

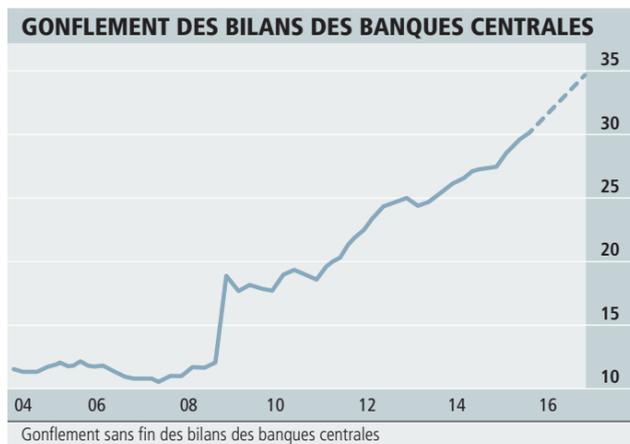
# L'addiction aux banques centrales

Les marchés financiers étant devenus de plus en plus dépendants de liquidités abondantes, les autorités monétaires ont créé une forme de circularité.

CHRISTOPHE BERNARD\*

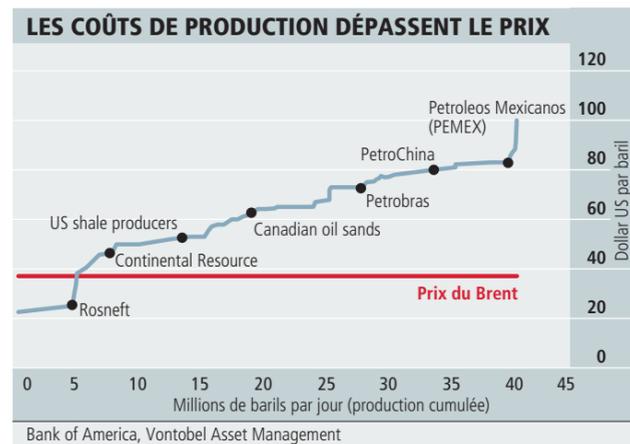
La Réserve fédérale américaine est-elle allée trop loin à la mi-décembre 2015, lorsqu'elle a relevé ses taux d'intérêt pour la première fois depuis près de dix ans? Il est encore trop tôt pour se prononcer. Ce qui est certain, c'est que les marchés financiers restent dépendants des décisions des banques centrales, qu'on le veuille ou non. On peut sans doute affirmer que sans les interventions massives des banques centrales pendant la crise financière qui a surgi en 2008, l'économie mondiale aurait glissé dans une récession encore plus profonde, voire même une dépression. Les mesures non conventionnelles des autorités monétaires, comme l'instauration de taux d'intérêt négatifs et l'achat direct de titres, ont inondé les marchés financiers de liquidités (voir le graphique 1), ce qui a dopé les activités de prêt et, surtout, le prix des actifs.

La situation est toutefois en train de changer: la Réserve fédérale américaine (Fed) s'est rapprochée de son double objectif de favoriser l'emploi et de gérer l'inflation. Ainsi, le taux de chômage aux États-Unis a diminué de moitié, de 10 à 5%, et l'inflation sous-jacente a atteint 2%. Pour leur part, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (BoJ) sont encore loin du but, notamment en ce qui concerne l'inflation. En conséquence, la Fed a commencé à resserrer ses taux d'intérêt en décembre, alors que la BCE et la BoJ achètent chaque mois des actifs totalisant l'équivalent de 110 milliards d'euros. Ces trajectoires divergentes pour-



raient contribuer à maintenir une pression haussière sur le dollar américain, bien que son potentiel paraisse limité au vu de la valorisation bien moins attrayante qu'il y a 12 ou 18 mois. Le décalage entre les autorités monétaires va-t-il persister? On peut en douter: les acteurs du marché s'attendent à deux hausses de taux seulement aux États-Unis en 2016, alors que la Fed en prévoit quatre. La faiblesse de l'activité manufacturière constitue clairement un frein: en décembre, l'indice ISM correspondant s'était inscrit à 48,2 seulement. D'un autre côté, la vigueur du secteur des services et la forte demande des consommateurs apportent un soutien puissant à l'économie américaine. L'initiative prise par la Fed en décembre nous paraît donc assez raisonnable, tout comme les prévisions de resserrement de taux de ses membres. Nous anticipons ainsi trois relèvements en 2016. Pour l'économie mondiale, le risque baissier découle des vastes

conséquences du déclin des prix des matières premières, lui-même étroitement lié à l'évolution en Chine. Les prix en chute libre ont accru la vulnérabilité de maints producteurs de matières premières, qu'il s'agisse de pays ou d'entreprises. On a donc aussi constaté une forte augmentation de la probabilité d'événements de crédit tels que la défaillance d'émetteurs, en particulier dans les économies émergentes fortement exposées à ces secteurs. Et aucun signe tangible de stabilisation n'est actuellement en vue. En même temps, de nombreuses matières premières offrent aujourd'hui une valorisation intéressante, notamment au vu du fait que, pour bien des producteurs, les prix ne couvrent plus les coûts. Ceci est particulièrement vrai dans le cas du pétrole brut, considérant la courbe des coûts actuelle des producteurs d'énergie (voir le graphique 2). Ce n'est donc qu'une question de temps avant que les réductions de capacité ne rétablissent l'équilibre sur le marché. Ce



