

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés: La fiscalité au centre des préoccupations

9 novembre 2012



Focus : Deux mois de consolidation pour digérer les élections et le «fiscal cliff»

Points clés:

- Les marchés financiers n'ont pas salué la victoire d'Obama et poursuivent leur phase de consolidation
- Le résultat des élections assure la continuité de la politique monétaire accommodante de la FED
- Les risques liés à la falaise fiscale sont désormais à nouveau au premier plan et remettent en question la croissance
- Les investisseurs peuvent encore être tentés par des ajustements de portefeuille pour protéger leurs gains en capitaux

Un compromis devrait être trouvé avant la fin de l'année. Nous attendons aussi un changement de leadership au sein des indices actions plus favorables aux valeurs cycliques

Les marchés financiers n'ont pas salué la victoire de Barack Obama et se concentrent à nouveau sur les questions fiscales

Le président Obama a finalement largement gagné les élections présidentielles de 2012 et conserve le pouvoir pour quatre ans de plus. Les actions américaines, déjà en phase de consolidation depuis l'annonce par le président de la Réserve fédérale d'un troisième plan de soutien non conventionnel (QE3) le 13 septembre, ont encore chuté de -2.37% le lendemain des élections, enregistrant ainsi leur plus forte baisse journalière depuis le 1^{er} juin.

Indice des actions américaines S&P500 (2012)



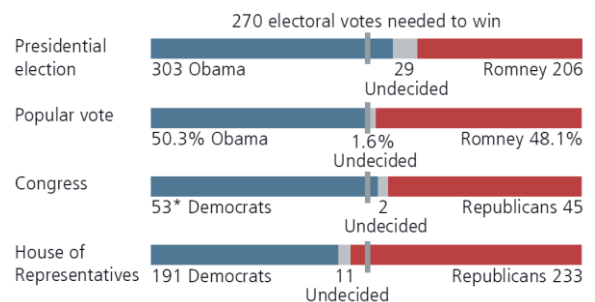
Source: Bloomberg, BBGI

Ce n'est, à notre avis, pas tant la défaite du candidat républicain, favori de Wall Street, qui irrite les marchés financiers, que le retour au premier plan des incertitudes liées en particulier à la falaise fiscale et au plafond de la dette, qui devront faire l'objet de négociations intenses ces prochaines semaines pour trouver une résolution avant les échéances fixées à la fin décembre déjà.

L'incertitude liée aux élections s'est donc traduite par un statu quo et un maintien des équilibres en place entre la présidence, le congrès et la chambre des représentants. Les leviers du pouvoir restent finalement tels qu'ils étaient avant les élections.

Les Républicains conservent leur mainmise sur la Chambre des représentants, tandis que les Démocrates maintiennent et renforcent même leur contrôle sur le Sénat.

Résultats électoraux



*Includes independents who caucus with the Democrats

Source: UBS

Au lendemain des élections, les électeurs n'ont donc pas donné de majorité écrasante à l'un ou l'autre camp.

La présidence et la majorité des voix du Sénat ne suffiront pas et ne permettront pas à Obama de mettre en œuvre sa politique sans devoir négocier - âprement certainement - des compromis avec les représentants républicains.

Les marchés financiers montrent donc leur inquiétude face à cette situation, ne pouvant pas déterminer quelle seront les attitudes adoptées par les deux camps après cette période électorale.

La voie du compromis devrait être recherchée par les deux camps

Nous ne pensons pas que le président Obama adopte une attitude très nettement plus offensive pour son second mandat compte tenu des équilibres et des rapports de force existants, tout au moins pas avant que les questions budgétaires aient été réglées. Pour son second mandat, la vision globale du président devrait privilégier la mise en application de la réforme du système de santé, une augmentation de l'imposition pour les classes les plus favorisées et un rééquilibrage du budget par des coupes budgétaires limitées et sélectives sur le plan social et sans doute plus nettes dans le budget de la défense. Toutefois, le président Obama devra certainement d'abord chercher un compromis rapide avec les républicains sur les questions clés de la falaise fiscale et du plafond de la dette gouvernementale.

