

PRISM' MARCHES

N°1 - 27 Mai 2013

Prochaine parution : 3 juin 2013

Les Leçons de la Crise

Certains dogmes sont tellement intellectuellement séduisants qu'il est difficile de les remettre en cause même si un regard objectif sur les faits pourrait les contredire. Prenez la dette. L'ennemi à combattre pour certains, un outil à utiliser à bon escient pour d'autres. Jusqu'à récemment, en Europe, l'idée dominante était qu'il fallait coûte que coûte la réduire. Le vent est en train de tourner...



» ci-dessous



L'Or



Le Dollar

On peut être contrarian dans l'âme, il vaut mieux veiller à trouver le bon catalyseur pour espérer un retournement de tendance. L'or est un bon exemple. Adulé pendant près d'une décennie, les investisseurs s'en détournent maintenant. Sa baisse de 25% en 9 mois pourrait inciter à revenir à l'achat. Pourtant, nous recommandons de profiter de tout rebond pour solder les positions. En effet, le moment n'est peut-être pas idéal vendre, un « double bottom » sur les 1 370 est encore possible. Plus fondamentalement, les facteurs de soutien se font rares. Ceux qui achetaient de l'or pour l'inflation (i.e une mauvaise raison) feraient bien de s'interroger sur les motifs de la baisse actuelle. Le principal moteur de la hausse de l'or n'est l'inflation mais la baisse des taux réels, or ceux-ci sont en train de remonter. Le second moteur, la baisse du dollar, s'essouffle également. Enfin, les risques systémiques se réduisent, tout comme la prime de risque sur les actions. La demande des pays émergents est insuffisante pour inverser la tendance. Enfin, les achats des banques centrales baissent de 5% sur un an, tandis que la production mondiale progresse de 4%.

Les publications économiques récentes ont été décevantes. L'indice Citigroup des « Surprises Economiques » revient en territoire négatif partout dans le monde (sauf au Japon). Dans le même temps, les craintes déflationnistes se font plus marquées. Les investisseurs restent à distance des devises cycliques (AUD, CAD,...). Ils délaisSENT également l'euro alors que la BCE a baissé récemment ses taux directeurs et que la Fed s'interroge sur un coup de frein dès cet été, à ses achats d'obligations. Ce contexte éminemment favorable au dollar pourrait avoir des répercussions sur d'autres actifs. Les matières premières sont la victime évidente (cf. ci-contre). Les actions américaines pourraient également entamer une période de sous-performance. La corrélation positive inhabituelle, en place depuis 6 mois, entre les actions US et le dollar, pourrait atteindre ses limites prochainement. Enfin, cela apporterait une bouffée d'air frais aux économies de la zone euro qui se verrait récompenser de leurs efforts.

feu Orange à court terme

"Trend is your friend" disent les américains. Le coup de semonce jeudi dernier sur les principaux marchés nous incite à la vigilance pour des raisons techniques. Les marchés US sont extrêmement tendus. L'écart entre le S&P 500 et sa moyenne mobile à 200 jours est au plus haut depuis plus de 7 ans. Au-delà d'une correction technique (5% à 10% ?), nous n'anticipons pas de changement de tendance :

- La normalisation de la prime de risque n'est pas à son terme
- La dynamique économique devrait s'améliorer à partir de la rentrée
- Les investisseurs prennent conscience qu'il vaut prendre du risque sur des actions, plutôt que d'acheter des actifs « sans risque » manipulés par les banques centrales et dont la rémunération réelle est négative.

Régis Yancovici



Fondateur d'ETFinances,
DGD d'Efigest AM,
45 ans, 17 ans
d'expérience dans la
gestion d'actifs, SFAF



PRISM' MARCHES

Les Leçons de la Crise

Certains dogmes sont tellement intellectuellement séduisants qu'il est difficile de les remettre en cause même si un regard objectif sur les faits pourrait les contredire. Prenez la dette. L'ennemi à combattre pour certains, un outil à utiliser à bon escient pour d'autres. Jusqu'à récemment, en Europe, l'idée dominante était qu'il fallait coûte que coûte la réduire. Le vent est en train de tourner...



D'abord, et cela ferait un très bon début de film catastrophe hollywoodien, c'est un ennemi qui se renforce, dès lors que le nombre de pays et l'énergie déployée pour la combattre grandit. Le fameux multiplicateur supérieur à 1 en est la raison : 1% d'économie entraîne plus d'1% de baisse des revenus de l'Etat. Les statistiques parlent d'elles-mêmes. Depuis 2007, aucun pays développé ayant adopté une stratégie de réduction de l'endettement public n'a vu sa dette publique réellement se réduire (sauf en cas de défaut).

