

# Tendances



BANQUE PRIVÉE  
EDMOND DE ROTHSCHILD



Détail de mobilier réalisé par l'artiste Philippe Druillet, BPER Genève - ©Tobias Regell

---

# Sommaire

## POINT DE VUE

---

Les faux-monnayeurs  
PATRICK SÉGAL 5

Un coup d'œil à la Grèce  
THANASSIS GONTIKAS 7

## ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

---

Marché boursier américain:  
« L'espoir changea de camp, le combat changea d'âme » (Victor Hugo)  
PIERRE-YVES BRACK 9

Marché boursier européen :  
« L'incertitude est de tous les tourments  
le plus difficile à supporter » (Alfred de Musset)  
PHILIPPE LEDERREY 12

Étude de secteur :  
Consommation : le défi de la différenciation par le haut  
à l'heure d'une rude compétition  
LINDA ABDELLI 15

Prévisions économiques 17

## ALLOCATION D'ACTIFS

---

Allocation tactique 18

---

# Contacts & adresses

---

4

## DÉPARTEMENT COMMUNICATION ET MARKETING

---

John A. Reymond	+41 58 818 92 70	joreymond@bper.ch
-----------------	------------------	-------------------

Valérie Boscat	+41 58 818 94 62	vboscat@bper.ch
----------------	------------------	-----------------

### **PAO**

Anthony Aleu-Roca	+41 58 818 99 63	aaleu-roca@bper.ch
-------------------	------------------	--------------------

Sonia Costa Pons	+41 58 818 98 34	scostapons@bper.ch
------------------	------------------	--------------------

# Les faux-monnayeurs

PATRICK SÉGAL

La spéculation et la finance mondiale ont les yeux rivés sur les cinq députés grecs formant la majorité de Papandreou. Depuis cinq semaines, les marchés ont reculé de dix pour cent, surtout les financières qui attendent que le voile d'incertitude se lève. Qu'advierait-il, en cas de cessation de paiements, des grandes banques européennes ? Quid des dominos ultérieurs ?

Un cauchemar. Tout le monde oublie pourtant que la totalité de la dette grecque avoisine les 350 milliards d'euros, soit un peu plus que le déficit trimestriel des États-Unis. L'Europe est obligée de faire preuve de solidarité, quel qu'en soit le prix, afin d'éviter une deuxième crise bancaire, imparable cette fois. Angela Merkel a dû en tirer un peu tardivement la conclusion. 2012 est une année d'élection dans de nombreux grands pays et personne ne prendra le risque de déclencher une crise avant cette importante échéance. Année d'élections, principalement aux USA où, en dépit d'un déficit de 1'400 milliards de dollars et d'une dette de plus de 14'000 milliards, les politiques n'ont rien appris de la crise et les démocrates continuent aveuglément à préconiser des dépenses sociales et les républicains des réductions d'impôts et un gouvernement plus réduit. Deux guerres et une sécurité sociale non-financées plus une crise ont créé un gigantesque et insoutenable déficit. Les lobbies républicains anéantissent à coups de millions de dollars toute initiative de suppression des niches fiscales. Leur efficacité a même permis à Wall Street de s'exempter d'impôts, en faisant admettre les milliards de plus-values et les bonus de ses vedettes, comme le fruit de leur « rude besogne quotidienne ». Dur labeur.

Toute hausse d'impôt étant donc exclue, la Fed continue à imprimer des billets verts, supports d'une monnaie de plus en plus sans valeur. En 2013, la dette américaine atteindra plus de 85% d'un PIB languissant. Autre épée de Damoclès, et non grecque celle-là, toute hausse des taux d'intérêt maintenus à 0% par la Fed se transformerait en un tsunami financier dévastateur. Après le QE2, le QE 2 ½ ? Pour continuer à fausser la réalité des taux longs. Sans un réel encaissement de l'impôt sur les grandes sociétés multinationales qui gardent leurs

bénéfices à l'étranger et l'abolition des niches fiscales et autres exemptions d'impôts accumulées par l'administration Bush Junior, le déficit n'est pas près de prendre la voie d'un redressement. Ceci ne ralentirait pas la reprise économique, sans création d'emploi et très modérée pour le moment.

*Il n'existe aucune velléité courageuse d'une politique bipartisane pour esquisser une sortie de crise.*

Avec un chômage record et une confiance du consommateur au plus bas, la hausse de 2% du PNB ne peut générer la création d'emplois salvateurs pour le rétablissement de la confiance et la réduction du déficit. Si les agences de notation n'étaient pas américaines, il est évident que les États-Unis auraient perdu leur AAA ; une baisse de notation qui d'ailleurs creuserait le déficit de 100 milliards de dollars supplémentaires. Tandis que les politiciens professionnels s'agrippent à leur réélection, il n'existe aucune velléité courageuse d'une politique bipartisane pour esquisser une sortie de crise. Sans réformes avant 2012, sans mesures drastiques (imposées par la crise), les gouvernements et les banques centrales continueront à faire tourner les



planches à billets pour diluer la valeur de la monnaie et endormir la crise. Le pouvoir d'achat des monnaies s'effondre donc sous la houlette de nos faux-monnayeurs. L'euro, dont tous les politiques saluent la stabilité et l'efficacité depuis dix ans, a connu une période d'inflation importante touchant les matières premières, les services, la santé, l'immobilier, l'énergie, etc. La baguette de pain est passée d'un franc français à un euro (x6.5) ! Stagnation ou baisse du pouvoir d'achat est synonyme d'économie très morose.





Les pays émergents continuent à croître rapidement et leurs monnaies à s'apprécier, procurant un soutien aux industries exportatrices européennes et américaines ; le Japon, toujours ralenti par les effets du tsunami, ne bénéficie pas de ce soutien. La montée de l'inflation et les premières tensions bancaires en Chine pourraient cependant commencer à infléchir leurs taux de croissance. De plus, le développement des industries locales n'aidera plus très longtemps certaines industries protégées par leur exclusivité. L'avion commercial chinois n'est plus très loin. Et déjà, Embraer pointe son nez dans le ciel de Boeing, Airbus et leurs sous-traitants.

Dans cette tourmente de fausses monnaies, le franc suisse tient la vedette, devenant une matière première largement spéculée au-delà de sa circulation. Et tant pis si les pertes de la Banque Nationale Suisse avoisinent les 40 milliards. La spéculation a fait prendre près de 20% au franc suisse, au grand dam des industries exportatrices et du tourisme durement touchés par cette spéculation. Le mini deutschemark est devenu un instrument de spéculation contre l'euro, faute de ne pouvoir vendre des drachmes... La BNS ne se montre plus dans le marché, chat échaudé craint l'eau froide. L'effet déflationniste sera ressenti au deuxième trimestre, à moins qu'entretiens un miracle sur l'Acropole n'ait détendu la situation.