De leur côté, les républicains pourraient considérer que le résultat du scrutin ne leur est pas si défavorable, puisque le vote populaire n'a pas été aussi net que le résultat obtenu au niveau des grands électeurs ne le laisse entendre. Leur forte majorité à la Chambre des représentants pourrait leur donner envie de négocier ferme, pour peu que le chef de la majorité républicaine se laisse influencer par l'aile plus radicale du parti.

Dans les prochains jours, le président Obama annoncera tout de même quelques remaniements dans la composition de son équipe dirigeante. Nous verrons peut-être à cette occasion si les nominations seront conformes aux déclarations rassembleuses d'Obama faites lors de son discours postélectoral.

Une certitude tout de même : la politique monétaire pourra rester accommodante

Entre temps, il ne faut pas négliger le fait que la victoire d'Obama permette tout de même d'assurer la continuité de la politique monétaire appliquée par le président de la Réserve fédérale. Même si M. Bernanke a indiqué qu'il ne briguerait pas un nouveau mandat en 2014, le candidat Romney et son entourage n'avaient pas été tendres à son égard et laissaient entrevoir un net changement de politique monétaire en cas de victoire à la fin de son mandat.

La politique de taux d'intérêt à court terme bas annoncée par la FED pourra donc se poursuivre comme prévu jusqu'en 2015 et contribuera à maintenir une pression à la baisse sur les taux longs.

Les investisseurs ont compris le message et ont réagi positivement sur les marchés obligataires au moins. La réaffirmation de ce scénario devrait par ailleurs relancer l'intérêt des investisseurs pour les métaux précieux en particulier.

Cependant, même si les deux camps devraient certainement rechercher activement un compromis, le temps à disposition est compté, ils devront donc rapidement se mettre au travail.

La date butoir du 29 décembre pour la mise en œuvre automatique des coupes budgétaires ne laissera que peu de temps aux politiciens pour s'entendre en cette période marquée par les week-ends prolongés.

Gageons tout de même qu'aucun des deux camps ne voudra porter la responsabilité d'un échec des négociations, qui précipiterait toute l'économie américaine en récession et mettrait en danger la croissance mondiale en 2013.

Il y aura donc certainement un compromis, mais lequel? Il n'est pas exclu que les prochaines semaines soient marquées par de fortes incertitudes et qu'un accord de dernière minute soit trouvé dans la douleur après une guerre d'usure destructrice comme ce fut le cas dans le passé.

Nous privilégions toutefois un scénario plus constructif dans lequel un accord préliminaire pourrait être conclu avant la fin de l'année.

Les enjeux de la falaise fiscale

Si rien ne change d'ici le 29 décembre 2012, le COB (US Congressional Budget Office) prévoit que le budget fédéral des Etats-Unis soit réduit en 2013 par une série de coupes budgétaires automatiques.

Ces coupes budgétaires ont été évaluées à 487 milliards de dollars et représentent environ 3.3% du PIB américain.

La mise en œuvre de ces coupes budgétaires automatiques provoquerait une nouvelle entrée en récession de l'économie américaine en 2013.

Elles représentent en effet à elles seules une diminution de la croissance (-3.3%) supérieure aux

attentes actuelles de progression du PIB (+2%) pour l'année 2013.

Ces coupes budgétaires avaient été décidées dans un but louable de réduction des déficits budgétaires et dans une volonté de contrôler la hausse régulière du ratio déficit/PIB. Mais si elles sont confirmées, elles interviendraient au plus mauvais moment et risqueraient naturellement de remettre totalement en question la reprise conjoncturelle en cours et les efforts entrepris au cours des dernières années pour remettre l'économie américaine sur des rails solides de croissance.

