

Scénario 2013 : La lumière au bout du tunnel ?

Economie : les 10 sujets importants de 2013

La fin du monde n'ayant pas eu lieu, nous pouvons continuer d'avancer et nous projeter à nouveau dans l'avenir.

L'année 2012 a été une année très spéciale tant sur le plan économique que sur le plan des marchés financiers. Personne n'avait anticipé la violence de la seconde vague de la crise des dettes souveraines qui est survenue dès le début du mois de mars et qui a tenu les marchés financiers en haleine une bonne partie de l'année. D'ailleurs, la macro-économie a dominé les marchés pratiquement tout le reste de l'année, reléguant au second plan la micro-économie, le point d'orgue en Europe étant l'annonce par la BCE de la création de l'OMT et la permission accordée au MES de recapitaliser les banques directement.

Toutefois, aussi riche en surprises que fût l'année 2012, les prévisions des analystes de l'année dernière n'étaient pas si mauvaises... En effet, nous avons regardé nos commentaires du début 2012, et sommes nous mêmes surpris de voir... que nous n'écrivons pas que des sottises ! Evidemment, il n'y a là aucune auto-satisfaction de notre part, ces vues reflétant simplement celles du consensus il y a un an. Mais force est de constater que les principaux risques qui se sont déclarés durant l'année avaient été largement soulevés, notamment en ce qui concerne la crise des dettes souveraines et son corollaire la crise d'austérité.

En revanche, ces prévisions ne disent rien sur la réaction des marchés financiers. C'est une chose de prévoir les grands mouvements de l'économie, plutôt rationnels, et que c'est en général plutôt bien fait par les économistes. Mais c'est autre chose de prévoir les grands mouvements des marchés financiers qui sont, eux, beaucoup plus irrationnels...

Ces observations nous font venir à l'esprit deux réflexions. D'abord, malgré tout le mal que l'on peut entendre sur les économistes ou autres analystes, leurs prévisions valent la peine que l'on y jette un oeil et si au finale elles ne sont pas exactes, elle demeurent pertinentes au sens qu'elle donnent un cadre général de réflexion et des lignes de conduite. -à condition de rester suffisamment flexible pour en changer et s'adapter aux évolutions, sans être pour autant une girouette-.

Enfin, fidèles à nous mêmes, nous chercherons régulièrement à dégager les imperfections, les déviations et les alternatives au bien pensant consensuel (hors cadre) afin de servir aux mieux les intérêts de nos clients.

1- La croissance : la route est droite mais la pente est forte

La croissance économique pour l'année à venir est très consensuelle : environ 2% pour les Etats-Unis (dont le [PIB](#) représente un quart du PIB mondial), une croissance nulle mais avec de forte disparité entre le Nord et le Sud en Europe (dont le [PIB](#) représente un autre quart du PIB mondial), une croissance soutenue mais plus aussi forte qu'auparavant en Chine (2^{ème} économie mondiale, environ 10% du PIB mondial), des pays émergents dynamiques mais disparates, et une croissance mondiale totale d'environ 3%.

Les plus grands risques pour la croissance sont concentrés sur le début de l'année, et sur deux zones géographiques importantes car elles représentent à elles deux la moitié du [PIB](#) mondial : l'Europe et les Etats-Unis. La situation financière des Etats fait courir des risques à ces deux économies, principalement sur le premier semestre de 2013. Ces risques sont :

- le Fiscal Cliff aux Etats-Unis
- les restrictions budgétaires imposées par Bruxelles et Berlin en Europe
- la crise économique en Espagne et la crise politique en Italie
- dans une moindre mesure, le ralentissement chinois

Ensuite, si l'économie mondiale plie mais ne rompt pas et parvient à surmonter ces difficultés, il y a des raisons d'espérer pour l'avenir :

- amélioration des marchés de l'emploi et immobilier aux Etats-Unis
- l'Europe partant de très bas à une forte marge de progression concernant la croissance de l'économie
- santé financière des entreprises
- une aide des pays émergents : plan quinquennal de la Chine, dynamisme du Brésil...

