

Le cap de 100 milliards d'euros est dépassé

BCE. Le volume accumulé des rachats sur le marché secondaire des obligations publiques a atteint 110,5 milliards d'euros.

La Banque centrale européenne (BCE) a dépassé le cap des 100 milliards d'euros d'obligations publiques d'Etats de la zone euro en difficulté, après avoir racheté 14,29 milliards d'euros de titres de dette sur une semaine, selon un chiffre publié lundi.

Le volume accumulé de ces rachats de la BCE sur le marché secondaire de la dette, un programme lancé en mai 2010 en pleine crise grecque, atteint désormais 110,5 milliards d'euros. Lundi la BCE a annoncé avoir racheté pour 14,29 milliards d'euros d'obligations publiques de la zone euro sur une semaine, poursuivant ainsi ce programme réactif il y a une quinzaine de jours après une pause de près de 5 mois. Sur les 7 jours précédents, la BCE

avait racheté 22 milliards d'euros d'obligations publiques, la plus grosse opération de ce type depuis le lancement de ce programme en mai 2010 en pleine crise de la dette grecque.

A présent la BCE vient au secours des obligations italiennes et espagnoles, selon les économistes, ce qui explique des volumes d'achats sensiblement plus élevés que par le passé. L'institution monétaire a l'intention de poursuivre ce programme cette semaine, est-il précisé dans un communiqué publié sur son site internet. Les montants de ces rachats, publiés chaque lundi, concernent les opérations réalisées à cheval sur les deux dernières semaines, généralement du mercredi au mercredi.

La BCE va continuer ses rachats d'obligations d'Etats en difficulté jusqu'à la ratification de l'accord du 21 juillet par les Etats européens, ce qui ne pourrait intervenir au plus tard que fin octobre, a confié lundi l'un de ses gouverneurs, Ewald Nowotny, au magazine autrichien *Profil*. ■

ÉTATS-UNIS: les fonds monétaires réduisent leur exposition aux banques européennes

Les fonds monétaires américains ont continué en juillet à réduire leur exposition aux banques européennes, selon une étude de l'agence Fitch. Ces fonds, qui prêtent de l'argent à court terme à des établissements financiers, Etats ou entreprises, ont réduit de 9% en dollars leur exposition aux banques européennes sur un mois et de 20,4% par rapport à mai. L'étude de Fitch relève en outre que les fonds monétaires prêtent à des échéances de plus en plus courtes aux établissements européens. Les banques européennes représentent au total 47% du portefeuille de 658 milliards de dollars des dix plus grands fonds monétaires américains (qui pèsent 43% du total des fonds monétaires aux Etats-Unis). Cette part s'établissait à 48,7% en juin, sur un montant total de 698 milliards de dollars. Par pays, l'exposition est passée à 4,4% (contre 5,3% en juin) pour les banques allemandes, 14,1% (contre 14,3% pour les françaises, 10,5% (contre 10,6%) pour le Royaume-Uni et presque à zéro (contre 0,8%) pour l'Italie et l'Espagne.

La Chine et le fameux cycle des matières premières

Une visite sur place est toujours fascinante. Et rassure sur l'évolution de la croissance structurelle à long terme.

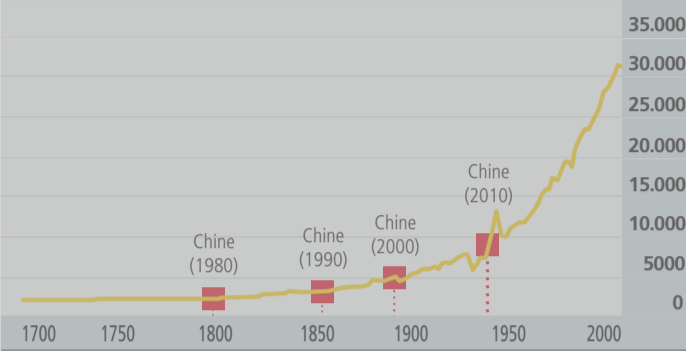
AMIT LODHA*

Du point de vue macroéconomique, il est évident que le durcissement monétaire, le renchérissement des matières premières et les pénuries énergétiques entraînent un ralentissement sensible de la croissance du PIB chinois. Le resserrement du crédit pesant lourdement lui aussi sur les petites et moyennes entreprises, il faut s'attendre à une hausse des créances douteuses dans le secteur bancaire. Les ventes automobiles, dans le sillage de divers plans gouvernementaux, sont médiocres, tout comme les volumes de ventes de logement, et l'atonie du marché des actions pointe toujours vers un assèchement des liquidités. Il ne fait pas de doute non plus que les programmes de relance mis en œuvre en Chine en 2009 et 2010 se sont traduits par de mauvaises allocations de capital et, vraisemblablement, ont dopé la demande de matières premières.

