmenter en contrepartie leurs prêts. L'écart de financement se monterait à environ 100 points de base. Les banques seraient ainsi encouragées à augmenter leur capacité de crédit et apporteraient un soutien attendu par l'économie réelle. Par ailleurs, cette opération offrirait l'avantage de ne pas augmenter la taille du bilan de la banque centrale anglaise.

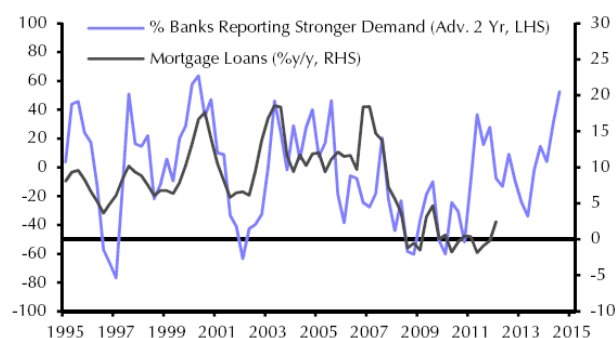
Quelle créativité attendre de la Fed ?

L'activité économique aux USA n'est donc certainement pas si faible que certains prévisionnistes ne l'ont craint au second trimestre aux vues des derniers chiffres du chômage et de la probable révision à la hausse de la croissance au 2^{ème} trimestre. La nécessité d'un nouveau QE pour éviter à l'économie américaine de replonger ne nous semble plus une question fondamentale. Les dernières remarques de Ben Bernanke font effectivement état d'une certaine préoccupation, mais celle-ci se concentre désormais plus sur les conditions de financement des ménages et de petites et moyennes entreprises. Alors que les multinationales et les sociétés du Dow Jones peuvent aisément emprunter à des conditions extrêmement favorables, il n'en va pas encore de même pour les autres entreprises et les ménages.

Le marché immobilier profite théoriquement de coûts de financement hypothécaire très attractifs mais en réalité, les demandes de financement restent encore très souvent pas honorées par les banques.

La Réserve fédérale devrait donc s'intéresser de près aux mesures appliquées par la BoE et proposer un système similaire visant à soutenir plus clairement l'activité de crédit des banques. Elle pourrait notamment décider de réduire à zéro les taux d'intérêt versés sur les excédents de réserves ou même les pénaliser d'un taux négatif. En renforçant la capacité de crédit des banques la Fed apporterait sans doute le soutien déterminant et attendu par l'économie réelle qui se plaignait à juste titre de ne pas profiter suffisamment des politiques monétaires et de l'aide massive destinées au secteur bancaire.

Demande de prêts hypothécaire et prêts accordés



Source : Bloomberg, BBGI

Conclusion

Alors que la conjoncture pourrait effectivement se renforcer aux USA et en Asie, les banques centrales devront rester attentives.

Elles disposent toujours de moyens suffisants et feront certainement preuve de créativité pour assurer une stabilisation et une accélération de la conjoncture.

Sauront-elles être présentes dès le mois de septembre et ne pas décevoir les investisseurs ? Nous pensons que l'absence d'action concrète en août devrait justement permettre de prendre le temps nécessaire à l'adoption de mesures désormais peut-être à même de soutenir l'activité réelle.

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