Concernant les marchés, toute la question est donc de savoir dans quelle mesure et à quel moment les investisseurs vont anticiper ou non la reprise économique et dans quelle mesure ils parviendront à faire abstraction ou non des problèmes à court terme qui surviendront sans aucun doute.

2- Les banques centrales : poursuite des politiques monétaires accommodantes

Les banques centrales des grandes économies ont toutes affirmé ou laissé entendre qu'elles poursuivraient leurs politiques monétaires accommodantes.

- La FEDa même supprimé la notion de "dead-line" en déclarant que les politiques accommodantes perdureraient tant que le marché de l'emploi ne se sera pas repris. La Fed va donc communiquer de plus en plus en fonction de données macro-économiques et de moins en moins en fonction d'un calendrier
- La BCE de son côté continue de faire régner le calme sur les dettes de la Zone Euro, grâce à l'OMT qui n'a même pas eu besoin d'être activé ... pour le moment. Par ailleurs, nous pensons que la probabilité est faible, mais qu'il faut l'avoir en tête : la BCE pourrait très bien acheter des actifs privés de manière très sélective, comme par exemple de la dette bancaire ou des obligations d'entreprises. Ceci pourrait avoir lieu si par exemple le marché du crédit aux entreprises reste gelé en Espagne ...
- Enfin, même si nous en parlons moins en Europe, la question d'une intervention massive de la Bank of Japan pour faire baisser le cours du Yen et tenter de relancer l'inflation dans le pays est une question qui fait couler beaucoup d'encre, notamment aux Etats-Unis...

3- Les marchés obligataires : un environnement de taux très bas

Les investisseurs se remettent peu à peu de 5 années difficiles et restent très réticents à prendre des risques, comme en témoigne la désaffection des marchés actions. Par ailleurs, la liquidité est abondante en raison des politiques monétaires accommodantes, par conséquent les taux d'intérêts des obligations les plus sûres (notez que nous n'osons plus utiliser le terme "sans-risque") sont donc restés très bas. C'est le cas des Treasuries américains, des Bunds allemands ou des OAT françaises.

La reprise économique devrait être modérée ainsi que les anticipations d'inflation, les taux d'intérêts à long terme des obligations les moins risquées devraient donc remonter seulement graduellement. Toutefois, à mesure que l'année 2013 avance, si le scénario central d'une économie qui ne sombre pas et dont on anticipe qu'elle va se reprendre à partir de la fin d'année se réalise, il deviendra de plus en plus risqué de détenir des obligations dont les taux sont si bas...

Ainsi, avec des fondamentaux des entreprises qui continuent à s'améliorer et une bonne liquidité, les obligations d'entreprises devraient continuer d'attirer les investisseurs. En effet, les investisseurs à la recherche de rendements récurrents et peu risqués n'ont pas beaucoup d'autres choix. Les spreads devraient donc continuer à se resserrer lentement. Mais là encore, il faudra être vigilant, car si le rendement des obligations diminue trop, le profil de risque de ces titres va devenir moins attrayant. Surtout que les entreprises pourraient profiter de l'environnement de taux bas pour s'endetter et donc augmenter leur effet de levier et donc devenir plus risquées...

4- La Zone Euro : n'est plus le risque principal, mais attention au risque extrême

En 2013, bien que l'Europe ne soit pas tirée d'affaire en raison du risque de récession, la Zone Euro ne devrait plus avoir le rôle central qu'elle a eu en 2012. D'autres problématiques et zones géographiques (Fiscal Cliff, Chine...) vont prendre le relais sur le devant de la scène. Ceci est justifié car les différentes mesures politiques et innovations institutionnelles (nouveau pouvoir accordés au [MES](#), création de l'OMT, Union bancaire européenne...) ont éloigné le risque extrême d'une implosion de la Zone Euro. Toutefois, il reste des écueils à éviter et des problèmes à résoudre et l'Europe n'est pas sortie du tunnel. On peut citer entre autres :

- une faible croissance économique et le risque de récession au niveau européen
- l'Espagne et ses problèmes économiques... contrebalancés par une aide possible de la BCE
- l'incertitude politique en Italie, pays dont la dette est équivalente en montant à celle de l'Allemagne
- la faiblesse structurelle de la France qui est aidée par des conditions de financement optimales

Ainsi, lorsque les marchés anticipent la fin du monde ou de la zone euro, comme c'était encore le cas au mois de mai, ils ont une réaction exagérée (ce qui d'ailleurs crée des opportunités d'investissement sur les obligations italiennes, espagnoles ou d'entreprises par exemple), mais leur réaction l'est tout autant lorsqu'ils donnent l'impression d'être confiants quant au fait que les problèmes majeurs sont définitivement résolus... ils ne le sont pas.