Quelle politique d'investissement envisager dans une conjoncture aussi floue ? La lueur dans le brouillard est-elle un rayon de soleil ou le phare d'un train express arrivant à pleine vitesse à contre-voie ? Le règne sans partage des faux-monnayeurs impose de garder une position en actifs réels pour plus de sécurité. L'or reste toujours l'actif roi. Les obligations d'état étant toujours les moins rémunérées et les plus risquées, il convient de ne trouver des taux rémunérateurs que sur des obligations industrielles et il existe encore de bonnes opportunités sur les taux fixes, comme sur les taux variables. Acheter de grandes actions industrielles solides à rendement élevé est une autre façon de se couvrir. Rien de très original, mais quand tout peut déraiser à la lecture d'une dépêche d'agence de presse, mieux vaut éviter la volatilité. Et pourtant, on ne parle plus que de l'introduction en bourse de Zynga et de Facebook, après LinkedIn, à des capitalisations astronomiques, reflets de la liquidité ambiante !

En tout cas, les problèmes ne sont toujours pas posés et n'inquiètent même pas Bruxelles où la tentaculaire administration de l'Union européenne veut voter une augmentation de 5% de son budget. Sans doute pour décerner à la Grèce des subventions juteuses sur des oliveraies et exploitations agricoles fantômes !!!

# Un coup d'œil à la Grèce

THANASSIS GONTIKAS

Ayant vécu en Grèce de nombreuses années et ayant été le témoin d'une croissance sans précédent — qui a métamorphosé le pays ces 40 dernières années — je ne peux m'empêcher de me demander quelle sera la suite.

La Grèce s'est développée sur un modèle qui permettait d'énormes déficits budgétaires afin de soutenir une croissance continue, dans l'hypothèse que les revenus futurs rembourseraient la dette. Le scénario était parfait, à condition que les revenus de l'État continuent de croître et que les dépenses se stabilisent. Le scénario a tenu bon pendant des années alors que le pays affichait une croissance annuelle de 4 à 5%, atteignant un revenu national brut par habitant d'environ USD 34'000 en 2008, soit un des RNB par habitant les plus élevés au monde. La Grèce était en effet à la fête et se situait, si je me souviens bien, au 17<sup>e</sup> rang des pays les plus riches.

La crise financière de 2008 a laissé le système bancaire grec presque indemne, puisqu'il ne s'était pas exposé au risque des *subprimes*. La crise du crédit avait rendu les gens plus attentifs à qui ils prêtaient de l'argent, et ceci favorisa les banques grecques. Étant donné que ces dernières étaient considérées à l'époque comme extrêmement solides, elles virent leurs bilans grossir de plusieurs milliards d'euros. Le déficit budgétaire continuait

cependant à s'accumuler, atteignant 10% du PIB en 2009. En chiffres, le déficit se monta à 25 milliards d'euros et la dette nationale atteignit des sommets vertigineux, flirtant avec la barre des 300 milliards d'euros. Puis tout s'effondra ! Les marchés devinrent d'un coup réticents à faire des prêts et le pays glissa, lentement mais sûrement, entre les mains du FMI et de ses partenaires européens.

Un gigantesque plan de sauvetage, d'un montant de 115 milliards d'euros, fut élaboré et l'on demanda à la Grèce de réformer structurellement son économie. Les réformes furent mises à exécution jusqu'à un certain point. Mais aujourd'hui, soit 18 mois plus tard, l'Union Européenne fait face à une nouvelle requête de la Grèce, cette fois d'un montant entre 90 et 125 milliards d'euros, afin de soutenir le pays ces deux prochaines années. Il ne fait aucun doute que sans cette aide, la Grèce ne serait plus capable de remplir ses obligations de paiement et ferait défaut.

Telle est la tragédie et elle est grecque ! Si le pays cesse de rembourser ses dettes à nombre de banques européennes, les fonds de pension, les fonds d'investissement, la BCE et tous les gouvernements européens impliqués dans la première phase du plan de sauvetage subiront d'énormes pertes. Et si le pays ne fait pas défaut, ils devront avancer une rallonge de 90-125 milliards d'euros !



La situation est sans issue, car personne aujourd'hui ne croit vraiment que la Grèce pourra commencer à rembourser sa dette dans les années à venir. Le système politique grec est dans une impasse, ce qui ne fait qu'augmenter la confusion, et personne ne peut prédire combien de temps le gouvernement actuel, ou un autre, pourra rester au pouvoir tout en appliquant de dures et impopulaires mesures d'austérité.

La demande implose dans la quasi-totalité de l'économie grecque. Les rentrées fiscales sont en chute libre, les salaires ont baissé de 20% dans le secteur public, le pays est en train de tomber en dépression et le risque d'une instabilité politique augmente jour après jour. Les privatisations censées rapporter 50 milliards d'euros au trésor d'ici 2015 n'ont pas encore commencé, et pourtant les plans de sauvetage souhaitent des revenus additionnels de 12 milliards d'euros en 2011 et 2012... Nous sommes rapidement en train d'atteindre un point où des décisions importantes devront être prises — et mises à exécution — si la Grèce souhaite rester dans l'Union européenne et honorer ses obligations en tant que membre à part entière.

Sinon ? Eh bien, c'est là que les vrais problèmes commenceraient. Si, pour une raison ou une autre, la Grèce décidait unilatéralement de faire défaut, 2008 nous semblerait comme un petit entraînement comparé à la crise à laquelle nous ferions face, et dont voici le script :

Le premier jour, la Grèce devrait geler tous les avoirs en banques afin d'éviter une ruée bancaire. Tous les fonds de pension privés et étatiques feraient faillite. Les compagnies d'assurance, légalement tenues de détenir des obligations souveraines grecques à hauteur d'un certain pourcentage de leur capital, feraient faillite. Il faudrait moins de deux semaines pour que le gouvernement ne soit plus capable d'honorer ses obligations de paiement. Les banques devraient être recapitalisées ou seraient vendues 1

euro à qui voudrait bien les acheter. L'activité économique s'arrêterait net et, à mon avis, le pays serait la proie d'un soulèvement social massif qui s'étendrait à la vitesse d'un feu de brousse au-delà des frontières grecques. En Europe, les banques subiraient d'énormes pertes sur la dette publique grecque et potentiellement d'autres pertes de même taille sur la dette du secteur privé, puisque personne ne serait capable de la rembourser. Les fonds de pension et d'investissement européens souffriraient aussi et les compagnies privées verraient leurs bilans s'effondrer. L'Union européenne devrait avancer des aides étatiques de plusieurs milliards d'euros pour éviter des faillites en cascade. La liquidité s'assècherait dans le marché interbancaire et les taux d'intérêt s'envoleraient, créant davantage d'incertitudes. Les émetteurs de CDS (Credit Default Swaps) devraient les honorer, créant potentiellement



des pertes massives non seulement aux banques européennes, mais également aux banques américaines. En réalité, personne ne connaît la fin du script.

Tout ceci est impensable. C'est quelque chose que toute personne saine d'esprit doit éviter à tout prix, même si ce prix est supérieur à l'exposition quantitative à la dette grecque. Si nous laissons une telle chose se passer, ce serait ouvrir une boîte de Pandore. Les marchés se demanderaient : qui sera le prochain ? Des spéculateurs mettraient en joue les pays les plus faibles et les mettraient à mort en vendant leur dette à découvert. Les gens se demanderaient : « A quelle vitesse puis-je vendre mes euros » ? Etc., etc., etc.

