

L'année économique et financière 2012

Perspectives 2013

L'année 2012

Sur le plan politique, l'année 2012 aura été marquée par de nombreux scrutins, un peu partout dans le monde : élections présidentielles en France, aux Etats-Unis, au Japon, en Egypte et changement d'équipe dirigeante en Chine. Si certains processus politiques s'inscrivent dans la continuité comme aux Etats-Unis, d'autres gouvernements, fraîchement élus, tentent de renouer avec un dogmatisme politique que l'on croyait disparu, à l'instar de la France. Le printemps arabe, porteur de fols espoirs en 2010 et 2011, fait face au douloureux apprentissage de la démocratie, à l'image de l'Egypte et de la difficulté pour le président Morsi de diriger un pays où l'influence de l'armée sur le processus politique est toujours aussi important. Le régime autocratique de Bachar El Assad en Syrie refuse d'évoluer et tente de survivre au risque de plonger le pays dans une spirale de violences sanguinaires sans issue. L'Iran poursuit inexorablement ses recherches sur la fabrication d'une bombe nucléaire et est proche de rentrer dans le cercle très fermé des détenteurs de l'arme suprême, faisant peser le risque d'une intervention militaire. Quant à la Corée du Nord, elle s'est rappelée au souvenir des occidentaux en effectuant des tirs de missiles balistiques. En définitive, la géopolitique n'aura pas eu d'influence importante sur les marchés financiers l'année dernière.

L'année 2012 aura été contrastée sur le plan économique et financier. L'Europe aura encore et toujours focalisé l'attention des observateurs, empêtrée dans une crise des finances publiques qui a mis à mal la cohésion européenne depuis près de trois ans. La récession européenne s'est accentuée avec une montée inquiétante du chômage, particulièrement chez les jeunes. Le spectre de la sortie de la Grèce de la zone euro s'est éloigné au cours du deuxième semestre de l'année, après des élections législatives mouvementées à la fin du printemps. Le pays, exsangue financièrement après cinq années de récession, est toujours sous perfusion financière de la troïka formée par le Fonds Monétaire International (FMI), la Banque Centrale Européenne (BCE) et la Commission Européenne. Le retour de la croissance économique, de l'équilibre budgétaire et d'un recul du chômage ne seront possibles que le jour où une réforme en profondeur des institutions aura été initiée avec, pour objectif, de mettre en place une administration digne de ce nom.

La politique budgétaire des grands pays occidentaux aura mobilisé l'attention des médias et des analystes politiques et économiques. La mise en place de plans

d'austérité en Europe aura contribué à réduire le pouvoir d'achat disponible des consommateurs, frein à toute reprise économique durable. Il aura fallu attendre les dernières heures de l'année 2012 pour que le Congrès et l'exécutif américain se mettent enfin d'accord afin d'éviter « la falaise budgétaire », synonyme de coupes automatiques dans les dépenses et de relèvements d'impôts. Il est navrant de constater, un peu partout dans le monde, l'incapacité des politiques à affronter de front les problèmes liés à la gestion des deniers publics, le recours à l'endettement pour combler les trous budgétaires ayant été trop longtemps la voie de la facilité. Les banquiers centraux sont conscients que les politiques budgétaires d'austérité exerceront un frein durable sur la croissance économique.

Pendant des décennies, traumatisées par la spirale inflationniste des années 70, les banques centrales ont mené des politiques axées sur la stabilité des prix et considéré l'inflation comme leur pire ennemi. Dans le contexte actuel, ces dernières ont tourné casaque et n'hésitent pas à souhaiter un retour d'une hausse généralisée des prix. La Banque Centrale américaine s'est donnée un nouvel objectif axé sur une baisse du chômage, occultant la stabilité des prix.