La plus grande partie des coupes budgétaires semble aujourd'hui être directement liée à l'abolition des réductions d'impôts décidées pendant la présidence de G.W. Bush, qui concernaient les taux d'imposition sur les revenus, les dividendes et les gains en capitaux. Un retour aux taux d'imposition précédents aurait des effets négatifs multiples sur la croissance, la consommation et sur le comportement des investisseurs.

Si les deux partis semblent d'accord pour ne pas replonger l'économie dans une nouvelle récession, il n'en reste pas moins que leurs stratégies pour l'éviter ne suivent pas les mêmes logiques politiques.

Le président Obama ne semble pas être contre l'idée de maintenir ces réductions d'impôts pour la grande majorité des américains, mais il voudrait clairement les annuler pour les ménages plus aisés et fortunés gagnant plus de 250'000.- dollars par an. L'approche serait similaire pour les dividendes et les gains en capitaux qui seraient alors taxés à des niveaux plus élevés, notamment pour les ménages aisés.

Les républicains de leur côté sont naturellement opposés à ces ajustements fiscaux et privilégieraient une réduction plus linéaire des allègements acceptés.

Implications pour les investisseurs et détenteurs d'actions : deux raisons de prendre des profits

Nous ne sommes aujourd'hui qu'au début de cette période difficile de négociation entre démocrates et républicains, qui ne devraient pas trouver de résolution favorable rapidement.

Au cours des prochaines semaines, les investisseurs regarderont sans doute avec attention l'évolution des négociations.

Il est probable qu'à la fin, les démocrates finiront par renoncer à augmenter les taux d'imposition

spécifiques et par faire appliquer des nouvelles taxes plus élevées pour les américains les plus aisés. En contrepartie, les républicains lâcheront probablement du lest dans les coupes budgétaires agressives, repoussant ainsi à plus tard la résolution de la question budgétaire.

Dans l'éventualité où aucun accord ne puisse être trouvé, le taux maximum d'imposition sur les gains en capitaux pourrait donc progresser de 15 à 20%. Les dividendes - habituellement taxés à 15% - pourraient être taxés sur la base des taux ordinaires sur les revenus et pourraient donc être taxés à 39.6% au maximum.

L'échec possible des négociations ne peut clairement pas être totalement écarté dans ce contexte.

Deux risques subsistent donc pour les investisseurs en cette fin d'année, soit un risque conjoncturel et un risque fiscal.

Si le problème de la falaise fiscale n'est pas réglé, les perspectives économiques devront être révisées et les marchés financiers subiront des dégagements sans doute importants dans un premier temps en tout cas.

Parallèlement, les gains réalisés sur les marchés boursiers et les dividendes parfois élevés versés par les sociétés (titres à haut rendement) seront frappés d'impôts plus importants en 2013.

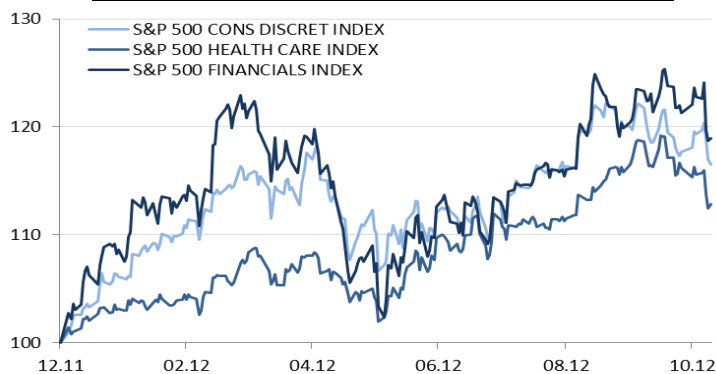
Dans le doute, de nombreux investisseurs pourraient être tentés de prendre des profits sur une partie de leurs investissements, et notamment sur ceux qui sont les plus susceptibles d'être affectés par ces ajustements fiscaux.