Alors non, cette solution n'est pas viable. La seule solution est que la Grèce se reprenne en main et qu'elle prenne toutes les mesures nécessaires afin de réorganiser son économie, d'endiguer son énorme et notoire marché noir (estimé à 30% du PIB), de diminuer la taille du secteur public et de rendre les règles de concurrence transparentes. Entretemps, l'Union européenne devra continuer à supporter l'économie grecque avec des mesures fiscales et des investissements directs. Espérons qu'ils en seront capables.

# « L'espoir changea de camp, le combat changea d'âme. »

Victor Hugo

9

PIERRE-YVES BRACK

La psychologie négative s'impose toujours face à des fondamentaux et des valorisations qui s'améliorent sur plusieurs fronts.

La situation, bien que difficile, devrait graduellement se décanter pour la gestion de la crise grecque, les politiques monétaires des pays émergents, les règles du secteur financier mondial ou la normalisation progressive de la situation japonaise.

Le second semestre devrait donc infléchir, et non amplifier, les tendances du premier.

Cela continuera d'être le difficile travail de l'analyse des sociétés que d'identifier celles qui risquent de décevoir les attentes du marché et celles qui ont le potentiel de surprendre en bien, en fonction de leur différence de positionnement et de compétitivité. Mais des opportunités se sont fait jour.

Il faut incontestablement que l'espoir change de camp pour qu'un rallye boursier significatif prenne place !

En effet, les sujets d'inquiétude existent. Ils monopolisent l'attention des investisseurs depuis deux mois et la situation ne s'est pas encore véritablement décancée :

- Lancinantes tergiversations européennes sur la gestion de la crise de la dette souveraine des PIGS et le nécessaire assainissement des finances publiques qui pèsera sur la croissance et l'emploi.
- Resserrement des politiques monétaires dans les pays émergents pour contrer les pressions inflationnistes.
- Marché immobilier toujours déliquescant aux États-Unis.
- Nouvelles réglementations des activités financières réduisant la propension des banques à prêter de l'argent (et donc financer la croissance) tant qu'elles ne connaissent pas les nouvelles règles du jeu.
- Fin annoncée du QE2 (2<sup>e</sup> programme de stimulation monétaire non conventionnelle) à la date prévue du 30 juin.

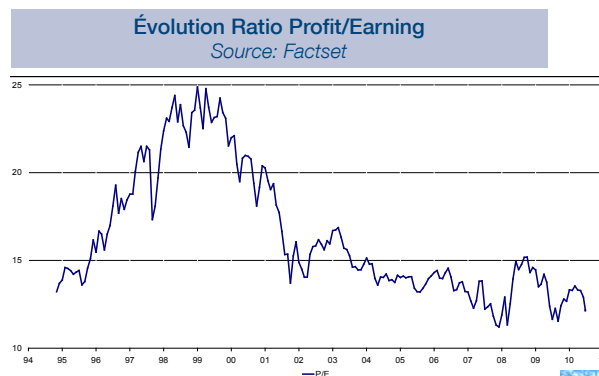
Nous ne nions en aucune manière l'existence et l'importance de ces défis, mais ils nous semblent assez largement pris en compte si l'on considère que les valorisations boursières américaines (S&P500) sont de retour sur les plus bas niveaux des vingt-cinq dernières années (graphique ci-contre).

## Le temps du soulagement n'est peut-être plus si loin

Dans les semaines à venir, nous pouvons envisager un certain nombre de développements (enfin) susceptibles de raviver l'espoir que, comme nous l'escomptons pour notre part, le deuxième semestre inverse et non amplifie les tendances connues au premier.

**Gestion crédible de la crise des dettes souveraines.** Après le vote de confiance du Parlement grec, un budget d'austérité crédible devrait pouvoir être adopté, permettant non seulement la libération de la cinquième tranche de financement prévue, mais offrant aussi, à la Communauté Européenne, l'occasion de tracer de manière plus claire et crédible le (long) chemin de la gestion globale de la crise de la dette souveraine des états périphériques

**Modération de pressions inflationnistes et des politiques monétaires des pays émergents.** La correction de l'ensemble des cours des matières



premières au 2e trimestre (y compris agricoles ces dernières semaines) devrait prochainement se traduire dans une modération des pressions inflationnistes, ce qui permettrait aux pays émergents d'assurer un atterrissage en douceur et une stabilisation de leur politique monétaire. En matière de croissance globale, rappelons aussi que si la consommation de ces pays marque le pas, leurs programmes d'investissement en infrastructures (dont ils ont un impérieux besoin) sont maintenus, voire même accélérés. Après le 12e plan quinquennal chinois qui vise au développement rapide de l'intérieur du pays et des villes de deuxième importance, c'est le Brésil qui se dote de mesures temporaires visant à l'accélération des dépenses nécessaires au bon déroulement de la Coupe du Monde de football (2014) et des Jeux olympiques d'été (2016). Il ne s'agit, de loin pas, de construire ou rénover simplement quelques stades, mais de développer un ensemble d'infrastructures routières, aéroportuaires, sanitaires ou hôtelières pour n'en citer que quelques-unes.

**Clarification des réglementations financières loin des extrêmes.** Le secteur financier connaîtra, ces prochaines semaines, une bonne partie des nouvelles règles auxquelles il sera soumis. En tout premier lieu, le Comité de Bâle III se réunit pour définir les ratios de solvabilité que les plus grandes banques (considérées comme constituant un risque systémique en cas de faillite) devront respecter en plus du minimum (7%) imposé à toutes les banques. Gageons qu'une fois de plus la vérité ne sera pas dans les extrêmes actuellement redoutés (une surcharge doublant le ratio minimal), mais dans une honnête moyenne (+2.5%-3.5%). Rappelons aussi que le marché ne voit actuellement que l'aspect négatif de cette surcharge : les banques concernées auront moins de capitaux à déployer donc moins de prêts à accorder et une rentabilité plus faible des fonds propres. En revanche, il occulte complètement le fait que ratios bilanciaux plus élevés riment avec coûts de financement abaissés... Comme quoi les choses ne sont jamais ni toutes noires ni toutes blanches.

**La fin du «QE2» n'est doublement pas celle du «QE1».** La fin programmée du «QE2» est actuellement redoutée de manière similaire à celle de la fin du «QE1» en mars 2010, période qui avait vu le marché baisser de 15%, entraîné par les bancaires (-25%). Attention aux amalgames, comparaison n'est pas toujours raison !

D'une part, il existe, en réalité, un «QE2-Bis» de fait. Les rentrées, provenant des remboursements de papiers valeurs détenus et arrivant à échéance, seront réinvesties. La Réserve Fédérale reste donc acheteuse et, potentiellement sur une longue durée, à concurrence des mêmes montants que ceux déjà alloués (sous l'hypothèse que toutes les créances sont honorées). Ce processus de réinvestissement n'existait pas à la fin du «QE1».

D'autre part, l'état des finances des banques et des particuliers est incomparablement plus solide aujourd'hui qu'il ne l'était au printemps 2010 : les créances douteuses reculent depuis cinq trimestres et le taux de couverture de celles qui restent a fortement augmenté. La croissance des dépôts (6% depuis le début de l'année en comparaison annuelle) renforce les bilans des banques, vu que les prêts stagnent. Les faillites personnelles sont en recul (-7% an/an) et les charges financières en pourcentage des revenus disponibles des ménages sont revenues au niveau de 1995 !

