

Tendances



BANQUE PRIVÉE
EDMOND DE ROTHSCHILD



©Tobias Regell

www.edmond-de-rothschild.ch

Sommaire

POINT DE VUE

Chute des taux
PATRICK SÉGAL 5

Des attentes ajustées à la réalité
FRÉDÉRIC BINGGELI 7

Le capitalisme en crise
MARTIN PEARMUND 9

ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

La crise de la dette européenne :
Qui veut de l'argent pour acheter ma dette ?
BRUNO JACQUIER 11

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

Chute des taux

PATRICK SÉGAL

Nous avons, dans notre dernière chronique de la mi-novembre et au moment où la crise européenne devenait paroxystique, émis l'opinion que les taux d'intérêt à court terme sur les dettes des pays de l'Europe du Sud allaient s'affaler au début de l'année 2012. Notre pronostic solitaire a été plus que réalisé. Les nouvelles émissions de l'Espagne, de l'Italie et même du Portugal ont connu un fort recul de près de 200 points. En effet, le grand ménage dans le bilan des banques, pour montrer un cliché de fin d'année assez acceptable, a produit une pression maximum dans les marchés, pression absente maintenant au début de cette année. Chaque institution financière n'a d'autre choix que d'investir dans la dette souveraine de son pays. Nous avons également souligné les engagements colossaux de près de 500 milliards d'euros de la Bundesbank vis-à-vis des banques centrales d'Irlande, d'Espagne, de Grèce et du Portugal dus à des transferts correspondant à des opérations commerciales ou financières. Les déséquilibres des échanges amènent les pays les plus riches à financer le commerce des pays déficitaires. Dans ces conditions, on comprend mieux le début de silence des autorités allemandes. Les pays les plus riches sont obligés de prêter aux pays les plus pauvres ; ainsi s'équilibre le système. Les mesures prises partout pour diminuer vigoureusement les déficits finiront par rassurer peu à peu les

investisseurs sur un avenir moins chaotique. Les marchés ont même monté face à la dégradation du AAA de la France par Standard and Poor's, car les marchés s'étaient ajustés bien avant la grande sentence d'une institution qui encensait si haut, en son temps, les subprimes pourris de l'immobilier américain.

A relire les pronostics des experts début 2011, nous aurions dû enregistrer une hausse de 5% à 15% des marchés financiers... Ceci se passe de commentaires et nous évite de formuler. 2012 est une année qui s'annonce incertaine sur tous les fronts. En Europe une stagnation économique, au pire une légère récession viendra entériner le fait qu'aucun excès économique n'est en cours. Les stocks sont bas, les investissements réduits, la consommation rendue morose par l'augmentation de l'épargne. Seule la bulle immobilière présente un excès dû à la perte de valeur de la monnaie et face aux inquiétudes.

Aux États-Unis, la reprise reste très médiocre. L'amélioration du chômage est tout autant due au renoncement des chômeurs à trouver un emploi qu'à une progression importante de nouveaux emplois. La statistique s'améliore par la disparition des demandes d'emploi. L'immobilier est toujours aussi déprimé. La consommation reste soutenue

pour autant que la bourse reste calme.

Cette légère croissance a pour principal moteur un déficit budgétaire de 10% du PIB et des taux d'intérêt nuls. Ce keynésianisme poussé à l'extrême a pour tant de quoi faire frémir. La dette publique, additionnée des déficits des États et municipalités, atteint désormais 120% du PNB. Pire, l'impasse politique entre les démocrates et les républicains à la veille de l'élection de novembre 2012 ne nous permet pas d'envisager une amélioration des finances publiques aux

Discipline économique



© Chappatte, Décembre 2011 *Int'Herald Tribune*



La BNS présente un gros bénéfice



© Chappatte, Janvier 2012 - www.globecartoon.com

États-Unis avant au mieux la mi-2013. Déficit financé, rappelons-le, avec des taux d'intérêt quasi nuls. Une hausse de 2 à 4% des taux d'intérêt alourdirait de quelques centaines de milliards de dollars le déficit. Sans parler des déficits sociaux et des caisses de pension. Obama ou Romney, le problème reste entier.

La dette japonaise dépasse désormais les 230% du PNB tandis que le pays se relève lentement de la crise de Fukushima et voit ses exportations ralentir en même temps que les économies de ses principaux clients comme la Chine ou la Thaïlande. La croissance des pays émergents diminue, en particulier l'indienne. La crise immobilière très sévère que connaît l'empire du Milieu met en question la solidité de nombreuses banques qui ont prêté sans prudence pendant la bulle immobilière chinoise. La production industrielle ralentit elle aussi. Enfin si de nombreuses matières premières sont revenues à des cours plus normaux, le pétrole reste trop cher et les menaces de l'Iran dans le détroit d'Ormuz entretiennent la spéculation.

2012 devrait marquer une pause d'ajustement pour toutes les grandes zones économiques. Les excès d'une croissance tirée par les déficits et l'accumulation de dettes vont progressivement se corriger.

Les pays de la zone euro vont devoir serrer les boulons. L'Allemagne, première victime du ralentissement de ses partenaires, va devoir se montrer plus généreuse incitant la BCE à plus d'efficacité. L'élection française ne changera rien dans la mesure où la politique économique française n'a plus aucune marge de manœuvre. Les États-Unis continueront sans doute une légère croissance soutenue par un déficit budgétaire monstrueux, mais les échéances fiscales et budgétaires deviendront incontournables après l'élection. Les économies des pays émergents resteront bien orientées, mais avec un ralentissement marqué. Une seule chose est sûre, les monnaies, dans ce contexte, contribueront à perdre de leur valeur graduellement. L'appauvrissement général continuera, avec des taux d'intérêt nuls pour les prêteurs et une inflation larvée pour les consommateurs. Dans ce scénario, les grandes valeurs à fort dividende et le métal jaune devraient préserver du pire. Le dollar, dont la hausse a été provoquée par la liquidation massive des actifs libellés en euros de la part des investisseurs américains, devrait corriger à la baisse sitôt les problèmes des États-Unis revenus en ligne de mire.

