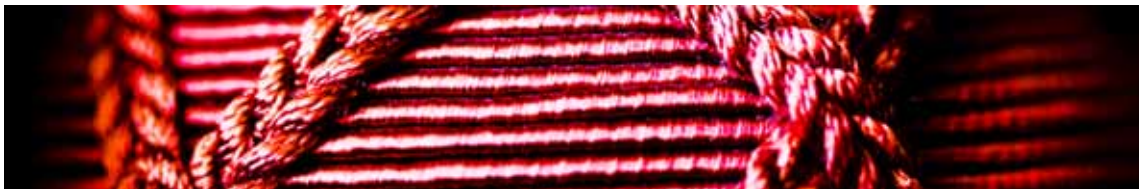


Septembre 2011

Tendances



BANQUE PRIVÉE
EDMOND DE ROTHSCHILD



Détail d'un rideau à la Banque Privée Edmond de Rothschild à Genève - ©Tobias Regell

Sommaire

POINT DE VUE

Les politiciens n'ont pas changé
PATRICK SÉGAL 5

Éviter de rebondir dans le mur !
FRÉDÉRIC BINGGELI 8

ÉCONOMIE ET STRATÉGIE

Marché boursier américain :
Un goût de déjà vu ? C'est du 50/50 !
PIERRE-YVES BRACK 10

Marché boursier européen :
« Ces beaux songes qui ne vous laissent au réveil
que le déplaisir de les avoir crus » (Molière)
PHILIPPE LEDERREY 13

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 politiciens n'ont pas changé

PATRICK SÉGAL

Nous écrivions dans « Tendances » le 15 octobre 1996 :

« L'alchimie de l'eurofort : 2,9% »

La création de la monnaie unique en Europe étant saisie par tous les gouvernements du marché commun comme la panacée pour sortir de la crise et de la stagnation économique, on est stupéfait en cette fin d'année par le résultat unique des budgets soumis aux votes des divers parlements. Pour arriver à un déficit de 2,9% du Produit National Brut, tous les gouvernements rivalisent d'ingéniosité dans la création comptable. Les ventes d'actifs des états sont traitées comme des recettes récurrentes, le taux de progression des économies bravement envisagé à +2,5% alors même que la récession s'installe dans plusieurs pays. Les leitmotifs des dirigeants sont les mêmes partout : monnaie forte et lutte contre l'inflation. De réformes de structure, on n'entend point parler, sauf en Allemagne. Même l'Italie et l'Espagne dont les économies viennent de subir un sérieux ralentissement emboîtent le pas de la vertu européenne. Pourtant, il n'est pas besoin d'être un grand clerc pour parier que les déficits 97 même maquillés seront du même ordre que ceux de 96. Les recettes fiscales sont mauvaises et démontrent que la demande a tendance à s'affaiblir.

En Suisse où la sixième baisse trimestrielle du PNB souligne la récession, la BNS a baissé le taux au minimum possible et injecté puissamment des liquidités dans l'économie pour faire baisser le franc suisse, surévalué par rapport à toutes les monnaies. Les déficits fédéraux, cantonaux et municipaux continuent à cumuler des sommes considérables alors que la situation du chômage s'aggrave.

En France, le gouvernement Juppé tenant droit son cap estime que la reprise en 97 viendra couronner sa politique pour les élections de 98. Les électeurs sont pourtant lassés d'attendre la terre promise dont le mirage est agité chaque fois pour le semestre à venir. La consommation est artificiellement gonflée par les ventes de voiture avec réductions. Le chômage augmente et de nouveaux plans de licenciement sont à redouter.

Raymond Barre déclarait que la situation en Europe ne s'améliorerait sur le front du chômage que le jour où il serait moins rentable de rester chez soi

que d'aller travailler au SMIG. Le courage politique n'est pas là pour mettre ce genre d'idée en œuvre.

Seule l'Allemagne a entrepris des réformes de structure courageuses même si elles sont partielles. La surprise pour l'Europe pourrait venir uniquement de la locomotive germanique conjuguée avec la reprise anglaise pour autant que les exportations de biens d'investissement restent fortes. »

U.S. Deficit



– Vous n'auriez pas mille milliards ?

© Chappatte dans le *International Herald Tribune*,
www.globecartoon.com

Le mois de septembre 2011 sera crucial pour l'Europe. L'Allemagne doit faire face à ses responsabilités. . Choyée par l'Europe, sera-t-elle, pour des raisons de basse politique intérieure, amenée à faire capoter la cohésion babélienne européenne. Le 7 septembre, la cour suprême doit juger la constitutionnalité des fonds de soutien européen et le 23, les chambres parlementaires se prononceront sur le fonds de soutien européen de financement. Sans vote positif, nous devons faire face à une crise financière sans précédent. Avec l'accord de l'Allemagne, nous nous orienterons vers quelques années de stagnation économique



Bonnes vacances!