Il n'y a donc pas de raison objective de reproduire mécaniquement les mouvements boursiers du printemps 2010.

**Le bas niveau des taux américains.** N'oublions pas que les taux d'intérêt aux États-Unis ont (re) baissé de quelque 80 points de base sur toute la courbe des rendements au cours du 2e trimestre. C'est une pression qui se réduit pour les finances de l'État, mais aussi pour celles des particuliers (les taux hypothécaires sont largement définis par référence aux rendements des bons du Trésor à 10 ans et l'on observe une nette remontée des refinancements).

**Une graduelle normalisation japonaise.** Les perturbations de la chaîne d'approvisionnement suite aux catastrophes ayant frappé le Japon vont graduellement se résorber (et pas seulement pour les sociétés japonaises) et les débuts de la reconstruction dynamiseront l'activité et les importations de l'Archipel fin 2011 et courant 2012.

**Enfin, les résultats des sociétés dépassent les attentes.** Légère progression des volumes et effet de levier opérationnel sur des structures de coûts affutées pendant la crise sont à l'œuvre. Peu de « profit warning » à ce jour concernant le 2e trimestre. De plus, les hausses de prix annoncées au 1er semestre dans de nombreuses industries donneront leur pleine mesure au second, alors même que les pressions sur les coûts se modèrent.

À ces aspects conjoncturels, il convient de rappeler aussi que **plusieurs vecteurs structurels porteurs** sont à l'œuvre : démographie et urbanisation, nouvelles contraintes environnementales ou difficultés croissantes d'accès aux ressources naturelles sont autant d'opportunités bien réelles pour bon nombre d'industries (ex. : agriculture, infrastructures, énergies renouvelables ou équipements de dépollution, etc.).

**En synthèse :**

un « soft patch » sans « credit crunch »

Nous nous positionnons dans la perspective d'un « soft patch » et non d'une replongée en récession de l'économie, c'est-à-dire une modération de la croissance après une première phase plus explosive. Une phase de digestion, que des chocs

extérieurs ont amplifiée (Japon en tant que tel et effet domino sur la chaîne d'approvisionnement de nombreuses industries).

En d'autres termes, un 2e semestre qui n'amplifiera pas les tendances du premier, mais amorcera une inversion et qui verra les autorités européennes implémenter des mesures cohérentes et crédibles pour juguler la détérioration des risques de crédits souverains (mesures qui auront toutefois un coup et ne manifesteront leurs effets que sur le long terme).

**Quelques axes d'investissement en actions dans un tel contexte**

Même si la correction récente a été un peu plus marquée (durée en amplitude) que nous ne l'escomptions, nous ne changeons pas notre fusil d'épaule.

**Deux nouveautés récentes toutefois :**

**Certaines valeurs industrielles** ont connu une correction marquée alors que les fondamentaux n'enregistrent pas de détérioration. C'est le cas des équipements de chantier et des équipements miniers.

**Certains segments du secteur immobilier** sont attractifs. Une image vaut mille mots, disent les spécialistes de la communication. Le graphique ci-dessous illustre donc bien mieux que de longues phrases le potentiel de performance dans ce secteur en phase de rebond (mais en sélectionnant soigneusement les portefeuilles d'actifs).

**Pour le surplus**, nous ne pouvons donc, dans une très large mesure, que répéter les orientations définies ces dernières semaines :

Pour saisir les opportunités qui se présentent toujours en des temps troublés, nous favorisons les sociétés aux finances impeccables et ne cédon

pas aux sirènes du levier financier. **Finances rutilantes** riment aussi, souvent, avec un potentiel de rémunération accru de l'actionnaire. Or, aujourd'hui plus que jamais, le **dividende** est une composante importante de la performance totale.

Toutes choses étant égales par ailleurs, la reconstruction du Japon augmentera les besoins de ce pays en **ressources naturelles** (y compris charbon et gaz pour suppléer la production nucléaire). Dans le même temps, l'investissement et la construction résidentielle réaccélèrent en Chine. Cuivre, minerai de fer et charbon restent nos favoris.

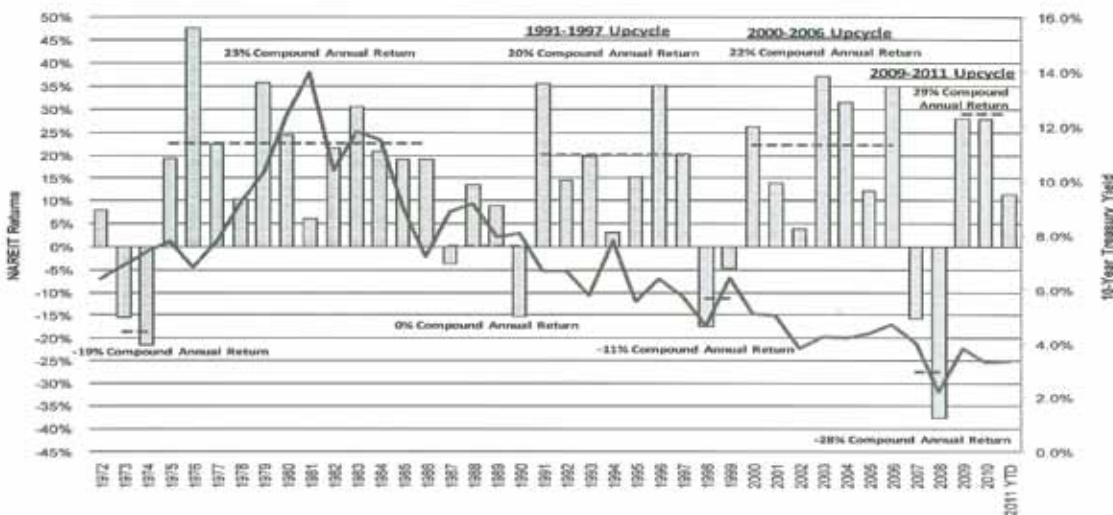
Le **platine** et le **palladium** ont escompté un net ralentissement de la production automobile mondiale. La baisse nous semble exagérée pour des métaux industriels et précieux en situation de déficit de production et qui sont impératifs pour le respect des nouvelles normes de pollution qui entrent en vigueur un peu partout dans le monde. Tandis que **l'or demeure le refuge ultime**.

Les **terres rares** sont une niche extrêmement attractive (mais très volatiles). Les quotas d'exportation chinois sont drastiquement à la baisse face à une demande en forte hausse, sans parler de la probable constitution de stocks stratégiques aux États-Unis en raison des applications militaires (guidage de missiles, vision de nuit, etc.) ou des applications « vertes » (catalyseurs, batteries pour véhicules électriques, éoliennes, énergie solaire). La correction de 35% en quelques semaines (impressionnante, mais représentative du secteur dans son ampleur et sa durée) offre aux investisseurs agressifs une belle opportunité.

Enfin, quelques valeurs plus spécifiques, traditionnellement immunisées contre les pressions inflationnistes sont dignes d'intérêt. C'est le cas des **gaz industriels** ou des **titres de santé**.