mouvement pourrait toutefois prendre plus de temps et s'avérer plus douloureux que prévu, car aucun acteur n'est prêt à sacrifier ses parts de marché. Par ailleurs, le coût économique et social de la suppression de capacités de production dépasse de loin celui suggéré par les modèles économétriques «naïfs». Des prix de matières premières plus bas impliquent des bénéfices mondiaux plus faibles, une inflation plus lente, une dégradation de la solvabilité des producteurs - et une aubaine historique pour le consommateur occidental. Comme les banques centrales ont porté les prix des valeurs mobilières à des niveaux ne promettant, au mieux, que de modestes rendements futurs, il s'agit pour les investisseurs de se montrer extrêmement sélectifs et flexibles sur le plan tactique. C'est pour quoi nous avons relevé la part des actions de «neutre» à «surpondérée» pendant la phase de faiblesse des marchés en décembre 2015. À cette date, les positions en liqui-

dités élevées des investisseurs trahissaient un assombrissement notable de leur moral. Malgré des valorisations séduisantes, nous continuons de «souspondérer» fortement les marchés émergents et les actifs liés aux matières premières, car nous ne distinguons toujours pas de catalystes susceptibles de déclencher un redressement.

Les marchés financiers étant devenus de plus en plus dépendants des liquidités abondantes et bon marché, les banques centrales ont créé une forme de circularité: une dégradation des conditions financières (c'est-à-dire une baisse des marchés d'actions et un élargissement des écarts de crédit) entrave l'économie réelle et donc la réalisation des objectifs des banques centrales, incitant les autorités monétaires à intervenir, et ainsi de suite. Il est probable que les banquiers centraux souhaiteraient n'avoir jamais acquis une telle influence...

\* Stratège en chef de Vontobel

## Les fusions et acquisitions en net recul

Le nombre de transactions conclues a chuté à 350. Un recul de 17% comparé à l'année précédente.

Le marché suisse des fusions et acquisitions a connu un exercice 2015 plutôt cahoteux. Le nombre de transactions conclues a chuté à 350, un recul de 17% comparé à l'année précédente. Dans le secteur touristique sous forte pression, la consolidation va s'accélérer, prévoit KPMG. Le volume global des fusions et acquisitions avec participation helvétique a dégringolé l'an passé de 55%, à environ 85 milliards de dollars (84,7 milliards de francs). En cause, l'absence d'opérations géantes, qui avaient fait de 2014 une excellente cuvée, explique mardi le cabinet d'audit et de conseil KPMG. Le marché suisse n'a connu en 2015 qu'une seule transaction à «deux chiffres» en milliards de dollars, avec un volume négocié de plus de 28 milliards. Il s'agit de la reprise par l'assureur américain basé à Zurich ACE de son concurrent et compatriote Chubb pour créer un nouveau colosse de la branche.

À l'échelle internationale toutefois, 2015 a marqué un record à l'aune des volumes, qui ont gonflé à plus de 4500 milliards de dollars. Les alliances entre poids lourds y ont contribué, à l'instar du mariage annoncé fin novembre de géants américains de la pharmacie Pfizer et Allergan. Dans ce contexte, le secteur du tourisme s'est aussi distingué l'an passé. Le rachat pour quelque 13 milliards de dollars de la chaîne hôtelière Starwood par son rival Marriott a engendré la plus grande enseigne de la planète. Le français Accor a quant à lui acquis pour près de 3 milliards le canadien FRHI, propriétaire des établissements de luxe Fairmont, Raffles et Swissôtel.

En Suisse, le groupe Kuoni a été le protagoniste de deux importantes opérations. D'une part, la vente de ses activités européennes de voyageur, y compris domestiques, à l'allemand Rewe. D'autre part, la cession du pôle tour-opérateur en Inde et en Chine à des investisseurs canadiens. Les experts de KPMG relèvent d'ailleurs la part croissante de promoteurs internationaux dans l'hôtellerie suisse. Des maisons historiques telles que le Waldhaus à Flims (GR) ou le Palace de Lucerne sont ainsi passées en mains étrangères l'an dernier. Une fois digéré le choc de l'abandon du taux plancher, l'activité de fusions et acquisitions devraient rebondir cette année, estime le cabinet de conseil. Accueillies, certaines entreprises en mal de rentabilité et de liquidités pourraient chercher leur salut dans une vente ou une alliance. D'autres sociétés ont elles profité de 2015 pour revoir leur modèle d'affaires et leur stratégie de croissance. Désormais, elles se sentent à nouveau parées pour de nouvelles reprises en Suisse et à l'étranger.

Les spécialistes de KPMG anticipent que l'industrie du tourisme n'échappera pas au mouvement de consolidation. — (ats)

# L'enterrement des prévisions chinoises?

NOTZ STUCKI. Le gérant d'actifs réunissait un panel varié d'intervenants hier. Avec des analyses indépendantes à contre-courant du pessimisme ambiant.