— Je suis occupé. Puis-je vous rappeler ?

© Chappatte dans le *International Herald Tribune* | www.globecartoon.com

durant lesquelles les budgets nationaux devront être remis à plat. Toutes les élections de 2012 pourront sortir des urnes n'importe quel gouvernement, la voie économique sera très étroite. La confiance, essentielle pour retrouver la croissance de la consommation, reviendra progressivement dès lors que les compressions de dépenses publiques et les hausses d'impôts montreront la voie du retour à l'équilibre budgétaire et la fin de la politique d'endettement à tout prix. Les gouvernements européens ont déjà montré courageusement la voie de la vertu. L'optimisme à moyen terme sur l'Europe peut venir de ce que les gouvernements européens ont compris le message de bon sens des marchés.

Nous écrivions en 2009 que si les États avaient sauvé les banques, ils étaient désormais en première ligne. Ils le sont. Tout capotage d'un état d'importance provoquerait la faillite en domino du système bancaire. Notre angoisse vient alors plutôt des États-Unis. Le violent conflit entre les ayatollahs du Tea Party et les démocrates nous

annonçant, à moins d'une crise très violente, un gel total de la fiscalité d'ici 2013. A raison de 10% de déficit annuel du PNB, 2 ans signifient un endettement des USA supérieur au PNB. Que les 100 premiers milliardaires de Manhattan paient en moyenne 7% d'impôts tandis qu'un cadre gagnant USD 250'000,00 en paie 25%... Que la plupart des grandes sociétés américaines ne payent pas d'impôts, reçoivent même des subventions ou des crédits d'impôt... Si Google rachète Motorola phone, ne recevra-t-elle pas USD 700 millions de crédit d'impôts pendant plusieurs années? Dans une société où l'on veut supprimer les subventions aux chômeurs et surtaxer la classe moyenne, que peut espérer le Tea Party sinon une explosion sociale. Dans Las Vegas, ancienne ville star des jeux, des casinos, de l'immobilier, les lignes d'attente pour la soupe populaire montrent la fin d'un système devenu fou. Si les États-Unis continuent pendant deux ans à déflater la consommation par des coupes sombres dans les subventions et geler les impôts à taux zéro pour les plus riches, une récession brutale arrivera

d'évidence accompagnée d'une explosion sociale. Les États-Unis ne peuvent supporter un chômage de longue durée supérieur à 10% tandis que les grandes sociétés distribuent des bonus à tous les présidents supérieurs à leurs maigres impôts sociaux. Les centaines de milliards de dollars détenus à l'étranger par les sociétés américaines pour ne pas être taxés rééquilibreraient aisément les finances américaines ! Entendre le prêche de Michele Bachmann, choisie par Dieu, dont la clinique était pourtant subventionnée par l'État, rappelle des échos d'avant-guerre. La fiscalité, disparue sous les coups de boutoir des lawyers d'optimisation fiscale et des lobbies de Washington, doit urgemment être restaurée aux États-Unis et également en Europe. Sinon, nous allons vers un effondrement de toutes les monnaies et une explosion du prix de l'or.

La Suisse est devenue également une importante source de déséquilibre.

Une dose de bons sens et de professionnalisme de nos politiques rétablirait rapidement ce minimum de confiance évanouie. Malheureusement, la proximité des élections peut rendre fou.

La Suisse est devenue également une importante source de déséquilibre. Les fausses manœuvres de la BNS ont entraîné une spéculation mondiale d'ampleur inégalée. Le franc suisse subit des variations aussi violentes que le sucre, le cacao ou les carcasses de porc. Surévalué de 30% par cette vague d'agioteurs, le franc envoie l'économie suisse par le fonds. L'industrie des machines-outils, du tourisme, de la banque et l'agriculture rentrent dans une crise aiguë dont les conséquences

vont être dramatiques vers la fin de l'année pour un pays qui envoie 75% de ses exportations vers la CEE. La baisse du dollar contre franc est également dévastatrice. Baisse des salaires, paiement en euros des frontaliers, chacun y va de sa solution. La seule solution efficace consisterait en une action radicale sur le marché pour établir un peg à 1,30 avec l'euro, avec tous les risques que comporterait une telle opération. Si la situation perdure, l'économie suisse sera en récession avant la fin de l'année et le chômage va connaître une importante augmentation.

Les Traders orphelins

Les marchés restent volatils, 60% des transactions étant dues à des balancements d'indices, d'options, d'ETF, de High Frequency Trading... La finance virtuelle souffre cruellement de l'absence de la masse des investisseurs qui refusent désormais de se laisser tondre. La baisse du mois d'août, l'une des plus violentes depuis 1950, démontre l'absurdité d'un milieu financier hypertrophié, sans vertu économique fondamentale, dont les lobbies anglo-saxons empêchent le démantèlement en finançant les campagnes électorales de personnes politiques en angoisse de réélection. Dans ces conditions, l'or reste fondamental dans les patrimoines ainsi que la détention de sociétés internationales bien gérées et à fort dividende. Le mois de septembre passé, on pourra alors réfléchir à 2012.