La Banque du Japon vient d'énoncer un objectif de hausse de l'inflation de l'ordre de 2%, après des années de déflation sur l'archipel nippon. La Banque Centrale Européenne (BCE) s'est finalement résolue, durant l'été, à mener une politique monétaire d'assouplissement quantitatif à l'instar des politiques conduites en Angleterre et aux Etats-Unis. Ces décisions ont permis de ramener un certain calme sur les marchés obligataires européens, inquiets d'un risque de propagation de la crise des pays méditerranéens vers le cœur de l'Europe. La décision « politique » de la BCE de tout entreprendre pour défendre l'euro, même par le rachat illimité d'obligations gouvernementales européennes marque une rupture dans la doctrine de l'institut européen d'émission et tranche avec le rigorisme monétaire dont faisait preuve le prédécesseur de Monsieur Mario Draghi, Monsieur Jean-Claude Trichet. Ce volte-face, sous la pression des marchés, aura des conséquences à terme sur la stabilité de l'euro et la valeur de celui-ci. Aujourd'hui, nous constatons que la grande majorité des banques centrales mène des politiques monétaires expansives avec pour objectif de relancer la croissance. Même les grands pays émergents ont rouvert les robinets monétaires, après deux années de restrictions, afin de contrecarrer des risques inflationnistes et de dérapage des prix immobiliers qui menaçaient ces économies fin 2010.

Les marchés financiers ont, dans l'ensemble, enregistré des volatilités plus faibles que les cinq années précédentes, un signe avant-coureur que les tensions dans le système financier se sont atténuées ou ont été largement appréhendées par les opérateurs.

Les marchés des changes ont évolué dans des marges de fluctuation relativement étroites, à l'instar de l'euro qui se sera apprécié de 2% contre le dollar sur l'année ou du yuan qui n'a progressé que de 1% contre le dollar en 2012. Le billet vert aura perdu durant cette période près de 3% contre le franc suisse. La Banque Nationale Suisse est intervenue massivement sur le marché des devises afin de défendre le niveau du cours-planche à 1.20 franc suisse contre euro qu'elle s'était engagée à maintenir à la fin de l'été 2011. Ce niveau a été maintes fois testé

durant l'année. Ces interventions sur le marché des changes ont eu pour conséquence de gonfler le bilan de notre institut d'émission d'une manière significative pour approcher 500 milliards de francs suisses, soit 85% de notre PIB, alors que le ratio se situait à environ 22% en 2007. Si la décision de la Banque Nationale Suisse d'intervenir en force sur le marché des changes en 2011 aura été une bonne décision et aura permis de donner un ballon d'oxygène à l'économie helvétique, il n'en demeure pas moins que cette politique ne pourra être menée ad aeternam et que la sortie du système mis en place sera, à notre avis, difficile à gérer.

Les politiques monétaires très agressives menées par les instituts d'émission des grands pays occidentaux afin de relancer les économies domestiques et soutenir les dettes étatiques exacerbent les tensions sur les marchés des changes et contribuent à la guerre des monnaies qui continue de faire rage. Ces politiques, qui s'apparentent à des dévaluations compétitives créent des distorsions au sein du système monétaire international par une appréciation des monnaies de certains pays émergents.

Ces mouvements de capitaux pourraient être considérés comme de la concurrence dommageable selon les termes utilisés dans le cadre de la terminologie de l'Organisation Mondiale du Commerce. Nous mentionnerons finalement le fait que les Etats-Unis sont entrés, suite à des années de dépréciation du dollar, dans une phase de réindustrialisation progressive sur sol américain qui pourrait s'accélérer ces prochaines années avec des coûts salariaux compétitifs en comparaison internationale.

Les Etats-Unis, par l'exploitation intensive des gaz de schiste, seront d'ici quelques années autosuffisants en énergie, voire pourraient devenir un pays exportateur. Ces grandes tendances pourraient influencer la balance commerciale et la balance des paiements, structurellement déficitaires depuis des années, et, en conséquence, le dollar. Il est encore trop tôt pour en tirer des conclusions sur l'allocation monétaire des portefeuilles mais ces points d'inflexion potentiels doivent demeurer à l'esprit des investisseurs.

Les matières premières ont enregistré une volatilité de cours moins importante que les années précédentes. Le ralentissement de la croissance de l'économie chinoise et la crise de l'endettement de la zone euro ont tempéré la demande pour les matières premières, limitant la pression sur les prix. L'indice composite *CRB Index* représentatif de l'évolution du cours des matières premières a clôturé en légère baisse de l'ordre de 4% après une faiblesse marquée durant l'été. Les cours du pétrole libellés en dollars se sont inscrits en recul de 10% sur l'année alors que l'or n'a progressé que de 4%.