MARJORIE THÉRY

La Chine signe-t-elle l'enterrement des espérances des investisseurs en ce début d'année? Le gérant d'actifs genevois Notz Stucki a réuni plus de 120 personnes hier à Genève pour sa première conférence de l'année. Sous un mode toujours aussi éclectique: de la solidité du système bancaire mondial à l'économie Sud-Africaine, en passant par les marchés chinois ou la transformation de la place financière suisse avec les fintech.

Difficile de ne pas vouloir faire un focus sur l'un des thèmes les plus discutés du moment (et les plus anxiogènes), la Chine. Les intervenants d'hier sur ce sujet n'étaient de loin pas les plus alarmistes. En particulier Anatole Kaletsky, vice président et chef économiste chez Gavekal, par ailleurs chroniqueur pour le *The Times*. Après vingt ans de journalisme économique pour le *Financial Times* et pour *The Times*, il a cofondé cette entreprise de recherche économique avec Charles et Louis Gave. Pour lui, cinq événements majeurs ont changé le monde depuis

novembre 2014. Surnommés dans son allocution «Quatre mariages et un enterrement», il faisait allusion à quatre thématiques positives qui dominaient dans l'esprit des investisseurs, jusqu'aux funestes soubresauts chinois...

Du côté des facteurs positifs, il a détaillé la situation américaine, où la croissance de l'emploi a soutenu durablement la croissance économique. En Europe, les rachats d'actifs par la BCE ont résolu la crise de l'euro. Autre facteur positif, un prix du baril (qui a de nouveau atteint un minimum historique lundi) avec une baisse de 60 dollars sur la période, ce qui a redistribué 2 trillions de dollars aux consommateurs d'après ses calculs. Au Japon ensuite, une politique économique cohérente et constructive. Bref, tout allait bien dans le meilleur des mondes de l'investissement jusqu'à ce qu'on commence à penser que l'atterrissage en douceur de la Chine pourrait tourner à la catastrophe...

D'après les recherches de Gavekal, les préoccupations actuelles viennent davantage de la banque centrale chinoise, dont la com-



ANATOLE KALETSKY. Les taux US resteront encore très bas.

munication n'est pas forcément alignée sur nos habitudes d'investisseurs occidentaux. La transition chinoise ne coule pas de source, et d'après Kaletsky, seule une poignée de pays ont pu achever cette transition ces dernières décennies (le Japon, la Corée et Taiwan). La Chine fait aussi volontiers l'objet de mythes. Leur économie n'est pas en train de s'effondrer d'après lui, elle est juste en ralentissement et changement de structure. Les statistiques ne seraient pas fiables et le gouvernement voudrait largement dévaluer la monnaie... Autant de préjugés qui semblent assez loin d'une réalité bien plus modérée. Sur les autres marchés, comme les États-Unis, les ana-

lyses de tendances des indices actions sont très variables suivant la période prise en compte (20 dernières ou 100 dernières années par exemple). Graphiquement, la période de 20 ans indique une correction à venir. Sur plus long terme en revanche, le cycle actuel est plutôt haussier. Anatole Kaletsky penche plutôt pour cette seconde interprétation. Au niveau macroéconomique, la croissance du pays a été en moyenne de 2% depuis 2009. Et en isolant le secteur privé, le taux de croissance est même de 3%. Des données plutôt rassurantes pour qui veut se faire une idée de l'inertie de l'économie américaine à moyen terme. Pour Kaletsky, l'administration Obama a par ailleurs drastiquement baissé les dépenses publiques. Autre grand sujet qui occupera les investisseurs cette année: la remontée des taux. Pour l'économiste, il ne devrait pas y avoir de surprise sur les taux américains, qui vont rester très bas, au moins 3 à 4 ans. La Fed restera sous la courbe d'un taux d'inflation (CPI) qui a passablement baissé. Il est systématiquement en dessous de 2,5% depuis près de 10

ans. Le schéma de pensée n'est plus du tout le même: dans les années 1980 et 1990, les banquiers centraux devaient faire en sorte d'éviter à tout prix une inflation à deux chiffres. Aujourd'hui c'est le grand écart: depuis 2010 on tente d'éviter la déflation. Cette remontée des taux ne devrait d'ailleurs pas avoir d'influence majeure sur l'appréciation du dollar ni sur les cours des actions, où l'on peut constater des effets contradictoires historiquement, et pas de règle absolue. En Europe enfin, le QE est jugé comme particulièrement efficace et massif, en comparaison avec l'américain par exemple (en fonction de la taille du marché obligataire). La crise de l'euro avait montré que la BCE n'était finalement pas dans son rôle de prêteur en dernier ressort. Mais le QE change la donne et est devenu un moyen plus efficace, rapide et direct que ce qu'on pu mettre en place d'autre banques centrales. Les conditions de crédit s'améliorent d'ailleurs très sensiblement en Europe depuis plusieurs mois, tout comme les différents indices de confiance des consommateurs. ■