Cela étant, tous ces facteurs évoquent davantage pour moi un ralentissement cyclique du rythme de croissance provoqué dans le but de maîtriser les pressions inflationnistes, que les prémices du déclin structurel dont certains pessimistes de la Chine aimeraient nous convaincre.

Mais quelques mots sur la croissance avant tout. Celle de la Chine est toujours tirée par les dividendes démographiques, l'urbanisation et la mondialisation. Certes, ce sont de grands mots, mais la lecture du magazine de vol lors de

UN RYTHME INCOMPARABLE



Echelle: le PIB par habitant en dollars internationaux Geary-Khamis de 1990.
La Chine réalise 50 années de progression américaine chaque décennie.
Maddison, 2011

mon récent voyage leur a donné toute leur signification. Des graphiques comparant le nombre d'aéroports en Chine et aux Etats-Unis sont très instructifs et montrent encore le retard de la Chine en la matière. Il convient de rappeler que si les masses terrestres des deux pays sont similaires, la Chine compte 3,5 fois plus d'habitants. La piste de décollage de la croissance est manifestement longue... HSBC elle aussi a récemment publié un rapport édifiant, qui place le développement de divers marchés émergents dans le contexte historique du développement économique américain. Sur cette base, la Chine se trouve à peu près au même niveau que les Etats-Unis en 1941. Toutefois, il est encore plus intéressant de constater que la Chine est en train de réaliser en une décennie ce qu'il aura fallu 50 ans aux Etats-Unis pour accomplir. Le rythme rapide de la croissance

de l'innovation et de la productivité m'est apparu clairement durant mon voyage. Ainsi, les Chinois ont travaillé dur pour accroître l'offre domestique de certaines ressources et abaisser les coûts. Dans les matières premières comme l'aluminium, le nickel et les aciers, les entreprises chinoises continuent d'innover et sont, pour certaines, plus concurrentielles que leurs homologues occidentales. Dans l'industrie manufacturière également, l'échelle du marché national donne un avantage certain aux sociétés chinoises, qui peuvent investir davantage dans la R & D, la productivité et l'innovation.

La consommation domestique est elle aussi un vecteur positif de la demande pour certaines matières premières. Le cuivre devrait bénéficier de cette situation, grâce à son importance, par exemple, dans la climatisation et la construction automobile. La Chine reste attachée à

l'innovation et aux technologies renouvelables. Ainsi, les nouvelles voitures électriques utilisent jusqu'à trois fois plus de cuivre que les voitures traditionnelles. Les véhicules personnels sont en grande majorité achetés en liquide en Chine et, puisqu'on compte moins de 60 voitures pour 1000 habitants (contre 750 aux Etats-Unis, et 150 en moyenne dans le reste du monde), la route de la croissance future s'étend jusqu'à l'horizon.

La Chine se maintient sur une voie de croissance structurelle, alors même qu'elle s'efforce de traverser un ralentissement cyclique provoqué pour lutter contre l'inflation. L'innovation et la productivité restent elles aussi dynamiques et, si l'inflation des coûts de la main-d'œuvre est préoccupante, l'accroissement du PIB par habitant orientera l'économie vers une croissance davantage tirée par la consommation. La Chine quitte progressivement la situation d'économie de l'investissement qu'elle connaît depuis dix ans pour se transformer en économie de consommation. De ce fait, les perspectives des matières premières destinées à la consommation, comme l'énergie, le platine, la potasse ou le pétrole, sont meilleures que celles des matières premières demandées pour l'investissement (acier, aluminium ou minerai de fer).

* Fidelity International
Amit Lodha sera l'un des conférenciers du Fund Experts Forum qui se tiendra le 15 septembre à Zurich.

Amazon contre la grande distribution

Son rapport cours/bénéfice (P/E) de 80x est de plus de 6 fois supérieur à celui de Wal-Mart.

ALEXIS DAWANCE*

Amazon est aujourd'hui le numéro un de la distribution sur Internet des produits de grande consommation. (livres, DVD, électronique, électroménager, pièces de voiture...) Grâce à sa croissance exceptionnelle et à sa diversification vers les services informatisés, Amazon a une aujourd'hui une capitalisation boursière approchant les 100 milliards de dollars. Son rapport cours/bénéfice (P/E) de 80x est de plus de 6 fois supérieur à celui de Wal-Mart et de plus de quatre fois celui de Google. Paradoxalement, cette prime de valorisation énorme n'a aucun mal à être justifiée par les analystes de wall street qui invoquent tous des taux de croissances très élevés à long terme ou des méthodes de valorisation étranges.