P.S. La vertu n'est pas source de profit dans les marchés financiers. En 2011, le Vice Fund (tabac, alcool, jeux) +6,5% a nettement surperformé le Ave Maria Catholic Value - 4,87%

Des attentes ajustées à la réalité

Les perspectives sont négatives et les politiques ont pris la mesure des problèmes, ce qui devrait rendre les marchés moins aléatoires

FRÉDÉRIC BINGGELI

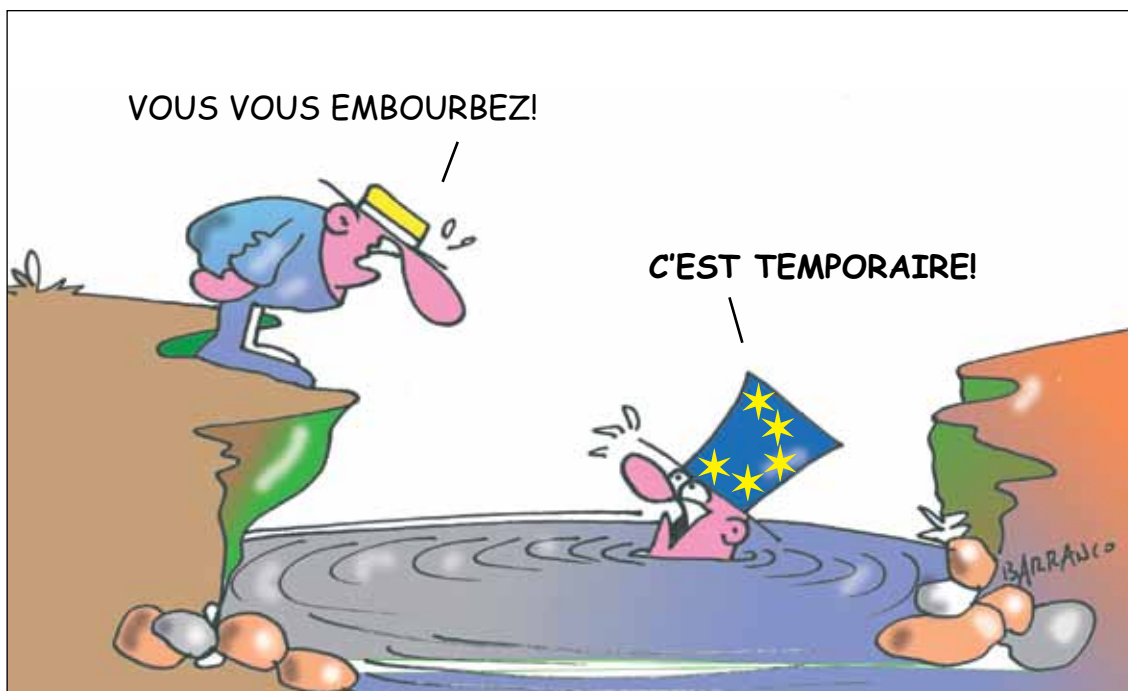
La crise que nous traversons frappe d'autant plus durement que nous faisons face à des problématiques ignorées jusque-là par notre génération. Les crises de surendettement ne sont pas totalement nouvelles. Un exemple, l'Amérique latine dans les années 70-80. Contrairement aux affirmations du directeur général de Citicorp à l'époque, le problème est qu'un pays peut faire faillite, mais il ne peut pas disparaître ou être liquidé. Il est contraint à se remettre sur pied pour fonctionner à nouveau.

Le monde est entré dans le 21^e siècle boulimique de consommation, de libre-échange, de croissance quantitative sans penser une seconde que le bonheur des individus pouvait se trouver ailleurs. À ce jeu, les États-Unis ont donné le ton. La révolution technologique leur permet une avance certaine

et leur a aussi permis d'imprimer leur marque culturelle sur une génération au niveau planétaire. Vouloir s'imposer allant de pair avec des vues impérialistes, ils se sont lancés dans les guerres «Bush» qui leur coûteront au moins aussi cher que la Seconde Guerre mondiale. Pour financer ces conquêtes qui n'en étaient pas, une politique monétaire accommodante était de mise. Ironie du sort, les taux d'intérêt très bas, qui devaient permettre de s'endetter et maintenir la croissance économique, ont provoqué une explosion de la croissance dans les pays émergents qui a, à son tour, conduit à une hausse très forte des prix de l'énergie et des matières premières. Une crise financière violente avec pour racine l'endettement immobilier américain allait mettre une limite à cette dérive en 2008. L'effet collatéral fut d'ébranler la construction européenne et celle de l'euro. Ce



2012 nous réserve de bonnes surprises...



© Barranco, 2012

dernier avait en effet supprimé le débiteur de dernier ressort pour la dette d'État, la banque centrale du pays. Il ne restait pour seul garde-fou que les critères de Maastricht, dont le respect est rapidement devenu plus qu'approximatif. Parler d'endettement est une chose.


Avant toute chose, il faut parler d'accès à l'emprunt. L'Europe est dans une situation difficile, car la confiance a disparu, restreignant dès lors la capacité d'emprunter. Faire de la défense du triple À un objectif politique est de la pure démagogie quand on boucle 37 ans de déficit du budget de l'État. À ce petit jeu, les États-Unis ont une longueur d'avance sur un amalgame de pays dont l'intégration est peu homogène. En réduisant leur effort guerrier, ils affecteront fortement leurs dépenses. Le débat politique préélectoral aura pour enjeu les questions essentielles et pourra avoir un effet sur la psychologie des marchés financiers. Enfin, c'est le pays développé où il est le plus vraisemblable que la pompe du crédit bancaire se réamorçe.

Pour faire bref, les États-Unis sont à la veille d'un changement politique, ils ont les moyens et le vécu historique de mener des cures drastiques, leur système bancaire n'est pas aussi chargé de plomb qu'en Europe et en termes relatifs, ils gardent une capacité d'emprunt. Enfin, le dollar se renforce, ou plutôt, l'euro baisse, car le marché commence à prendre conscience de l'ampleur de la situation européenne et du temps nécessaire à une remise sur les rails. Si 2012 devait réserver

une bonne surprise, la situation est doublement intéressante aux États-Unis: la monnaie risque de demeurer ferme et la bourse verra une reprise.

Beaucoup de choses extrêmement négatives ont été dites sur 2012 et, rarement, les attentes sur les marchés ont été aussi noires. Pourtant, une chose est sûre : l'année a été abordée avec des attentes ajustées à la réalité de l'environnement global. Seules certaines prévisions bénéficiaires pour les entreprises semblent être encore un peu surfaites. Un tel contexte, allié au fait que les forces politiques ont maintenant pris la vraie mesure de l'ampleur des problèmes, devrait rendre les marchés moins aléatoires et les investisseurs enclins à prendre progressivement plus de risques.