Les secteurs à risque et ceux pouvant bénéficier de réallocations de portefeuilles

Depuis le début de l'année, l'indice S&P500 a enregistré une progression de +14.3% au 31 octobre 2012.

Mais les disparités de performances sont importantes entre les divers secteurs économiques. Le secteur financier a été l'un des grands bénéficiaires du soutien des politiques monétaires accommodantes aux Etats-Unis. La santé, secteur défensif, a aussi été recherchée par les investisseurs, ainsi que le secteur de la consommation. Ces secteurs sont susceptibles de subir des prises de profits en prévision d'un risque de hausse de la fiscalité sur les gains en capital et sur les dividendes versés en 2013.

Secteurs susceptibles de subir des prises de profits



Source: Bloomberg, BBGI

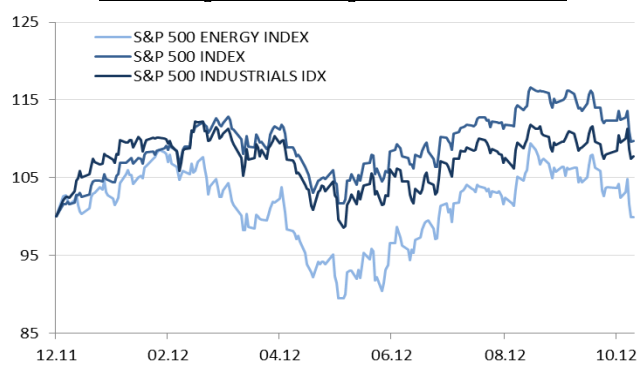
Ces trois secteurs ont enregistré des hausses proches de +20% en seulement dix mois et sont probablement des candidats potentiels à des prises de profits, motivées par l'existence de gains en capitaux élevés pouvant subir une taxation plus forte en 2013. Par ailleurs, ces secteurs payent aussi souvent des dividendes élevés à leurs actionnaires, ce qui constitue un élément additionnel pouvant motiver des prises de profits en fin d'année.

A contrario, les secteurs cycliques comme l'énergie, les matériaux et l'industrie tardent à profiter pleinement de l'amélioration des perspectives économiques. En 2012, ces secteurs n'ont pas bénéficié des largesses de la banque centrale américaine et n'ont pas encore retrouvé les faveurs des investisseurs doutant encore du renforcement du cycle conjoncturel. Leurs performances restent en effet entre 5% et 11% et sont donc inférieures à celle de l'indice S&P 500 global.

Au cours des prochains mois, nous anticipons un changement de leadership au sein des indices actions qui pourrait favoriser ces trois secteurs.

La campagne électorale, la saison de « reporting » des résultats des sociétés et la falaise fiscale ont déjà assez préoccupé les investisseurs. Le marché américain entame en fait sa neuvième semaine de consolidation après sa hausse estivale ininterrompue jusqu'au 13 septembre.

Secteurs peu affectés par le « fiscal cliff »



Source: Bloomberg, BBGI

Si la question de la falaise fiscale peut être à juste titre une source d'inquiétude, il nous semble que les investisseurs considéreront prochainement que malgré les incertitudes, un compromis sera trouvé dans les délais. Entre temps, les statistiques économiques devraient renforcer la perception d'une activité plus soutenue. L'année 2013 ne sera peut-être pas celle de la réduction du déficit mais plutôt du renforcement de la croissance. Standard&Poors semble aussi vouloir prendre le temps pour réévaluer la situation et le « credit rating » de la dette américaine.

Conclusion

Le marché américain a déjà subi une phase de consolidation significative en enregistrant une baisse de -6% en deux mois.

La prochaine progression des indices pourrait être soutenue par la hausse de nouveaux secteurs plus cycliques et bénéficiant plus nettement du renforcement de la conjoncture en cours.

Une remontée du S&P500 à 1500 points dans les prochains mois est donc selon nous le scénario le plus probable.

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