En 2013, les investisseurs de la Zone Euro, dont font parti nos lecteurs, devront donc rester prudents et vigilants car des risques continuent de peser sur l'économie en Europe et donc sur les marchés financiers.

Du côté des bonnes nouvelles possibles, les retours attendus du Portugal ou de l'Irlande sur le marché obligataire, s'ils se réalisent, pourraient également offrir des opportunités d'investissement...

5- Amélioration du marché de l'immobilier américain... et de la situation des ménages aux Etats-Unis

La stabilisation puis la légère amélioration du marché de l'immobilier américain a été l'une des surprises de l'année 2012. Les mises en chantiers ainsi que les prix de l'immobilier devraient continuer de progresser en 2013.

Par ailleurs, les taux des prêts immobiliers sont à des niveaux historiquement bas, ce qui permet d'améliorer la situation financière des ménages qui se remettent peu à peu de la crise outre Atlantique.

Il ne faut pas oublier que le marché de l'immobilier américain a été au cours des 30 dernières années le pilier de la croissance américaine et de l'enrichissement des

ménages. C'est également ce secteur qui a provoqué la crise mondiale, avec la crise des subprimes en 2007, que nous avons subit au cours des 5 années écoulées. Son amélioration est donc une bonne nouvelle pour les ménages, mais également les banques domestiques, et tout un pan de la première économie mondiale (secteurs des biens durables, de la construction...).

C'est une nouvelle de première importance et il faudra donc suivre de près cette rémission et être attentif au moindre signe de rechute...

La partie qui suit aborde les problèmes de la Chine, l'inflation, les pays émergents, etc. qu'il ne faudra pas négliger. En effet, en 2012 les projecteurs ont été braqués sur l'Europe pratiquement toute l'année. Le vieux continent attirant l'attention de tous les investisseurs à travers le monde. Cette année il faudra sans doute être plus vigilant à ce qu'il se passe hors de nos frontières et à travers le monde ...

6- La Chine : une croissance soutenue ... mais moins qu'avant

Le consensus en Chine table sur une croissance chinoise aux alentours de 8% en 2013. Au cours des dernières semaines de l'année 2012, la deuxième économie mondiale a montré des signes de reprise. C'est un chiffre très élevé, mais ce n'est plus une croissance à deux chiffres... comme au bon vieux temps. Une question importante est de savoir si les investisseurs ont intégré ou non le fait que la croissance chinoise va désormais se stabiliser à un niveau certes important mais moins élevé que par le passé.

L'activité économique de la Chine peut notamment avoir un effet important sur le marché des matières premières (minerai de fer, cuivre,...) ou sur un pays comme l'Australie, partenaire commercial important de l'Empire du milieu.

Concernant le changement de gouvernement et le renouvellement à la tête du parti communiste chinois, les incertitudes sont levées et le risque politique a donc largement diminué. Il est encore trop tôt pour savoir exactement quelles seront les priorités des nouveaux leaders du pays et dans quelle direction ils souhaitent aller. Toutefois, ils ont donné des indications au cours de leurs premières "sorties" et autres discours :

- lutte anti-corruption (mais il faudra que les actes suivent les paroles...)
- atténuation des écarts de richesse
- amélioration du pouvoir d'achat des ménages et de la consommation intérieure
- assurer une croissance économique pérenne sur des secteurs à plus forte valeur ajoutée : énergies renouvelables, services...

sont des pistes qui ont été évoquées par les nouveaux dirigeants.