La situation suisse est en demi-teinte. Quoique l'on pense de l'affaire qui a ébranlé notre banque centrale, il reste un fait : la manière dont on a laissé le franc s'apprécier entre 1,45 et 1,0749 contre l'euro va avoir des conséquences économiques négatives certaines sur l'industrie et le tourisme. Quant au secteur bancaire affecté lui aussi par le niveau de notre monnaie, il va vers un redimensionnement forcé largement imputable au manque de soutien politique. Le rôle de l'État n'est-il pas de veiller sur la prospérité de l'ensemble ? Ce mépris des politiques par rapport aux forces vives de sa population risque de laisser un goût très amer à ceux qui seront laissés sur le bord du chemin en devenant chômeurs.



Le capitalisme en crise

MARTIN PEARMUND

2011 a été une année charnière à bien des égards. Au niveau politique, le printemps arabe a donné naissance à un nouvel espoir pour les peuples gouvernés par des régimes totalitaires. En Occident, les banques et le capitalisme en général ont subi le feu des critiques de la part des politiciens, mais aussi de la rue.

Prétendre que le capitalisme, le seul système ayant permis l'amélioration du niveau de vie moyen de façon démocratique ces dernières décennies, est responsable de la situation actuelle me semble réducteur. Ce d'autant plus que nous venons de vivre une période de prospérité inégalée grâce à la révolution technologique, elle-même financée par le capital-risque et la bourse via des *IPO*. En revanche, il est probable que le capitalisme focalisé uniquement sur les profits à court terme ait atteint ses limites. Si le seul moyen d'améliorer la rentabilité est d'exporter les emplois vers des pays à bas salaires, nous nous trouvons dans une impasse. Quand la société existe pour soutenir les grandes banques « too big to fail » et non le contraire, clairement le système ne tourne pas

rond, ou, pour citer Shakespeare, « il y a quelque chose de pourri au royaume du Danemark ». Cette facette de la mondialisation est en grande partie responsable de la reprise sans emploi dans les pays ayant fortement réduit leur parc industriel. Cette délocalisation d'emplois industriels a eu comme corolaire le dérapage de la balance courante de certains grands pays industrialisés face à la Chine. Aux USA la balance courante atteint aujourd'hui -3.1% du PIB. Avec le recul, certaines sociétés commencent à réaliser qu'une délocalisation trop importante n'est pas optimale. Confrontées à des problèmes de logistiques liées à une chaîne de production couvrant plusieurs continents et à une productivité réduite, des sociétés comme General Electric ont réalisé leur erreur et sont en train de réinvestir dans des capacités de production aux Etats-Unis. Si cette démarche se généralise, le déséquilibre engendré pourrait se réduire.

Accusé de tous les maux sociaux et environnementaux, de profiter du système au lieu d'y contribuer, le capitalisme est en crise et il doit se réinventer.



Le capitalisme est en crise, il doit se réinventer.



© Barranco, 2012

Sans nécessairement recourir à la destruction créatrice, théorie inventée par le célèbre économiste autrichien Joseph Schumpeter, la notion de création de valeur doit être revue et adaptée au 21^e siècle. Michael E. Porter, professeur à Harvard, pionnier de l'analyse stratégique et auteur du bestseller «Competitive Strategy, Techniques for Analyzing Industries and Competitors» s'est penché sur la question dans un récent article⁽¹⁾. Selon lui, la solution serait de mettre en place une nouvelle stratégie créatrice de valeur pour l'entreprise, mais aussi pour la société au sens large, en répondant aux besoins non seulement des clients et des actionnaires, mais aussi des employés, des fournisseurs et de la communauté. En tissant des liens avec des partenaires locaux, les entreprises favorisent le développement de l'économie locale, retrouvant ainsi un rôle qui a été perdu dans le cadre de la mondialisation à outrance. Une approche basée sur la formation et le développement des expertises locales est souvent source de gains de productivité, voire d'innovations. De tels résultats offrent des barrières à l'entrée rendant l'investissement bien plus profitable dans la durée que la course aux bas salaires. Cette stratégie peut paraître utopiste, pourtant un certain nombre de sociétés multinationales, notamment Nestlé, Unilever, Google, Intel, IBM, Johnson & Johnson et même Wal-Mart ont suivis les conseils du Professeur Porter. Aussi appelée «value sharing», cette approche a démontré son utilité et permet à ces entreprises d'aller au-delà du bénévolat qui donne bonne conscience.

Les experts en management ne sont d'ailleurs pas les seuls à promouvoir cette approche. La Californie, connue pour sa Silicon Valley et ses entreprises innovantes, vient d'adopter une nouvelle forme légale de société, la «Benefit Corporation»⁽²⁾. L'objectif principal est de poursuivre une stratégie à long terme qui profite à la société en général et qui comporte des objectifs sociaux ou environnementaux en plus du rendement financier. Patagonia, une société d'habits de sports, a été la première société à adopter ce statut de «Benefit Corporation» en janvier 2012.

Un modèle innovant d'investissement appelé «impact investing» est une autre alternative. Il a pour but d'investir dans des entreprises dont l'objectif premier est de maximiser l'impact social et/ou environnemental tout en proposant un rendement financier aux investisseurs. Les Fondations Edmond de Rothschild soutiennent ce type de projet, notamment au travers de leur

participation stratégique dans la société Impact Investment Partners. Ce fonds innovant investira dans les entreprises en Inde ayant un impact social positif sur l'accès aux soins des populations aux revenus modestes tout en ayant des objectifs de rendement proches du private equity.

Après le boom technologique et la mondialisation, ces approches seront peut-être à l'origine d'un nouveau cycle de croissance, d'un retour de balancier vers un développement plus équilibré. Elles sont certainement compatibles avec des thèmes aussi variés que le vieillissement de la population et les soins y relatifs, la nourriture et le coût médical lié à l'obésité, les services environnementaux, l'urbanisation liée à l'agrandissement des villes, etc.

Ces mêmes approches peuvent aussi être utiles dans la recherche de solutions pour certains besoins fondamentaux tels que la protection de notre environnement ou l'éradication de la pauvreté. Les entreprises peuvent être incitées à trouver des solutions économiques pour moins polluer ou servir les plus défavorisés. C.K. Prahalad, père du concept de BOP (bas de la pyramide sociale) et professeur de management à la Michigan Business School a notamment publié sur le sujet⁽³⁾.

Aujourd'hui, les gouvernements pèchent par facilité en taxant les pollueurs, sans chercher d'autres alternatives plus créatrices de valeur pour la société. Instaurer un cadre réglementaire adéquat, permettant entre-autre de mieux valoriser les biens publics tel que l'eau et l'air pur, est bien plus difficile.