**Historical Total Returns : NAREIT Equity REIT Index:**

Source : Bloomberg, Raymond James



# « L'incertitude est de tous les tourments le plus difficile à supporter »

Alfred de Musset

PHILIPPE LEDERREY

12

« Soft patch » ou convalescence de crise ? En tout cas « transition » !

La seule évidence dans l'environnement économique et financier actuel est la décélération de l'activité, une tendance qui a bien des chances de se prolonger ces prochaines semaines (si on en croit les indicateurs avancés). Restent également omniprésentes les épées de Damoclès suspendues sur le monde de la finance : la fin attendue des mesures exceptionnelles des banques centrales, la hausse programmée des taux d'intérêt, la contagion des risques souverains déjà bien propagée (l'Europe parviendra-t-elle encore longtemps à « acheter du temps » pour combler tous les gouffres financiers d'ici 2013 en contrepartie de nouvelles mesures de réduction des déficits budgétaires?), les actifs spéculatifs en pleine bulle (les réseaux sociaux internet, les vins de Bordeaux, l'immobilier parisien en hausse de plus de 20% cette année, etc.).

## Les injections de liquidités n'ont pas corrigé, mais repoussé dans le temps les déséquilibres fondamentaux au sein des économies

Dans ce décor déjà peu lumineux, bien des scénarii peuvent être élaborés. Comme une bonne majorité des stratèges, on peut admettre que nous vivons simplement une période de normalisation économique tout à fait traditionnelle après une première phase de reprise économique. On peut tout aussi bien considérer a contrario que ce ralentissement synchronisé n'est pas un simple épiphénomène transitoire, mais plutôt la conséquence fatale de la suppression progressive des mécanismes d'ajustement mis en place post crise financière. En effet, même si les injections massives de liquidités et l'expansion du rôle des gouvernements de banques centrales étaient indubitablement nécessaires pour éviter une récession profonde, force est de constater que ces mesures n'ont pas pour autant corrigé les déséquilibres fondamentaux de l'économie mondiale (et qui ont d'ailleurs été une des principales sources de la crise)... Elles ont seulement été repoussées dans le temps ! Dans ce cas, le futur boursier est d'autant plus impossible à jauger que nous vivons une période sans précédent : celle d'une économie et d'une finance qui vont devoir être sevrées de leur addiction aux liquidités pléthoriques et quasi gratuites (fournies par les mesures de relance). Dans le premier décor, un atterrissage en douceur des économies peut propulser les bourses du Vieux Continent 10 à 15% au dessus des niveaux actuels. Dans le cas contraire (la fermeture de la parenthèse des perfusions monétaires), le risque de baisse des marchés est au moins du même ordre.

## Un monde des entreprises tout proche du paradis... mais avec les hausses des matières premières, le ciel s'assombrit !

Force est de constater que contrairement aux situations précaires de la finance et des déficits étatiques, le monde des entreprises est proche de l'Éden : bilans solides, endettement sous contrôle, marges et rentabilités excellentes et à des niveaux records, un contrôle des coûts exceptionnel, de grandes possibilités de développements dans les régions émergentes du Monde où se trouve encore une forte croissance... Parmi les grands vainqueurs de la mondialisation, le monde micro-économique occidental profite donc aussi d'une liberté de gestion accrue et d'un coût de financement à des plus bas historiques. Le seul important obstacle à la poursuite de cet état de « Nirvana » est lié aux retombées sur les bénéfices des hausses des matières premières (énergétiques notamment) qui agissent comme une taxe aussi bien sur les consommateurs (qui perdent du pouvoir d'achat) que sur les producteurs (qui ne peuvent entièrement répercuter ces hausses de coûts à leurs clients). Reste en tous les cas un réjouissant constat : la santé et la capacité de résistance bénéficiaire des entreprises européennes ont été jusqu'ici autant de garants de leur capacité à affronter des mers particulièrement houleuses sans trop gros heurts.

## Des pressions inflationnistes en provenance des pays émergents

Au risque de paraître insistant, nous souhaitons une fois encore souligner notre crainte liée aux pressions prévisibles sur les marges. En effet, avec la sortie des mesures exceptionnelles des banques centrales et après une vive hausse des matières

premières, nous vivons très probablement la fin progressive d'une longue période désinflationniste de mise pendant près d'un quart de siècle. Or, la communauté financière ne semble visiblement pas encore avoir compris les conséquences sur la séquence des profits d'un retour vers un monde ne serait-ce qu'un peu plus inflationniste. De fait, l'essor des pays émergents n'est considéré jusqu'ici qu'à travers le prisme de sa vertueuse influence sur la croissance des résultats. Or, la fin de la désinflation en provenance de cette région implique aussi une pression accrue sur les coûts. C'est le signe avant-coureur d'une moins bonne rémunération des investissements futurs. De très nombreux managers constatent d'ores et déjà de fortes pressions sur les salaires ou les loyers immobiliers dans plusieurs pays émergents. Or, les conditions-cadres pour pouvoir répercuter ces importants mouvements sur les prix de vente au sein des marchés développés ne semblent pas réunies. Dès lors, la capacité de maintenir les marges à la hausse semble se réduire comme une peau de chagrin.

susceptible de produire des résultats positifs tout en respectant les règles prudentielles les plus élémentaires reste celui d'un investissement exercé avec une vue à assez long terme (5-10 ans) et sur base de fondamentaux solides.

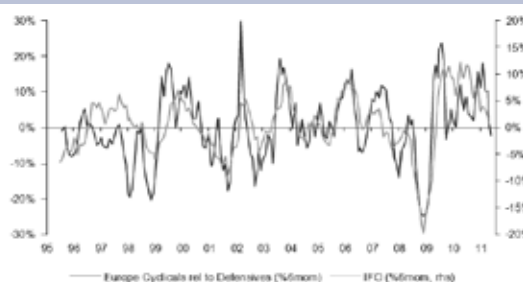
### Des liquidités pléthoriques qui ne se déversent pas sur les actions

Les liquidités pléthoriques sont toujours censées venir en aide aux marchés d'actions. Cette thèse très en vogue s'appuie notamment sur le fait que les plus importants investisseurs vont sortir d'autres classes d'actifs (notamment liées aux taux) et qu'une partie au moins de ces sommes énormes va fatalement venir alimenter des achats sur les bourses européennes. La réalité est pour le moment bien plus nuancée. En effet, malgré des sources de financement quasi gratuites et avec des sommes astronomiques mises à la disposition des marchés financiers depuis deux ans et demi, les

Même avec des scénarios précautionneux, on ne peut guère arguer que les marchés européens sont trop chers.



À moins d'escompter un peu probable rebond des indicateurs avancés, les pans défensifs restent à privilégier.



Source: Datastream, MSCI

### Des bourses pas trop valorisées en Europe, mais dont les moyennes cachent de fortes disparités...

Même si on peut toujours ergoter sur le fait qu'elles sont réellement bon marché, les actions européennes sont en tous les cas bien moins chères que d'autres classes d'actifs (ou que des bourses d'autres continents) tout en offrant des rendements (en dividende) très attractifs et bien protégés. Toutefois, derrière ces moyennes se cachent de fortes disparités entre les segments : près d'un tiers de la croissance en masse des résultats européens 2011 se retrouve sur des pans déjà assez chers (secteurs dits de croissance, les cycliques...) alors qu'un autre tiers est lié aux financières (dont le manque de visibilité immédiate quant à leurs futures régulations rend toutes les attentes particulièrement erratiques).