L'or reste la valeur refuge ultime contre la dépréciation monétaire, c'est-à-dire la perte de valeur de la monnaie en circulation dans une économie. Nous considérons que la détention d'or dans un portefeuille dépend principalement de la référence monétaire de l'investisseur. Ces dernières années, une pondération d'or significative était justifiée dans des portefeuilles libellés en dollars, en livres sterling, en roupies indiennes et plus récemment en euros, devises appartenant à des pays qui ont, soit pratiqué des politiques d'assouplissement quantitatif agressives (en

langage imagé, les banques centrales ont fait marcher la planche à billets), soit mené des politiques de taux d'intérêt négatif. Dans le cadre d'une politique monétaire plus modérée de la Banque Centrale américaine, il est possible que l'évolution de l'or en dollars cette année soit relativement modeste. En revanche, si la BCE et la Banque du Japon devaient devenir plus agressives dans la conduite de leur politique, les cours de l'or en euro et en yen pourraient s'apprécier sensiblement.

L'évolution des marchés obligataires a été très contrastée en 2012 selon la qualité des débiteurs, qu'ils soient étatiques ou privés. La défiance des investisseurs à l'égard de la zone euro a propulsé à nouveau les rendements sur les dettes souveraines de certains pays à des niveaux insoutenables avant que les mesures de soutien à l'euro soient annoncées par la BCE l'été passé. Les taux à 10 ans de l'Espagne ont atteint un sommet à 7.5% avant de clôturer l'année sur des niveaux proche des 5%. Les rendements obligataires de la dette italienne sur les mêmes échéances ont atteint plus de 6% avant de s'établir en fin d'année sur les niveaux de 4.3%. Quant au Portugal, les taux exigés sur la dette s'élevaient à 16.5% en début d'année avant de chuter à 6.3% en fin d'exercice. La fuite vers la qualité de la part des investisseurs a exercé une pression à la baisse sur les rendements obligataires des pays dont la signature n'était pas remise en question par les marchés. A titre d'exemple, les rendements à 10 ans sur la dette allemande se sont établis en fin d'année à 1.3%, à 2% pour la dette française et à 0.5% sur les obligations de la Confédération.

Les marchés boursiers ont, eux aussi, été moins volatils qu'en 2011, clôturant l'année sur des performances satisfaisantes. L'indice mondial des actions a clôturé en hausse de 13%, calculé en dollars, alors qu'en franc suisse, la hausse s'est inscrite à 10%. Le *SMI*, l'indice helvétique, a clôturé l'année en progression de 13%, emmené par les poids lourds de la cote comme Nestlé, Roche, Novartis ou Zurich qui ont joué leur rôle de valeurs défensives aux perspectives prometteuses et stables et offrant des rendements en termes de dividendes généreux par rapport aux obligations.

L'indice européen *Euro Stoxx 50* et le *Standard & Poors 500* américain ont progressé à l'unisson d'une dizaine de pourcent alors que la bourse japonaise, une fois n'est pas coutume, a fait bien mieux que ses consœurs occidentales en terminant l'année en hausse de 21%. Les grands marchés émergents se sont repris en 2012 après de très mauvaises performances l'année précédente. La bourse mexicaine a progressé de 17%, celle du Brésil de 5% alors que le marché indien a bondi de 25%, quant au *Shanghai Composite Index*, il a clôturé en hausse de 5%.

Perspectives 2013

Nous aborderons les perspectives pour l'année 2013, à l'instar de ces dernières années, en citant un certain nombre de facteurs de chances et de risques qui pourraient influencer l'évolution des marchés. Contrairement à l'année 2011, les facteurs de chances l'ont largement emporté sur les risques l'année passée.

Chances :

- Les mesures de politique monétaire prises par la BCE durant l'été 2012 contribuent à stabiliser la zone euro et donnent du temps aux banques pour se recapitaliser et amortir leurs créances douteuses. En se refinançant également auprès de l'institut d'émission, les banques européennes peuvent continuer de jouer leur rôle de courroie de transmission du crédit à l'ensemble de l'économie.
- Les banques centrales des marchés émergents abaissent leurs taux d'intérêt directs face à un risque atténué de surchauffe économique et d'inflation.
- Les conditions monétaires sont réunies pour relancer la croissance économique mondiale.
- Les États-Unis, au vu des statistiques économiques récentes, continuent de jouer leur rôle de locomotive mondiale.
- La courbe des taux d'intérêt se normalise sans crainte d'un retour de l'inflation.
- Les bourses poursuivent leur ascension, aidées par l'afflux de liquidités disponibles auprès des investisseurs, l'amélioration des bénéfices des entreprises et une réallocation des actifs financiers en faveur des actions.