Fondamentalement, il n'y a rien de répréhensible à la hausse de l'endettement public depuis 2007. Il n'a fait que suppléer l'endettement privé qui se contracte. En revanche, il est regrettable que les Etats, en dehors de l'Australie et du Canada, n'aient pas su faire les économies nécessaires lorsque les temps étaient prospères. Les dépenses publiques auraient dû être contra-cycliques. Les Etats sont souvent entrés dans la crise avec des niveaux de dette totale (publique + privée) trop élevés. Il est regrettable également que les objectifs de réduction du déficit, donc de la dette, se soient inscrits dans un temps court. Heureusement, cela est en train de changer en Europe comme l'indique les 2 années supplémentaires données à la France par la Commission Européenne il y a quelques jours. Les Etats-Unis qui l'ont rapidement compris ont laissé filer leur dette en permettant à leur économie de se trouver sur des bases plus solides avant de s'y attaquer.

Seconde leçon : dès lors que les poches de dettes publiques et privées étaient poreuses, en d'autres termes que les gouvernements ne laisseraient pas leurs banques tomber, ceux-ci auraient dû se soucier de la dette privée. L'attention de chacun devrait plutôt se porter sur la dette totale que sur la seule dette publique. Les Banques Centrales ont aussi leur part de responsabilité. Depuis ½ siècle elles incitent les agents économiques à s'endetter lors de chaque crise ou ralentissement économique, renvoyant à plus tard d'inévitables ajustements. Nous sommes au bout de cette stratégie. La baisse du coût de l'argent n'incite plus à l'endettement. On peut emmener un âne à l'abreuvoir mais on ne peut l'obliger à boire.

Troisième leçon : il n'y a pas de niveau dette maximum au-delà duquel la crise est inévitable. On peut sans doute estimer qu'à partir d'un certain stade, un surcroît d'endettement ne produit plus d'effet sur la croissance. Mais son niveau est inconnu. Par exemple, la crainte d'un excès d'endettement du consommateur américain a fait ponctuellement la une des journaux économiques depuis les années 1970. Il a fallu attendre 2008 pour qu'elle explose de 180% à 150% du PIB. Depuis lors, la dette publique a pris le relai. La dette totale s'est stabilisée légèrement en dessous de 250% du PIB. Plus récemment, le Japon sous l'impulsion de son nouveau gouvernement, met en œuvre une politique ambitieuse. Malgré une dette nette de 145% et un déficit de 10%, il envisage un plan de relance. Les investisseurs ont-ils pénalisé ces politiques ? Non, au contraire ! Dans le cas de ces 2 pays, les perspectives se sont améliorées, les taux longs ont baissé, les bourses ont progressé. Ces politiques pourraient inspirer la zone euro. Déjà le tout nouveau gouvernement italien fait voeu de relance. Dans de nombreux pays, le débat relance vs. austérité bat son plein. Même si l'on ne peut que regretter les tensions franco-allemandes, le débat a le mérite d'être sur la table. Il va sans doute encore évoluer dans les prochaines semaines. Les partisans de l'austérité ont reçu une bien mauvaise nouvelle. Une des bases académiques sur laquelle ils s'appuyaient a été remise en cause. La célèbre analyse de Carmen Reinhart et de Ken Rogoff qui avait abouti à la conclusion qu'au-delà de 90 % d'endettement, un pays entrait dans une zone de faible croissance voire de turbulence, a été entachée de plusieurs erreurs.

Quel impact sur les marchés ? Force est de constater que les investisseurs privilégient les marchés dont les politiques monétaires sont expansionnistes et les politiques budgétaires généreuses, l'inflation étant absente. La surperformance du S&P500 depuis 4 ans en atteste, tout comme l'envolée depuis 4 mois du Nikkei. Trop tard pour en profiter ? Peut-être pas. Les valorisations se sont relativement normalisées aux Etats-Unis mais restent basses au Japon. Quant à la zone euro, en particulier les pays périphériques, il semble, malgré les dernières publications économiques décevantes, qu'elle pourrait surprendre agréablement les investisseurs :

Selon le FMI, le poids de l'austérité sur la croissance devrait passer de 2.5% en 2012 à 1.1% en 2013 puis 0% en 2014. Les balances primaires seront toutes excédentaires en 2013 ;

Les pays périphériques ont gagné en productivité, en particulier par rapport à l'Allemagne du fait d'une croissance des salaires bien plus limitée ;

La baisse des taux longs soulage le secteur public qui retrouvera quelques marges de manœuvre mais également le secteur privé ;

Il est plus facile de surprendre quelqu'un qui ne s'attend à rien, ce qui est le cas des investisseurs ;

Nous maintenons donc notre message pro-actions (même si les tous prochains mois pourraient être volatils) et pro-zone euro étant entendu qu'un prolongement de la récession remettrait en cause notre perception.

R. Yancovici
9 Mai 2013