De même, dans un monde financier où les investisseurs ne peuvent même plus jauger de la valeur réelle d'actifs théoriquement sans risques (à l'instar des dettes souveraines), et qui plus est avec des mouvements violents sur les devises ou les prix des matières premières, le seul style de placement

montants additionnels réellement investis jusqu'ici dans le monde des actions restent de fait bien faibles. On constate notamment que les principaux investisseurs traditionnels dans la classe des actions (caisses de pension, assureurs, banques, fonds traditionnels...) sont toujours sous une très forte pression des régulateurs, des mesures de nature à les décourager d'investir sur des pans risqués.

### Du danger de laisser les acteurs non régulés seuls aux commandes

En fait, les acteurs non régulés (ce que les anglo-saxons appellent le « shadow banking ») représentent aujourd'hui parfois jusqu'à trois quarts des flux échangés quotidiennement. Or, ce genre de placement se fait par essence plutôt de l'arbitrage ou du trading qu'à des fins d'investissement à moyen terme. Ils sont donc plus une source de mouvements en yoyo que des sources d'approvisionnement net d'argent nouveau sur les marchés boursiers. Par ailleurs, leurs conditions de financement sont tellement plus avantageuses que celles du reste de la finance (et avec sensiblement moins de contrôle des risques) que cela peut tôt ou tard pousser « au



crime » certains acteurs (rappelons qu'avec un coût du crédit à 5 ans proche de 3.5%, on peut gagner de l'argent sur des achats d'actifs aux multiples de 25x, soit près de deux fois supérieurs à ceux des marchés d'actions européens !).

### Du risque du gonflement des investissements via des produits structurés synthétiques

Enfin, notons que la culture d'investissement dans le monde des actions est devenue tellement faible au cours de cette dernière décennie, que la très grande majorité des prises de position se feront plutôt via des produits structurés (ou des ETFs) que par des positions directes. Le hic, c'est qu'une portion croissante de ces produits dérivés (30 à 40% de ceux créés en 2010) est construite de manière synthétique (par exemple sur des swaps sur contrats « futures »), c'est-à-dire sur des produits plus du tout couverts par leurs sous-jacents. Le risque est donc non seulement lié à la contrepartie, mais surtout à la qualité du collatéral utilisé. In fine, en cas de chutes boursières plus importantes que celles escomptées à ce stade, un pernicieux effet « boule de neige » peut donc venir amplifier l'ampleur des dégâts.

### Un marché en « dents de scie » pour une longue période d'adaptation post crise financière

Après la récente baisse des marchés, nous tablons toujours sur une période de transition caractérisée par de forts mouvements « en dents de scie » ces prochains mois. Nous n'avons par contre pas la conviction que les marchés européens sont en train d'amorcer un virage vers une chute boursière importante et prolongée. Une correction typique en cas de ralentissement de milieu de cycle est de l'ordre de 5 à 10%. Avec l'ajout d'autres éléments exceptionnels (liés à la crise financière), on est probablement plutôt ici dans une fourchette de 15% à 20% de baisses potentielles (dont nous avons heureusement déjà vécu près des deux tiers). Malgré tout, dans une phase de profonde remise en cause sur la nature de l'environnement, un certain temps d'adaptation sera probablement requis avant d'espérer pouvoir vivre éventuellement une reprise plus linéaire de la progression boursière.

### Ces prochaines semaines seront particulièrement cruciales pour déterminer de l'avenir des bourses européennes.

Ce transfert était inéluctable, mais on doit maintenant faire passer transférer une finance mondiale malade depuis les soins intensifs vers une unité de convalescence. Et dans ce cas, l'angoisse du patient avant le retrait de ses perfusions est évidemment on ne peut plus légitime. A contrario, si ce passage se fait sans rechute majeure, on peut alors espérer le retour vers une croissance bénéficiaire plus pérenne. Ces prochaines semaines seront

donc particulièrement cruciales pour déterminer l'avenir à moyen terme des bourses européennes. Rappelons que les meilleurs investissements se font toujours « au son du canon » (lorsque les angoisses sont maximales)... mais seulement si les craintes sont infondées ! À noter que les investisseurs à la grille de lecture plus constructive ne devraient pas attendre comme tout le monde la fin de l'été pour agir : les indicateurs de sentiment sont déjà aux plus bas et les flux de nouvelles adverses à leur apogée : c'est donc maintenant qu'un rebond peut avoir lieu. Nous doutons seulement quant à nous qu'il dispose d'assez de carburant pour justifier d'une prise de positions risquées (un rallye de l'ordre de 5-7% tout au plus).

### Une stratégie défensive toujours de mise, pour les secteurs...

Nous conseillons toujours dans ce cadre de « terra incognita » de privilégier les secteurs défensifs, à l'image des valeurs de la santé qui subissent certes le développement des génériques ou des coupes dans les dépenses publiques, mais peuvent par contre encore fortement abaisser leurs coûts et se réorganiser industriellement de manière plus efficiente. Notons aussi qu'en cette phase particulière du cycle, alors que certains segments répondent surtout à des considérations liées à leurs secteurs (banques, services aux collectivités, la consommation défensive, l'énergie...), la plupart des autres restent surtout des affaires de sélection de titres (la technologie, la consommation cyclique, les industrielles...).

### ... comme par le biais géographique !

Sur le plan géographique, nous évitons encore et toujours les marchés des pays aux problématiques souveraines ou d'endettement privé (Grèce, Irlande, Portugal et l'Espagne en particulier pour les acteurs domestiques). Le vote de confiance du Parlement grec est certes un soulagement, mais comme toujours « le diable se cache dans les détails » : ce feu vert n'assure pas l'approbation des nouvelles mesures d'austérité (sans lesquelles l'aide du FMI et la finalisation du plan de soutien ne verront jamais le jour) alors que le premier ministre grec ne dispose que d'une toute petite majorité (5 voix). De toute manière, même si une issue plutôt heureuse du refinancement est très probable, la croissance future des entreprises sera beaucoup trop impactée par les mesures d'austérité imposées par les états créditeurs et par le manque de compétitivité de salariés (surendettés en Espagne et au Portugal) pour remettre les cycles bénéficiaires dans « le droit chemin ». À ce stade, nos pays préférés sont donc plutôt ceux du centre de l'Europe (France, Allemagne et Italie) qui jouissent d'une croissance supérieure et sont assez bon marché. Les pays du Nord (ainsi que la Suisse) sont désormais un peu onéreux et souffrent d'une monnaie surévaluée. Nous ne les évitons pas, mais n'y concentrons simplement pas tous nos investissements.

# Consommation : le défi de la différenciation par le haut à l'heure d'une rude compétition.

LINDA ABDELLI

15

Nous revenons d'un séminaire qui regroupait l'essentiel des valeurs de la consommation mondiale. Même si la crise a laissé des traces, il en ressort des groupes plus solides et plus à même d'affronter les nouveaux défis apportés par un environnement plus concurrentiel.