Un des objectifs de base du capitalisme est l'allocation efficiente des ressources financières. Chapeauté par un cadre légal proactif et clairvoyant et des mesures incitatives réfléchies, il peut continuer à servir le développement de l'humanité. La difficulté réside dans la mise en place du cadre et de son changement en fonction des circonstances. Espérons que nos dirigeants politiques auront la sagesse nécessaire pour y parvenir. Le changement de perception qui est en train de naître au cœur de certaines entreprises multinationales est porteur d'espoir pour le futur.

(1): *Creating Shared Value* par Michael E. Porter and Mark R. Kramer, *Harvard Business Review* Jan-Feb 2011.

(2): *Firms with benefits*, *The Economist* 7 janvier 2012.

(3): *The Fortune at the Bottom of the Pyramid: Eradicating Poverty through profits* par C.K. Prahalad, *Wharton School Publishing* 2009.

La crise de la dette européenne : Qui veut de l'argent pour acheter ma dette ?

BRUNO JACQUIER

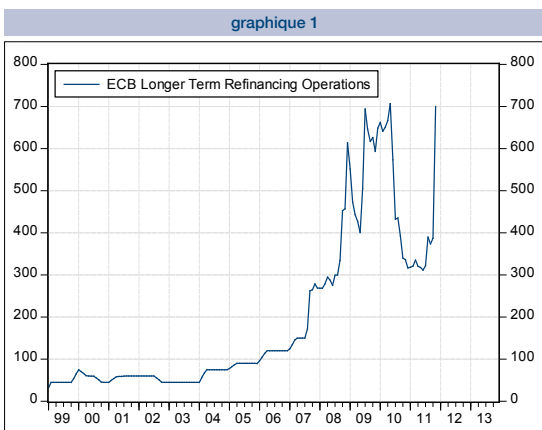
11

Au mois de novembre dernier, nous avons tenté de rédiger une explication synthétique au sujet de la crise de la dette souveraine européenne. Les éléments mis en avant avaient pour but d'éclairer les investisseurs. Deux mois plus tard, à la lumière des dernières évolutions politiques, économiques, monétaires et financières, il nous semble utile de faire le point sur ces analyses. Essayons de relever le défi en restant clair et concis.

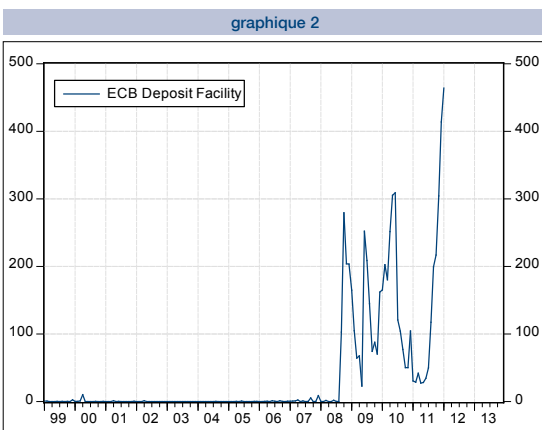
Le 21 décembre dernier, la Banque Centrale Européenne (BCE) a mis en œuvre son nouvel outil de politique monétaire non conventionnelle : elle a prêté massivement et généreusement aux banques, en leur allouant 489 milliards d'euros sur 3 ans. Elle effectuera à nouveau une opération de ce type en février. Techniquement parlant, le taux appliqué à cette liquidité sera fixé ex post et correspondra à la moyenne des taux appliqués aux opérations de courte maturité sur les 3 prochaines années. De cette manière, si la BCE ne relève pas son taux directeur, la liquidité coûtera 1% par an.

sont très prisés par les établissements financiers, témoignant du profond dysfonctionnement du marché interbancaire.

Pour dire les choses clairement, le marché des liquidités fonctionne en circuit fermé au sein de la zone euro : les instituts de crédit empruntent à la BCE mais préfèrent parquer leurs surplus de liquidités auprès de cette même BCE, plutôt que de se prêter entre eux ou d'allouer des crédits aux agents de l'économie réelle (entreprises et ménages). Le fait que les banques retiennent ainsi les liquidités montre également leur

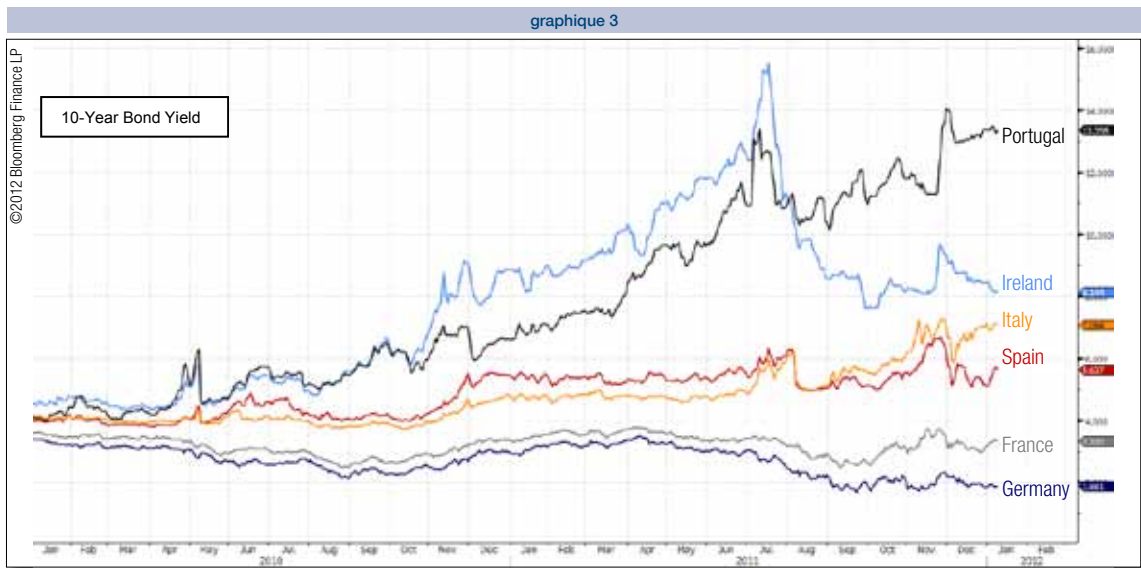


Au total, les opérations de refinancement à long terme, s'échelonnant de 1 à 3 ans, ont dépassé 700 milliards d'euros au mois de décembre (cf. graphique 1). Depuis, les banques de la zone euro déposent quotidiennement quelque 450 milliards d'euros au jour le jour auprès de la BCE (cf. graphique 2). Bien que très faiblement rémunérés, à 0.25%, ces dépôts ultrasécurisés



manque d'appétit pour les obligations souveraines de la zone euro. Les Européens avaient espéré que cet appétit allait renaître grâce aux opérations de prêts massives de la BCE. Il n'en fut rien. Le stress perdure et les rendements des obligations des États en difficultés demeurent à des niveaux bien trop élevés (cf. graphique 3) pour leur permettre d'équilibrer les comptes publics.