A moyen terme, la croissance chinoise doit de toute façon ralentir et se baser davantage sur la qualité et moins sur la quantité. C'est pourquoi l'industrialisation

du pays sera peut-être davantage contrôlée, avec moins d'industries lourdes et davantage d'industries à valeur ajoutée. Le développement des services devrait également faire parti du nouveau plan quinquennal.

Quoi qu'il en soit, surprises par la vigueur du ralentissement économique, les autorités ont doré et déjà annoncé un plan de soutien à court terme. Il sera moins important que celui de 2008/2009 mais sera également "traditionnel". L'objectif officiel de croissance pour l'année 2013 est de 7,50% à 8%.

7- Inflation ou Déflation : le ni-ni

Nos lecteurs assidus savent que nous ne croyons pas au risque d'inflation tant qu'il n'y aura pas de croissance soutenue en Zone Euro ou aux Etats-Unis. Le chômage est trop élevé pour qu'il y ait une pression à la hausse sur les salaires, seule capable d'entraîner une spirale d'inflation puis éventuellement d'hyper inflation.

La question est donc de savoir si il y a un risque de déflation... Les taux d'intérêts très faibles (voire proche de zéro) pourraient être justifiés si l'Europe connaît une vague de déflation. Toutefois, nous pensons que les comparaisons avec le Japon ne tiennent pas et que cela est peu probable.

Certains pays d'Europe font face à une pression déflationniste, mais sur l'ensemble de la Zone, les salaires ne baissent pas. Par ailleurs, la Zone Euro est très dépendante du secteur tertiaire, hors les prix des services sont en général plus résistants à la baisse. Enfin, contrairement à ce qu'il s'est passé au Japon, étant donné les problèmes actuels de l'Union Européenne, il est peu probable de voir la monnaie unique s'apprécier significativement contre les autres devises. Il n'y aura donc pas de hausse des coûts de production des entreprises ou de baisse des prix des biens à l'importation.

Ainsi, nous pensons que l'Europe ne sera confrontée ni à l'inflation, ni à la déflation en 2013. Toutefois, si les anticipations de croissance revenaient en fin d'année, il faudra se méfier des anticipations d'inflation par le marché... On sait que l'inflation est l'ennemi numéro un des investisseurs obligataires... Dans ce cadre, le marché des obligations High Yield est un bon moyen de se protéger contre l'inflation.

8 - Les pays émergents

La croissance devrait être au rendez-vous pour les pays émergents, mais pour beaucoup d'entre eux, elle est déjà soutenue, et ils ont donc un potentiel d'amélioration de leur croissance inférieur aux pays développés qui au contraire partent de très bas...

Au niveau des marchés, il faut noter que **les marchés actions des pays émergents ont globalement sous-performé ceux des pays développés ces dernières années**. Et avec des politiques monétaires restrictives (contrairement là encore aux pays développés) en raison des risques d'inflation et afin d'éviter une surchauffe de leurs économies les marchés émergents demeurent difficiles. Et même s'ils surperforment les marchés actions des pays développés, cette surperformance ne compensera pas suffisamment la plus grande volatilité et le

risque supplémentaire pour que cela soit intéressant d'investir dans les actions émergentes, à notre sens.

En revanche, pour les investisseurs obligataires, il y a de plus en plus d'opportunités sur des fonds d'obligations émergentes. Mais là encore il faudra être vigilant et bien sélectionner le fonds. En particulier, nous conseillons de rester sur les obligations de pays émergents libellées en dollar ou en euro...

Un autre fait marquant pour les pays émergents est la "différenciation". Le marché des pays émergents est de plus en plus mature, et les pays se différencient donc de plus en plus entre eux. On ne peut plus vraiment se contenter de considérer les "pays émergents" comme une entité unique. Certains vont avoir des politiques accommodantes pour affaiblir leur monnaie, d'autres comme la Russie sont en train de resserrer la vis monétaire.

Bref, les marchés émergents feront sans doute parler d'eux, à commencer par la Chine, et leur croissance va aider les pays développés à se redresser, mais il devient difficile de parler des "pays émergents" dans leur ensemble tant les disparités sont grandes... et les risques pour les investisseurs différents, selon les pays.