Certes, l'environnement macroéconomique de consommation demeure difficile en Europe, mais des signes encourageants de reprise se manifestent aux États-Unis tandis que les marchés émergents continuent de tirer la croissance. Les performances boursières en témoignent ainsi que le regain d'intérêt pour les introductions en bourse dans le secteur.

Nous avons débuté l'année en faisant le pari de la reprise de la consommation américaine et de la stabilisation en Europe. La thématique de la croissance tirée principalement par les pays émergents restait valide, mais les pays industrialisés devaient progressivement reprendre des forces. C'était sans compter sur les quelques secousses liées à la crise grecque et aux nombreuses catastrophes naturelles (ou pas) survenues en ce début d'année (Nouvelle-Zélande, Japon).

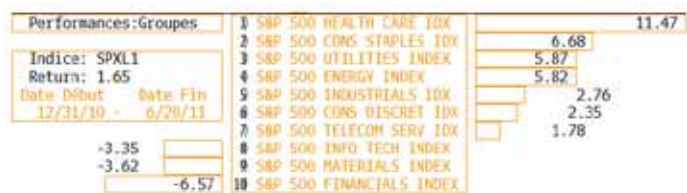
En termes de performances, les sociétés américaines ou les sociétés européennes exposées au consommateur américain sortent leur épingle du lot. Malgré tout, cela ne suffit pas, car à cela, viennent se greffer d'autres éléments de différenciation qui feront le succès d'une entreprise par rapport à ses concurrents.

## Un petit mot sur l'environnement et les défis de court terme

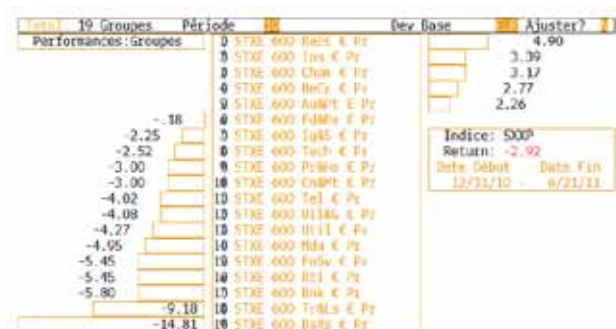
Inutile de dire que malgré l'amélioration des conditions macroéconomiques globales qui régissent le secteur consommation, des incertitudes demeurent.

- Amélioration lente de l'économie globale, en particulier en Europe. Chômage et croissance molle restent de mise. Ce à quoi s'ajoute le problème des devises.
- Les consommateurs restent prudents dans les pays développés
- Les Clients des pays émergents sont de type « aspirationnel ». L'accession à certains produits de consommation leur confère une forme de statut social

### Performance S&P500 par secteur



### Performance Stoxx600 par secteur



- Pression sur les marges en raison des hausses des coûts (matières premières, pressions salariales dans les pays émergents). Un thème qui n'est pas nouveau, mais pas prêt non plus de s'épuiser
- Environnement de pression concurrentiel avec beaucoup de promotions et concurrence par les prix. La différenciation se fait par la capacité à atténuer le choc des matières premières par des stratégies adaptées (packaging, changement de formules, hausses de prix, etc.).



### Des thématiques communes quasi structurelles pour certaines

A l'issue de la première journée de conférence, nous sommes déjà ressortis satisfaits de constater qu'un certain nombre de thématiques communes se détachaient des présentations. Et pour certaines, elles semblent parfois hors contexte.

Ainsi, voici les mots clés que nous pourrions retenir de la première présentation de ce jour:

- Détenir des marques, mais pas n'importe lesquelles
- Luxe accessible
- Catégories « à la mode » et en forte croissance

De prime abord, on pourrait s'imaginer que la présentation en question est donnée par une société active dans le secteur du luxe, ce qui n'est de loin pas le cas puisqu'il s'agit d'un géant américain de l'agroalimentaire. Nombre de groupes de consommation qui vendent des produits plus « communs » tentent de se différencier en offrant quelque chose d'unique à un client qui veut se sentir unique (dès son petit-déjeuner !).

Nous avons tenté de discerner les ingrédients communs de la recette du succès. Ce sont les suivants :

- Des marques leaders à fort impact auxquelles l'essentiel des ressources seront attribuées. Il est parfois important de légitimer l'existence de la marque par une Histoire, un héritage notamment dans le secteur du luxe.
- Un bon pipeline d'innovations, mais moins nombreuses et avec plus d'impact. L'innovation justifie les hausses de prix et différencie des marques de Distribution.
- **Qualité premium** (= *pricing power*) et **productivité** comme maîtres mots afin de s'assurer la confiance et donc la fidélité des consommateurs (en particulier en ces temps de scandales alimentaires récurrents - mélamine, bactéries mortelles dans l'alimentation de source encore incertaine). Le service haut de gamme au client est également fondamental (certaines compagnies reçoivent leurs meilleurs clients de manière individuelle dans des appartements huppés au-dessus de leurs boutiques).
- Rayonnement / portée mondial(e). D'ici 20 ans, 70% des dépenses de la classe moyenne proviendront des pays émergents (démographie). Rien qu'en Chine, la population qui dispose de plus de 6000\$ par an devrait plus que doubler au cours des 20 prochaines années. Le positionnement géographique est essentiel (un groupe agroalimentaire français développe le concept des MICRUB : Mexique, Indonésie, Chine, Russie, USA, Brésil).

- C'est une évidence, mais un contrôle des coûts rigoureux est plus que jamais d'actualité.
- Se positionner sur des Industries en croissance ou de niche avec de bonnes perspectives et sur les catégories d'avenir.
- Tout passe désormais par les réseaux sociaux, internet ou les applications de téléphones portables. Le marketing viral est à la mode et chacun y va de son application pour se rendre visible au maximum.

### Dans ce cadre, qui sont nos favoris ?

Notre positionnement actuel sur le secteur consommation s'est constitué en deux temps :

- Dans un premier temps, en début d'année nous avons fait le choix de favoriser des valeurs exposées aux consommateurs émergents, mais également susceptibles de profiter de la reprise aux États-Unis, le tout avec d'autres critères de choix relatifs aux thématiques développées plus haut, Nous avons donc favorisé des valeurs qui ont, jusque-là, rempli leur mission et délivré en termes de résultats.
- Dans un deuxième temps, nous avons opté pour des positionnements plus tactiques au gré des opportunités de marché. En particulier, la crise japonaise nous a donné l'occasion de revenir à l'achat sur des titres de luxe injustement impactés malgré une exposition limitée au marché japonais. D'ailleurs, des sociétés du secteur semblent confirmer notre théorie de regain d'appétit pour le luxe suite aux événements catastrophiques qui ont touché le pays. Un joaillier américain très présent au Japon relève des ventes records de bagues de fiançailles dans le pays comme si la catastrophe avait éveillé les consciences sur notre existence éphémère... Le luxe est éternel, mais pas l'être humain.