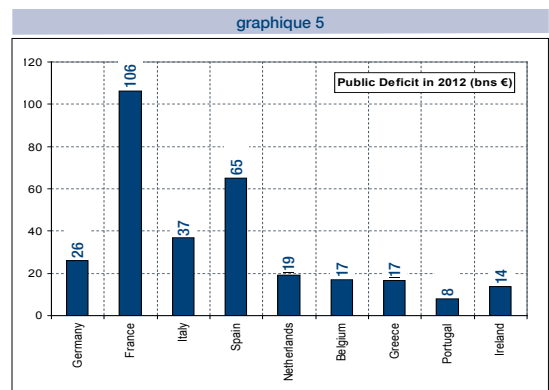
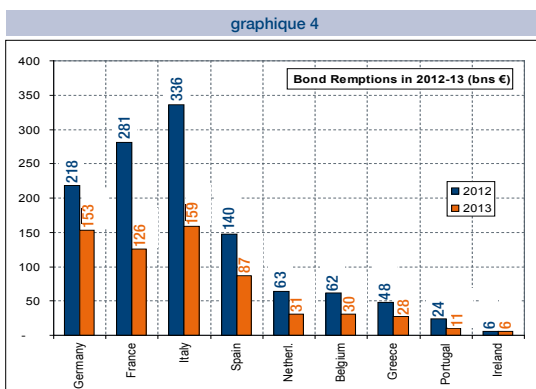




Les opérations menées par la BCE permettent de soigner les symptômes, mais pas le mal. Elles limitent le risque de faillite du système bancaire, mais n'adressent pas le cœur du problème : la dette européenne. Pour dire les choses de manière candide, **la crise sera sur le point d'être résorbée uniquement lorsque nous pourrons répondre à la question : qui achètera sans relâche les obligations italiennes ?** Tant que ce sujet restera lettre morte, tant qu'aucune institution financière n'empêchera les taux des pays solvables de grimper sous l'effet de la panique, l'Europe naviguera de Charybde en Scylla.

Parallèlement, en ce tout début d'année 2012, l'Allemagne a tenté de rassurer les investisseurs en plaçant avec succès une émission obligataire à 10 ans. Pour autant, l'opération n'a pas déchaîné l'enthousiasme : l'émission a attiré 5,14 milliards d'euros, à peine plus que son objectif de départ de 5 milliards d'euros. **Tout comme en 2011, placer des obligations liées à la dette souveraine de la zone euro ne sera pas facile en 2012.** Or, les gouvernements de la zone euro devront se refinancer à hauteur de 1'232 milliards

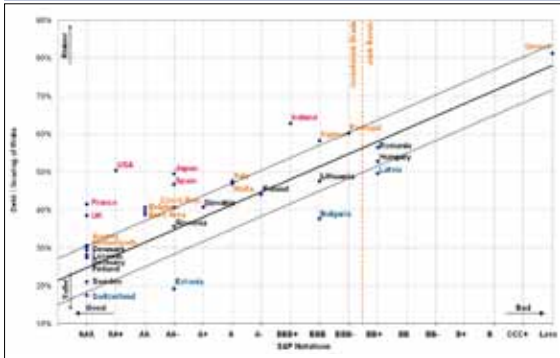
d'euros (cf. graphique 4). Si l'on y ajoute les 324 milliards d'émissions liées aux nouveaux déficits budgétaires (cf. graphique 5), leur besoin de financement dépasse 1'550 milliards d'euros, excusez du peu ! Seule bonne nouvelle, ce même besoin de financement était estimé à 1'736 milliards d'euros l'an passé. Il est donc en diminution. À contrario, le stress sur le marché obligataire est plus important aujourd'hui qu'à l'époque.



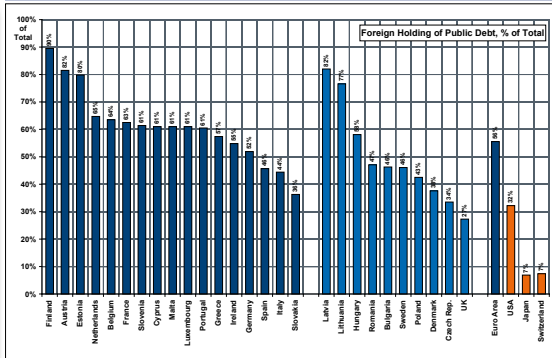
Il est donc fort probable que la pression haussière sur les rendements continuera d'affecter durement les pays de la zone euro. **Ce sera le cas** pour ceux dont le taux d'endettement est élevé ou dont la notation des agences est trop optimiste (cf. graphique 6) mais également **pour ceux qui écoulent les deux tiers de leurs obligations à l'étranger, comme la France ou la Belgique** (cf. graphique 7). Sous cet angle de vue, l'Italie et l'Espagne s'en sortent bien et même nettement mieux que l'Allemagne.

Pour faire baisser la part d'obligations détenues par les étrangers et ainsi réduire le risque de voir ces investisseurs vendre massivement leurs

graphique 6



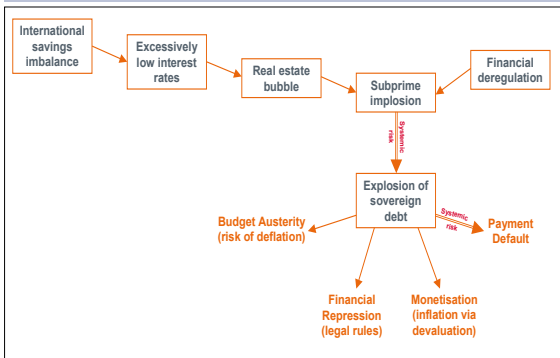
graphique 7



positions dans un mouvement de panique, **les Européens devraient recourir à ce que les économistes appellent la «répression financière»**. Elle constitue une des quatre seules et uniques manières de résoudre un problème de dette publique (cf. graphique 8). Nous avons évoqué ce concept lors de notre précédente étude, sans avoir la place de nous y attarder. Prêtons-y attention cette fois-ci. Souvenons-nous d'abord que la dette correspond

système d'équations et **consiste à forcer les acteurs financiers d'un pays à détenir de la dette souveraine par décision politique ou par incitation fiscale, afin de faire baisser les rendements obligataires de ce pays**. Le Royaume-Uni utilise de longue date ce procédé. En 2009, par exemple, les institutions financières d'outre-Manche ont été notifiées de leur obligation d'accroître leurs positions obligataires de bonne qualité, entendez gouvernementales et

graphique 8



graphique 9

➤ **La dette correspond au cumul des déficits et des intérêts.**

- $De\text{tte}_t = \text{Déficit}_t + De\text{tte}_{t-1} \times (1 + T_x \text{ int.})$
- $PIB_t = PIB_{t-1} \times (1 + T_x \text{ Croissance Réelle}) \times (1 + T_x \text{ Inflation})$