9- Les matières premières reléguées au second plan

Avec une activité économique mondiale en berne, il est difficile d'être très "bullish" concernant le prix des matières premières. Dans les pays développés la demande est faible, et comme nous venons de le dire, la croissance des pays émergents sera solide mais moins tonitruante qu'auparavant.

Par ailleurs, un pays comme la Chine qui a un impact majeur sur les matières premières, souhaite que sa croissance soit moins consommatrice de ces denrées dans l'avenir : pour des raisons écologiques, mais aussi et surtout pour des raisons qualitative : la Chine souhaite développer son industrie "qualifiée" à plus forte valeur ajoutée.

Concernant le pétrole, l'offre continue de croître, notamment grâce à la production d'huile et de gaz de schiste aux Etats-Unis. Cela devrait permettre de stabiliser le prix du pétrole à l'avenir et surtout permettre à l'économie de repartir sans entraîner une hausse trop contraignante du prix de l'or noir.

Par ailleurs, la production de gaz de schiste a des implications sur tous les "combustibles". Le prix du charbon diminue aux Etats-Unis car il est moins utilisé, et la Chine achète le surplus américain à bas coût. Par conséquent, la Chine importe moins de pétrole en retour, ce qui contribue aussi à stabiliser les prix.

Comme toujours avec le pétrole, les développements politiques négatifs pourraient rompre le nouvel équilibre qui est en train de se mettre en place : les relations sont toujours tendues avec l'Iran, le Venezuela pourrait connaître une période d'instabilité politique si les problèmes de santé d'Hugo Chavez s'aggravent, etc.

10- Divergence entre les pays du Nord et du Sud de l'Europe

Enfin, un thème qui pourrait avoir son importance, notamment en raison des crises politiques qu'il pourrait provoquer, ou bien les surprises sur les marchés financiers qu'il pourrait engendrer, est la divergence croissante entre les économies du Nord et du Sud de l'Europe. En effet, les économies du Nord de l'Europe (surtout l'Allemagne) et celles de la "périphérie" (surtout l'Espagne) vont continuer à évoluer en sens inverse au cours du premier semestre 2013.

Surtout, les économistes de Goldman Sachs pense que la croissance pourrait être plus forte que prévue en Allemagne avec, en particulier, des risques de "surchauffe". En revanche, le taux de chômage très élevé va continuer à peser sur les pays du Sud de l'Europe et l'Espagne en particulier. Pourtant, et c'est là que les marchés financiers peuvent parfois être contre-intuitif, les taux devraient continuer à baisser en Espagne. Par ailleurs, certains secteurs du pays qui ont été "massacrés" pourraient rebondir fortement, tant sur les actions que sur les obligations.

Les écarts de croissance pourraient commencer à se réduire au second semestre, pas avant. Au final, l'année 2013 sera une année de convalescence pour l'Europe qui devra concentrer ses forces pour éviter la rechute, et faire en sorte que les économies des différents Etats se remettent en ordre de marche.

Conclusion

Ainsi s'achève ce long article sur les 10 thèmes économiques importants pour l'année 2013.

Concernant les marchés obligataires, le marché High Yield restera le marché à privilégier pour les investisseurs à la recherche de rendement.

En effet, les taux des pays les plus sûrs devraient commencer à remonter, surtout au second semestre. Pour éviter ce risque de taux, les obligations à haut-rendement, devront donc être privilégiées. En effet, si les taux remontent, c'est que les perspectives de croissance sont meilleures et les spreads de crédit se resserreront. Ainsi, ce que les obligations High Yield perdront sur les taux, elles le gagneront, et même davantage sur la composante crédit.

Pour les investisseurs qui veulent à tout prix avoir des obligations souveraines dans leur portefeuille, les obligations italiennes et espagnoles devraient continuer de bien se comporter et les écarts de rendement avec les obligations allemandes de se réduire.

Enfin, les obligations émises par des entreprises de ces deux pays nous semblent également intéressantes. Pour les investisseurs qui veulent jouer la reprise économique à long terme, les obligations indexées à l'inflation italiennes peuvent être un bon moyen de le faire, tout comme les obligations d'émetteurs espagnols liés au secteur manufacturier.