Nous croyons que ces différences de P/E sont largement surévaluées pour les raisons suivantes. • Amazon aura de plus en plus de

peine à maintenir son taux de croissance de 40%. Ceci est particulièrement vrai pour son activité de distribution et résulte d'une part, de sa taille et d'autre part, de l'environnement économique de ces prochaines années peu favorable à une croissance de la consommation des ménages. Nous pensons aussi qu'il va être difficile de réaliser de forte croissance dans les nouvelles activités dans les services informatisés (cloud computing, Kindle, bases de données en ligne, video streaming...) ou Amazon est en compétition avec des sociétés telles que Google et Apple. Celles-ci sont de formidables concurrents qui vont créer une compétition féroce dans ces domaines. Ces activités aux marges élevées représentent encore un faible pourcentage des ventes pour Amazon. Enfin, nous pensons que la transition vers les livres numériques pourrait ne pas être aussi profitable que ce que pensent les analystes. Un des avantages historique d'Amazon réside dans les quantités énormes de livres achetés, permettant de mettre les éditeurs sous pression pour leurs prix. Le second est lié à la logistique efficace dans les entrepôts de stockage qui ont contribué au succès du modèle d'affaire.



La valorisation boursière d'Amazon est trop élevée par rapport aux grands distributeurs traditionnels et aux grandes sociétés dans le secteur de la technologie.
Global Cap

Nous pensons que ces deux avantages comparatifs pèseront moins lourd lorsque le livre électronique deviendra la norme. • Depuis 1992, Amazon a bénéficié d'un jugement de la cour suprême des Etats-Unis (Quill vs. North Dakota) lui permettant de vendre des biens sans devoir Sales Tax dans tous les états dans lesquels Amazon n'a pas de présence physique. Ceci représente une différence d'environ 6% par rapport aux distributeurs traditionnels (Wall Mart, Target...) qui ont une présence physique sur l'ensemble des USA. Cet avantage porte sur la moitié des ventes de la division

«Electronic and General Merchandise», c'est à dire pour les ventes de cette division dans les états où Amazon n'a pas de présence physique. Au niveau de la distribution, une différence de 6% est très importante. A titre d'exemple, l'appareil photo Canon Power Shot est vendu, sur Internet, par Wall Mart et Target pour USD 349 contre USD 329 pour Amazon. Les Etats, dans lesquels Amazon n'a pas de présence directe, exercent une pression de plus en plus forte pour mettre fin à cette situation en argumentant que les sites internet partenaires d'Amazon

constitue une présence physique. Vu les difficultés financières des états américains, nous croyons que dans un avenir proche, Amazon sera contraint soit, d'abandonner ces sites partenaires soit, de collecter les Sales Tax suite aux pressions de la grande distribution qui a lancé une campagne (www.standwithmainstreet.com) pour mettre tous les commerces à pied d'égalité. Dans les deux cas, ceci aura un impact important sur la position concurrentielle d'Amazon vis-à-vis des autres grands distributeurs, en réduisant un avantage comparatif important sur le marché américain.

En conclusion, nous croyons que la valorisation boursière d'Amazon est, aujourd'hui, trop élevée par rapport aux grandes sociétés dans le secteur de la Technologie et, surtout, par rapport aux grands distributeurs traditionnels qui ont fortement augmenté leur présence online. EFG Financial Products propose avec Global-Cap AG un basket long/short sur cette idée. Pour les investisseurs traditionnels, nous conseillons de vendre l'action Amazon et de la remplacer dans les portefeuilles par Wall Mart, Target ou Costco.

* Global-Cap

OR: le cours approche 1900 dollars l'once

Le prix de l'or est monté hier à un nouveau record, approchant pour la première fois 1900 dollars l'once, dopé par un cocktail d'inquiétudes sur la vigueur de l'économie mondiale, la crise des dettes de la zone euro et les incertitudes géopolitiques dans le monde arabe. Le cours de l'once s'est élevé jusqu'à 1894,80 dollars vers 07h20 GMT sur le marché au comptant, un niveau sans précédent, balayant son précédent record à 1878,15 dollars enregistré vendredi. «Le seuil psychologique important de 1900 dollars devrait être testé très bientôt dans le climat économique actuel, selon la Commerzbank.

ACIER: la production a crû de 11,5% en juillet

La production mondiale d'acier brut a augmenté en juillet de 11,5% par rapport à juillet à 127,5 Mt, a annoncé la Fédération mondiale de l'acier. Le taux d'utilisation des capacités des usines sidérurgiques s'est établi à 79,7% en juillet, en recul de 3,4 points par rapport au mois précédent, mais en hausse de 4,9 points par rapport à juillet 2010. Premier producteur mondial, la Chine a produit 59,3 Mt en juillet, en hausse de 15,5% sur un an. Au Japon, la production d'acier brut a atteint 9,1 Mt, en baisse de 1,2% par rapport à juillet 2010.