➤ **Les 4 variables influentes sont donc :**

- La croissance économique
- Le surplus/déficit public
- Les taux d'intérêt à long terme
- L'inflation

Les variables endogènes sont : La croissance économique et Le surplus/déficit public.
Les variables exogènes sont : Les taux d'intérêt à long terme et L'inflation.

au cumul des déficits et des intérêts et que les variables influentes pour améliorer le ratio de dette par rapport au PIB sont au nombre de quatre (cf. graphique 9). La croissance économique est endogène, c'est-à-dire qu'elle n'est pas influençable de manière directe et arbitraire, elle découle de l'évolution d'autres variables. A l'inverse, les 3 autres facteurs (le déficit public, les taux d'intérêt et l'inflation) sont contrôlables. Les facteurs 1 et 2 peuvent être modulés par l'intermédiaire des décisions gouvernementales, les facteurs 2 et 3 par des décisions de politique monétaire.

domestiques. De la même manière, les fonds de pension britanniques doivent détenir dans leurs portefeuilles d'actifs des obligations à 30 ans. Or, le Royaume-Uni est un des très rares pays à émettre ce type de papiers. Le Royaume de Sa Majesté parvient ainsi à faire d'une pierre trois coups : la part des obligations détenue par les non-résidents est faible (cf. graphique 7), les taux à 30 ans sont relativement bas (cf. graphique 10) et la maturité moyenne de la dette britannique est la plus longue des pays développés (cf. graphique 11). Enfin, puisque les taux d'intérêt sont plus bas qu'ils ne le seraient dans un marché totalement concurrentiel, il semble clair que ce processus correspond à une taxe. Les créanciers étant rémunérés en deçà de ce qu'ils souhaiteraient, il s'agit effectivement d'un transfert financier de ces créanciers vers l'État

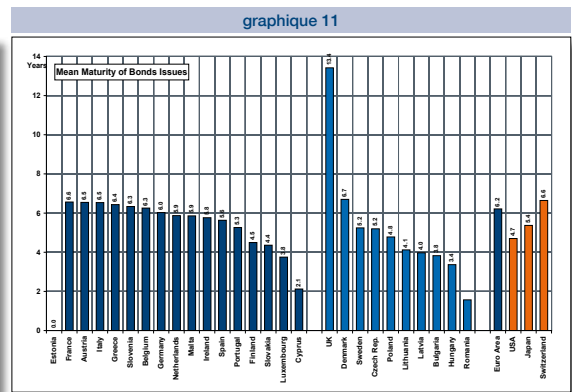
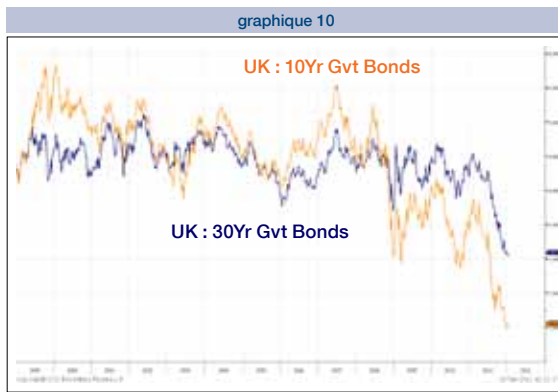
La notion de répression financière porte un nom barbare, mais elle est des plus simples. Elle est liée à la variable «taux d'intérêt» de notre



débiteur. Mais cette taxe possède un énorme avantage pour le pays qui l'instaure. A la différence des impôts sur le revenu, sur les sociétés ou sur la consommation, elle est des plus opaques et des plus discrètes. Elle est donc beaucoup plus facile à être votée puis appliquée par la classe politique. **Les pays de la zone euro feraient bien de s'inspirer de cette solution et de recourir, eux aussi, à la répression financière.** En incitant les institutions financières à détenir de la dette européenne, ils parviendraient à capturer l'épargne

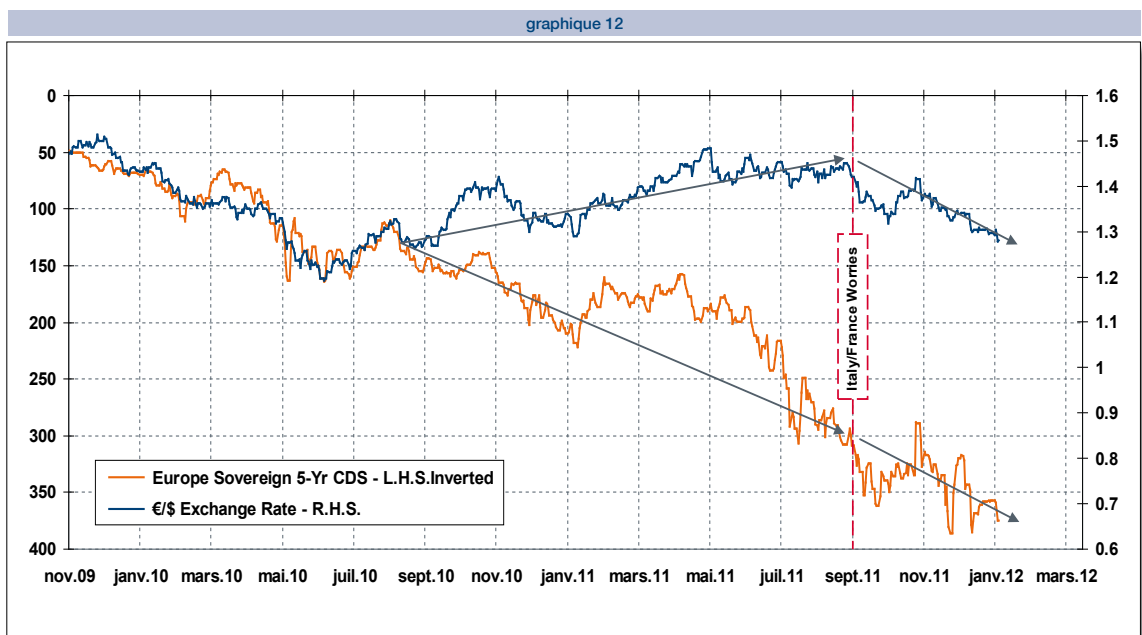
Poursuivons notre analyse en faisant un point sur la monnaie unique. C'est un fait nouveau, l'euro chute à cause de la crise de la dette depuis qu'elle se propage dangereusement aux grands pays solvables, comme l'Italie ou la France.