# Prévisions économiques

Croissance du PIB et contribution à la croissance mondiale (estimations BPER)

Pays	PIB 2010	PIB 2011 estimation BPER	PIB 2012 estimation BPER	Poids du pays	Contribution 2011
États-Unis	2.8%	2.5%	2.9%	19.7%	0.49%
Zone Euro	1.8%	1.7%	0.8%	14.6%	0.25%
Chine	10.3%	9.0%	8.0%	13.6%	1.22%
Japon	3.9%	-0.2%	2.0%	5.8%	-0.01%
Inde	10.4%	8.2%	7.8%	5.4%	0.44%
Russie	4.0%	4.7%	4.5%	2.9%	0.14%
Royaume-Uni	1.3%	0.9%	0.6%	3.0%	0.03%
Brésil	7.5%	4.5%	4.5%	2.9%	0.13%
Mexique	5.5%	4.5%	4.0%	2.1%	0.09%
Canada (estimation FMI)	3.1%	2.8%	2.6%	1.8%	0.05%
Autres (estimation FMI)	5.2%	4.7%	4.9%	28.2%	1.31%
<b>MONDE</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>100%</b>	<b>4.2%</b>

17

## Remarques

- Croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) en 2010. Prévisions en 2011 et 2012.
- Le poids de chaque pays est calculé à partir de son PIB en USD, sur la base de la parité des pouvoirs d'achat publiée par le FMI. Cette méthode tient compte des différences de prix et de niveaux de vie entre les pays.
- Les pays sont classés selon leur poids, par ordre décroissant.
- La contribution à la croissance mondiale est calculée de la manière suivante : croissance du PIB de chaque pays multiplié par son poids. La somme des contributions donne 4.2%, soit une bonne estimation de la progression du PIB mondial en 2011.
- La liste est limitée aux 10 pays contributeurs à la croissance mondiale les plus importants.

# Allocation tactique (%)

18

## PORTEFEUILLE CHF

Classes d'actifs	Suisse	Europe	UK	USA	Japon	Asie et autres pays émergents	Commod.	Métaux précieux	Divers ou globaux	Total
Court terme	14									14
Obligations	14	2								16
Actions	8	2		2	3	5				20
Fonds alt. Long/short (directionnels)		7								7
Fonds alt. Non-directionnels	23									23
Immobilier	3								7	10
Commodities, Métaux précieux							3	7		10
<b>Total</b>	<b>62</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>100</b>

## PORTEFEUILLE EUR

Classes d'actifs	Suisse	Europe	UK	USA	Japon	Asie et autres pays émergents	Commod.	Métaux précieux	Divers ou globaux	Total
Court terme		17								17
Obligations		14							2	16
Actions	3	7		2	3	5				20
Fonds alt. Long/short (directionnels)		5		2						7
Fonds alt. Non-directionnels		23								23
Immobilier									7	7
Commodities, Métaux précieux							3	7		10
<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>66</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>100</b>

## PORTEFEUILLE USD

Classes d'actifs	Suisse	Europe	UK	USA	Japon	Asie et autres pays émergents	Commod.	Métaux précieux	Divers ou globaux	Total
Court terme				17						17
Obligations				16						16
Actions		4		8	3	5				20
Fonds alt. Long/short (directionnels)				7						7
Fonds alt. Non-directionnels				23						23
Immobilier									7	7
Commodities, Métaux précieux							3	7		10
<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>71</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>100</b>

**Avertissement**

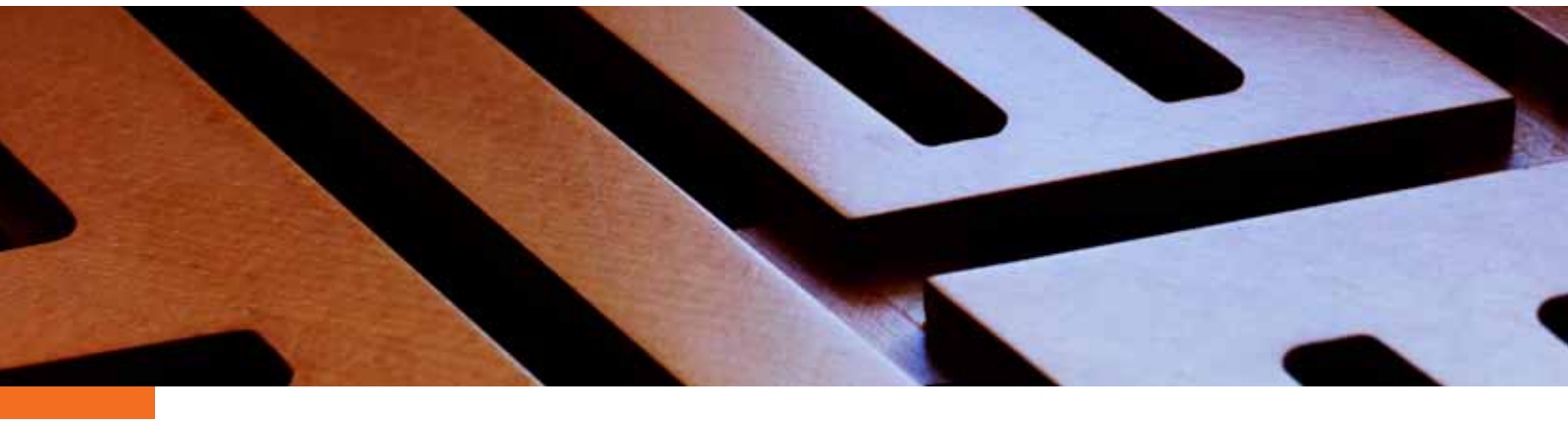
Ce document est fourni exclusivement à titre d'information et à l'usage du destinataire. Il ne constitue ni une offre ni une recommandation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers ou de services bancaires et ne saurait délier le destinataire de la nécessité de former son propre jugement. Il est en particulier recommandé à ce dernier d'examiner ces informations, le cas échéant avec l'aide d'un conseiller, sous l'angle de la compatibilité avec ses ressources personnelles et celui des conséquences juridiques, réglementaires, fiscales, etc. La reproduction intégrale ou partielle du présent document sans l'accord écrit préalable de la banque est interdite.

Tout placement comporte des risques, en particulier des risques de fluctuation des valeurs et des rendements. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps.

En aucun cas, la responsabilité de la banque ou d'une autre entité du Groupe Edmond de Rothschild ne saurait être engagée pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation des informations contenues dans le présent document.

Il est expressément stipulé que ce document ne s'adresse pas aux personnes soumises à une législation leur interdisant l'accès à de telles informations du fait de leur nationalité ou de leur domicile. Ce document, à but purement informatif, a été établi par divers services de la banque et les opinions ou informations d'ordre général qui y sont mentionnées ne sont pas le résultat d'une analyse financière propre ou de tiers. Les « Directives pour garantir l'indépendance de l'analyse financière » de l'Association suisse des banquiers ne s'appliquent dès lors pas au présent document.

© 2011 Copyright by Banque Privée Edmond de Rothschild S.A.



**BANQUE PRIVÉE EDMOND DE ROTHSCHILD S.A.**

GENÈVE : Rue de Hesse 18 - CH-1204 Genève T +41 58 818 91 11

FRIBOURG : Rue de Morat 11 - CH-1700 Fribourg T +41 26 347 24 24

LAUSANNE : Avenue Agassiz 11 - CH-1003 Lausanne T +41 21 318 88 88

[www.edmond-de-rothschild.ch](http://www.edmond-de-rothschild.ch)