Risques :

- Les mesures d'austérité prises par les États européens tuent dans l'œuf toute tentative de croissance économique et l'Europe rentre dans une spirale déflationniste, l'explosion du taux de chômage en est la résultante.
- Le protectionnisme économique prend de l'ampleur et met à mal le commerce international.
- Sous l'impulsion de mouvements nationalistes ou régionalistes virulents, un pays européen sort de la zone euro provoquant un éclatement de l'union monétaire européenne et une crise financière mondiale.
- Les mécanismes de transmission du crédit ne se détendent pas en Europe et le continent en souffre.
- Des troubles sociaux éclatent face aux mesures d'austérité prises par les gouvernements européens et favorisent la montée en puissance de mouvements nationalistes et populistes. En conséquence, les processus de réformes institutionnelles afin d'améliorer la gouvernance européenne sont rejetés.
- Abaissement en série des notes de crédit des pays constituant le cœur de la zone euro comme la France ou l'Allemagne.
- Un événement géopolitique (Iran, Pakistan, Corée, terrorisme international, etc.) déstabilise les marchés.

Nous avons privilégié en 2012 un scénario de reprise économique mondiale modérée et avons recommandé de privilégier des sociétés de croissance défensives, leaders dans leur domaine respectif et actives globalement. Nous avons également suggéré de revenir sur des entreprises industrielles et cycliques. Nous constatons que les sociétés bénéficiant d'une franchise globale dont l'activité n'est pas trop soumise aux aléas de la conjoncture ont été celles qui ont le mieux tiré leur épingle du jeu. Notre recommandation de se repositionner sur les valeurs sensibles à la conjoncture n'a pas généré de surperformances dans les portefeuilles mais nous continuons de penser que les marchés boursiers vont anticiper une accélération de l'économie globale qui devrait être profitable aux secteurs sensibles à l'activité économique. Nous continuons de conseiller dans les portefeuilles le secteur des assurances qui, sur le plan opérationnel, enregistre un développement satisfaisant et offre souvent aux actionnaires des rendements sur les dividendes très attrayants. Nous constatons que les valeurs représentatives de ces secteurs ont enregistré des performances très satisfaisantes l'année passée.

En ce début d'année 2013, nous estimons que les actions continuent de représenter un actif financier de choix pour les investisseurs avec une grande sélectivité dans la construction des portefeuilles. Nous privilégions toujours des sociétés possédant une forte franchise, présentes mondialement et qui bénéficient de la tendance séculaire liée à la globalisation des échanges et à l'élévation du niveau de vie dans les nouveaux marchés. Nous portons une attention particulière aux sociétés payant des dividendes généreux, dont les titres en bourse résistent mieux dans des périodes volatiles que le reste de la cote.

Dans le domaine obligataire, nous pensons qu'une bulle s'est développée sur la plupart des segments de ce marché et ne voyons aucun intérêt d'acheter des titres à rendements fixes étatiques ou privés ne générant qu'un petit pourcent de rendement avec des échéances à cinq ans alors que les actions de qualité donnent entre 3 et 5% de dividendes.

Dans un contexte de réallocation monétaire par les investisseurs et d'un plus grand appétit pour le risque, les obligations risquent d'être les grandes perdantes de l'année 2013.

Nous ne considérerons l'or que comme une protection contre la démonétisation des monnaies, de sorte que la pondération dans les portefeuilles dépendra de la monnaie de référence des investisseurs.

En conclusion, notre politique de placement axée sur des actions de sociétés de qualité, qui sont capables de générer des liquidités excédentaires et de retourner du cash aux investisseurs par le biais d'une politique généreuse de dividendes nous a permis de passer l'année 2012 sereinement. Nous continuons de privilégier cette approche de l'investissement à long terme basée sur une sélection rigoureuse de titres de sociétés répondant à nos critères stricts de sélection.

La Lettre mensuelle de janvier 2013 - Genève, janvier 2013

Ce document est disponible à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou recommandation d'achat ou de vente de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit; il ne constitue pas non plus un conseil en placement. Il a été élaboré sans tenir compte des objectifs, de la situation financière, ni des besoins du lecteur. Les informations et les analyses contenues dans ce document proviennent de sources que EMC Gestion de Fortune SA estime dignes de foi; toutefois, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. EMC Gestion de Fortune SA ne peut donc être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de leur utilisation. Les opinions exprimées peuvent avoir changé. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Il n'y a aucune garantie que les prévisions se réalisent. Investir implique une prise de risques.