Preuve en est, la devise s'effrite à mesure que le coût de l'assurance contre un risque de défaut des banques européennes s'alourdit (cf.graphique 12). Les décideurs politiques et monétaires vont devoir

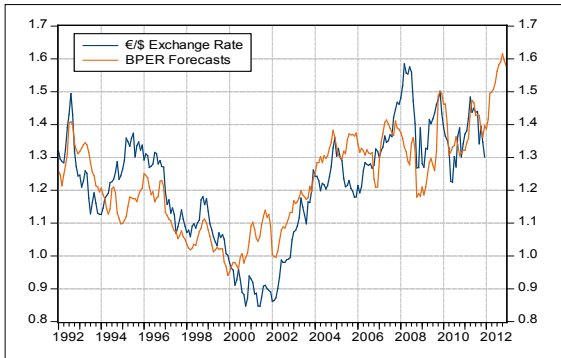


privée pour financer une partie de leur dette publique. Ils réussiraient ainsi à maintenir les taux d'intérêt à un niveau bien inférieur à ce qu'ils sont aujourd'hui dans un marché totalement ouvert et libéralisé. **Ainsi, les efforts d'austérité budgétaire ou de monétisation de la dette, à accomplir respectivement par les gouvernements et par la BCE, en seraient nettement moins fastidieux.**

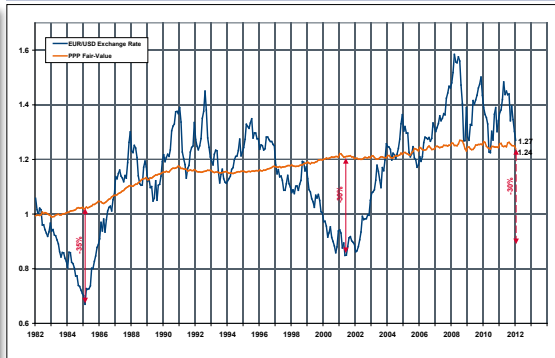
«véritablement» passer à l'action s'ils ne veulent pas voir les banques faire faillite en cascade sous l'effet de la dépréciation de leurs actifs obligataires. Tant qu'ils ne ramèneront pas le calme sur le marché de la dette souveraine, aucune autre initiative ne sera salvatrice. Nous avons bon espoir que cette prise de décision s'effectue au cours du premier semestre 2012.



graphique 13



graphique 14



Une fois la crise de la dette écartée, l'euro s'appréciera fortement. Malheureusement, il y a de grandes chances que les chefs d'États et les banquiers centraux n'opteront pour une solution radicale que lorsqu'ils auront le dos au mur... Ils avaient déjà procédé de la sorte en 2008, lorsqu'ils avaient laissé Lehman Brothers tomber en faillite avant d'agir de manière coordonnée et efficace. **Ainsi, l'euro pourrait aisément s'échanger en dessous de 1.25 avant de rebondir vers 1.52 comme le suggère notre modélisation économétrique (cf. graphique 13).**

Les seuls et uniques arguments qui nous inciteraient à complètement changer notre fusil d'épaule vis-à-vis d'une appréciation de l'euro cette année seraient que les décideurs politiques laissent le système monétaire et financier implorer ou que la BCE se décide à monétiser la dette européenne. Dans ces cas précis, sans conteste, l'euro chuterait lourdement. Il pourrait même s'échanger sous la parité contre le dollar, soit 30% au-dessous de sa valeur d'équilibre à long terme. Il s'est déjà traité à de tels niveaux en 1985 et en 2001. Très clairement, ce scénario alternatif d'une monétisation de la dette nous semble très improbable au vu des statuts

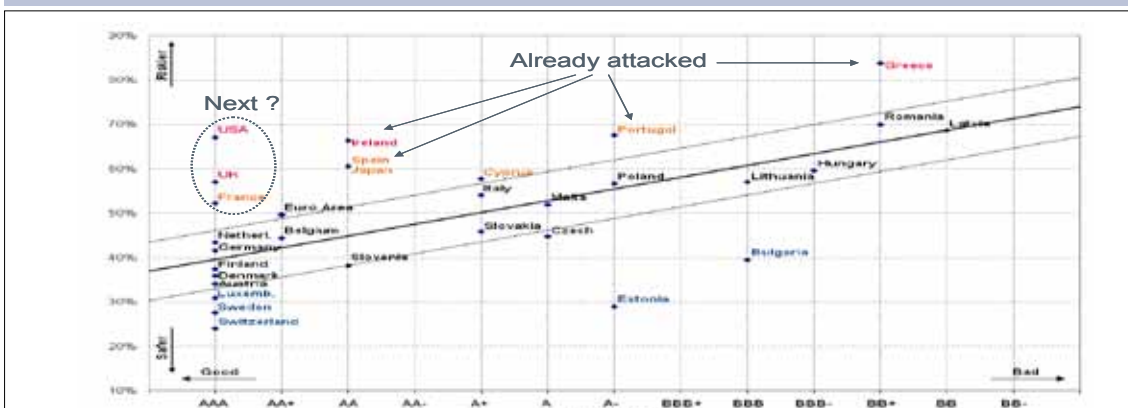
de la BCE, des commentaires de son Président, Mario Draghi, et du caractère anticonstitutionnel qu'il générerait en Allemagne.

Pendant que l'Europe tergiverse, les notes des pays de la zone euro vis-à-vis de leur dette souveraine continuent d'être abaissées.

