

Billet du Président et des gestionnaires Juillet 2014

Au premier trimestre 2014, les marchés financiers internationaux ont été sous l'emprise de la crise en Ukraine, tout en étant également la proie de doutes sur la poursuite de la reprise de la conjoncture américaine. En effet, l'intervention de la Russie a causé une augmentation marquée du prix de l'or (+6% en CHF) et a aussi servi de base aux rendements positifs des obligations d'État des pays industrialisés. Les sorties de capitaux des pays émergents ont encore ajouté des incertitudes.

Aux Etats-Unis, bien que le marché du travail ait déçu, avec une faible augmentation des emplois créés en décembre et le moral de l'industrie qui a baissé de manière marquée en janvier, il semble qu'il n'y ait plus d'obstacles à une reprise conjoncturelle. De plus, le flou entourant la situation budgétaire publique s'est dissipé car les deux grands partis ont pu s'entendre à temps sur le budget ainsi que sur le relèvement du plafond de la dette. La feuille de route de la politique monétaire, malgré le changement intervenu à la tête de la Banque centrale américaine (ci-après la FED), est claire : poursuite du retrait progressif des achats de bons de Trésor et d'autres actifs conformément au plan. Le resserrement du crédit n'est plus du tout à l'ordre du jour et les risques de défaut des crédits sont faibles.

En Europe, la situation est aux antipodes, le PIB (produit intérieur brut) de la zone euro n'a progressé que d'un petit 0.2% au premier trimestre (vs trimestre précédent). De plus, la production a chuté en mars et l'indice de confiance a quelque peu régressé. Fort heureusement, la propension des ménages à dépenser a progressé. Cela n'a pas suffi à amener l'inflation (0.7% en avril) au niveau cible fixé par la Banque centrale européenne (ci-après la BCE) de 2%. Ceci a incité son Président à baisser le taux directeur et à prendre des mesures non-conventionnelles de politique monétaire.

Les monnaies

Le «tapering» ou retrait progressif des achats d'actifs américains, longtemps attendu et introduit en décembre, a d'abord été suivi par de solides données de la conjoncture aux États-Unis. Faisant suite à ceci, l'USD s'est apprécié progressivement par rapport à la grande majorité des devises. Fin janvier, pourtant, le temps capricieux sur la côte Est des États-Unis a fini par poser problème. L'USD a perdu de plus en plus de valeur. Janet Yellen, nouvelle présidente de la Fed, a néanmoins indiqué dans sa première conférence de presse qu'une première augmentation des taux pourrait intervenir dès la fin du premier trimestre 2015. Ceci a stabilisé l'USD par rapport aux principales devises.

Taux à court terme, (perspectives 3 mois)

Nous ne prévoyons pas d'interventions sur les taux ces trois prochains mois. Une hausse des taux par la Fed dans les 12 prochains mois nous semble cependant probable car le taux de chômage devrait continuer à baisser. Il est très probable que la Banque d'Angleterre renonce à relever ses taux dans les 12 prochains mois en raison du recul de l'inflation. En juin, la BCE a largement satisfait les attentes avec l'annonce d'un assouplissement monétaire. En revanche, la Fed s'en tiendra à sa feuille de route et réduira ses achats obligataires de 10 milliards d'USD à chaque réunion.

Rendement des emprunts d'Etat à 10 ans (perspectives 3 mois)

Nous estimons qu'au cours des trois prochains mois les rendements devraient augmenter de 10 à 30 points de base, la plus forte hausse devant intervenir en Allemagne. Aux Etats-Unis, les rendements semblent d'ores et déjà intégrer l'accélération attendue de la croissance tandis qu'au Japon, la banque centrale devrait maintenir son extrême souplesse monétaire. Au mois de mai et malgré la persistance des incertitudes liées aux événements en Ukraine, les marges de fluctuation ont continué de se contracter. De même, les prochaines élections dans plusieurs pays émergents ne provoquent pas de fortes fluctuations sur les Bourses. Cela montre qu'actuellement les catégories de placement non-obligataires réagissent davantage aux informations conjoncturelles qu'aux risques géopolitiques.

Inflation en 2014

Nos prévisions d'inflation restent largement inchangées. Nous nous sommes contentés de ramener notre prévision de 2015 à 1,4% pour la seule zone euro. Pour le Japon, notre prévision est légèrement inférieure au consensus, car nous estimons que les entreprises japonaises ne peuvent que partiellement répercuter le relèvement de la taxe à la consommation sur les consommateurs. Le taux de renchérissement étonnamment bas en mars et en avril ainsi que la force de la livre nous ont incités à réduire nos prévisions inflationnistes pour la Grande-Bretagne. Si notre estimation s'avérait correcte, la Banque d'Angleterre réaliserait son objectif d'inflation de 2% pour la première fois depuis 2005.

Perspectives

Aux Etats-Unis, le pétrole et le gaz sont des secteurs qui affichent un taux de croissance record qui devrait se poursuivre jusqu'en 2019. Ceci a un effet non négligeable sur la balance des transactions courantes et sur l'USD. Le climat des affaires est bon selon les chefs d'entreprise et la progression des salaires est vouée à perdurer présageant une augmentation des prix de l'ordre de 2%. Nous pensons donc que le premier tour de vis de la Fed interviendra au premier semestre 2015.

En Europe, les rendements d'obligations d'Etat à dix ans ont baissé pour atteindre 1.4% depuis fin 2013, niveau à peine plus élevé que l'inflation. La compétitivité allemande pâtit de la situation dans la périphérie européenne rendant les obligations allemandes inintéressantes. En France, les réformes annoncées vont, certes, permettre d'améliorer les conditions cadres économiques mais il est encore trop tôt pour en déduire des recommandations.

En mai, nous avons légèrement réduit nos prévisions de croissance économique des pays émergents comme la Malaisie, la Thaïlande et le Chili. Pour le Japon, nous prévoyons pour 2015 une croissance supérieure à celle de 2014. Cela tient au fait que l'effet modérateur sur la conjoncture de la hausse de la taxe à la consommation aura disparu.

Nous avons aussi revu à la baisse les prévisions de croissance pour les Etats-Unis en raison de la croissance décevante au premier trimestre. En revanche, nous avons nettement relevé les prévisions pour la Grande-Bretagne, non seulement en raison de la croissance britannique étonnamment positive au premier trimestre mais aussi car les résultats économiques mensuels ont été très convaincants.