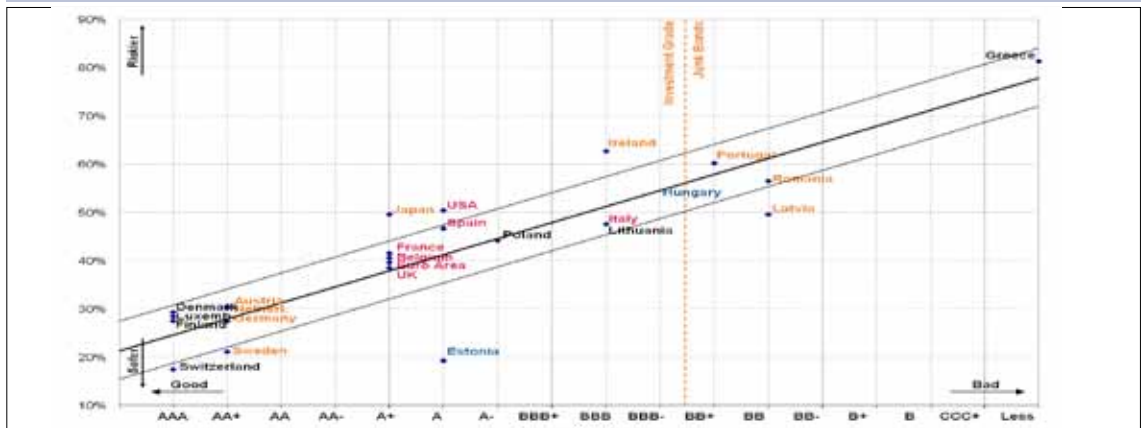
La dégradation imminente de la note française constituera une très mauvaise nouvelle pour l'ensemble de la zone euro. Pourtant, l'occurrence d'un tel évènement est une certitude. Seule la date reste à définir. En janvier 2010, suite à une étude économétrique de hiérarchisation (scoring) du risque souverain, nous écrivions qu'une partie des pays européens allait être considérablement sous pression à ce sujet. Mis à part le Portugal, l'Irlande, la Grèce et l'Espagne qui occupaient déjà le devant de la scène, nous tirions la sonnette d'alarme à propos de l'Italie, de Chypre, de la Belgique, de la France, du Royaume-Uni et, hors d'Europe, du Japon et des États-Unis (cf. graphique 15). Nous passions pour irresponsables à anticiper la perte du AAA américain. Elle a pourtant bien eu lieu. Parmi cette liste, seuls la France et le Royaume-Uni n'ont pas encore été dégradés. Or, la situation de leurs finances publiques ne justifie, pas plus aujourd'hui qu'hier, la notation obligataire maximale.



BPER scoring vs S&P notations : juin 2010 (graphique 15)



BPER scoring vs Dagong notations : Janvier 2012 (graphique 16)



Si l'on met en relation notre hiérarchie du risque souverain avec les notes attribuées par l'agence chinoise Dagong (cf. graphique 16), tout semble plus rationnel. Nous tirons quatre conclusions majeures de cette analyse :

- 1- La Grèce est condamnée au défaut de paiement. Elle ne peut plus s'en sortir de manière conventionnelle, quels que soient les plans d'austérité qui seront mis en place.
- 2- L'Irlande, le Portugal et Chypre sont dans la même situation mais avec quelques trimestres de répit supplémentaire. Le défaut nous semble inévitable aussi.
- 3- L'Espagne, l'Italie, la Belgique et, hors d'Europe, les États-Unis et le Japon verront leurs notes abaissées davantage.
- 4- La France et, plus encore, le Royaume-Uni n'échapperont pas à une décote... une progressive mais forte décote.

Les marchés ne s'y trompent pas : l'écart de

rendements entre les obligations d'État françaises à 10 ans et leurs homologues allemandes ont atteint 190 points de base le 16 novembre dernier, un record depuis la fin des années 80 (cf. graphique 17).

La perte du AAA français, en plus d'accroître le coût de financement pour l'État, rendra plus compliquée encore la réponse des Européens à la crise financière actuelle. Le Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) sera dans l'incapacité d'être considéré comme AAA et aura ainsi plus de mal à lever des fonds. L'Allemagne pourrait ainsi être mise davantage à contribution, fragilisant à son tour sa notation. A contrario, la dégradation des notes obligataires en Europe incite les décideurs politiques à accélérer le calendrier des réformes nécessaires à la zone euro. C'est une excellente chose.

Une nouvelle année commence mais elle ne correspond pas à un nouveau départ pour la zone euro : les problèmes de 2011 et de 2010 perdurent !

graphique 17



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%	1.5%	2.2%	23.1%	0.51%
Canada (estimation FMI)	3.2%	2.1%	1.9%	2.5%	0.05%
Zone Euro	1.9%	1.5%	-0.2%	19.3%	-0.03%
Royaume-Uni	1.8%	0.8%	-0.2%	3.6%	-0.01%
Suisse	2.7%	1.7%	0.7%	0.8%	0.01%
Russie	4.0%	4.7%	4.5%	2.3%	0.11%
Japon	4.7%	-0.6%	1.3%	8.7%	0.11%
Chine	10.4%	9.2%	8.0%	9.3%	0.75%
Inde	10.1%	7.5%	7.0%	2.7%	0.19%
Brésil	7.5%	3.5%	4.0%	3.3%	0.13%
Mexique	5.5%	4.0%	3.5%	1.6%	0.06%
Autres (estimation FMI)	6.8%	6.8%	6.3%	22.6%	1.41%
MONDE	4.8%	3.6%	3.3%	100%	3.3%

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 3.3%, soit une bonne estimation de la progression du PIB mondial en 2012.

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	2									2
Confédération long terme	5									5
Obligations	19	2								21
Actions	10	0		4		5				19
Fonds alt. Long/short (directionnels)		5								5
Fonds alt. Non-directionnels	25									25
Immobilier	6								7	13
Commodities, Métaux précieux							0	10		10
Total	67	7	0	4	0	5	0	10	7	100

PORTEFEUILLE EUR

Classes d'actifs	Suisse	Europe	UK	USA	Japon	Asie et autres pays émergents	Commod.	Métaux précieux	Divers ou globaux	Total
Court terme		8								8
BUND à long terme		5								5
Obligations		19							2	21
Actions	6	4		4		5				19
Fonds alt. Long/short (directionnels)		5								5
Fonds alt. Non-directionnels		25								25
Immobilier									7	7
Commodities, Métaux précieux								10		10
Total	6	66	0	4	0	5	0	10	9	100

PORTEFEUILLE USD

Classes d'actifs	Suisse	Europe	UK	USA	Japon	Asie et autres pays émergents	Commod.	Métaux précieux	Divers ou globaux	Total
Court terme				8						15
Trésor long terme				5						5
Obligations				21						21
Actions	6	0		8		5				17
Fonds alt. Long/short (directionnels)				5						5
Fonds alt. Non-directionnels				25						25
Immobilier									7	7
Commodities, Métaux précieux								10		10
Total	6	0	0	72	0	5	0	10	7	100

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.

© 2012 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 2 - CH-1003 Lausanne T +41 21 318 88 88

www.edmond-de-rothschild.ch