P.S. Glencore a chuté de 30% depuis son introduction au plus haut. Paulson a connu un mois désastreux et baisse de plus de 30% depuis le début de l'année. Même les meilleurs professionnels sont décimés par la volatilité infernale des marchés. Le crédit du groupe Bankia octroyé au Real de Madrid pour l'acquisition de Kaka et de Ronaldo serait apporté à la Banque Centrale Européenne pour avancer des liquidités au groupe bancaire. En cas de saisie, le gouverneur Trichet se retrouverait-il arrière central du Real de Madrid ?

Bonne rentrée ! 

Éviter de rebondir dans le mur !

FRÉDÉRIC BINGGELI

8

2011 s'est avéré être l'année de tous les dangers: tout se craquèle, l'instabilité gagne du terrain, les repères disparaissent et aucune réponse politique crédible n'est apportée aux problèmes. Décidément, l'environnement actuel ressemble de plus en plus aux années trente. Surproduction, lutte désespérée pour éviter la déflation et la dépression. Le vrai problème est que, depuis douze ans, le monde développé s'est appuyé sur les seuls instruments de politique monétaire et que seules des mesures structurelles marginales ont été prises. Pour canaliser les effets de la révolution technologique et de la globalisation qui en a découlé, les États-Unis et l'Europe ont pourtant choisi des options différentes.

L'Europe a misé sur l'intégration monétaire. En omettant complètement de s'intégrer au niveau des politiques budgétaires, fiscales et d'harmoniser les conditions-cadres de son marché du travail, elle a manqué l'essentiel et attisé la vie à crédit de pays qui avait déjà historiquement ce penchant. On a ouvert et aboli sans réfléchir une seconde à créer de nouveaux garde-fous. On a surtout pensé que cette dynamique d'élargissement effrénée nous préserverait de la désindustrialisation (touchant aussi le tertiaire) due à la globalisation. Enfin, le filet social issu de la social-démocratie coûte tellement cher que les états finissent en butée de limite de crédit. Faux sur toute la ligne !

Les États-Unis, sans doute influencés par une vision de la société post-industrielle selon Google

Retour des contrôles dans l'espace Schengen



© Chappatte, 2011
www.globecartoon.com

& Facebook, ont misé sur une plus grande ouverture: les travaux de production pénibles dans les pays émergents; les « engineering, marketing and socializing » chez eux. Comme le monde émergent a calqué son idéal sur cette consommation à outrance, les prix des matières premières, de l'alimentaire et de l'énergie ont pris l'ascenseur, boomerang heurtant de plein fouet le consommateur américain qui a fait une indigestion de « supersizing ». Là aussi, l'effet de la désindustrialisation s'est fait sentir. Le marché des cabanes en bois vendues à grand renfort de crédit s'est écroulé, grippant la croissance comme au Japon 20 ans auparavant, non sans avoir créé une crise financière mondiale !

Acculés par un processus lancé depuis plus de dix ans, obsédés par leur réélection prochaine, complètement dépassés par une situation qui demande le courage de mesures structurelles énergiques, les politiques des deux bords de l'Atlantique n'ont rien trouvé d'autre que de braquer les opinions publiques et les médias contre le monde de la finance et de la banque comme source de tous les maux. Il est bien évident qu'il y a eu des dérives, des dérapages et des excès, conséquence logique d'une expansion monétaire désespérée et de taux d'intérêt ayant une tendance asymptotique japonaise (c'est-à-dire tendant vers zéro).

2011 constitue indéniablement le point de convergence de ces deux comètes en dérive que sont l'Europe et les États-Unis. Malheureusement, 2011 est aussi une année de déstabilisation politique majeure. Le printemps arabe ayant entraîné la chute de tyrans est un mouvement populaire légitime. Sans vouloir paraître rabat-joie, il convient tout de même de poser la question d'une déstabilisation en chaîne de pays qui vont prendre du temps à cristalliser stabilité politique et croissance économique dans une zone géopolitiquement très sensible. Si on ajoute à cela les risques de troubles sociaux liés à la crise dans les pays développés, les ravages de l'inflation alimentaire dans nombre de pays émergents, jamais, probablement depuis très longtemps, la situation mondiale n'a été aussi déstabilisée, socialement, politiquement et géopolitiquement. Le risque est indéniablement dans la conjonction des trois facteurs.

Beaucoup de choses se passent sous nos yeux. Elles se passent, mais ne sont guère relevées. L'indolence face aux événements, le manque total de synthèse pour aboutir à une vision périphérique des problèmes, est plus qu'inquiétante.

L'Europe va de l'avant



© Chappatte dans le *International Herald Tribune* www.globecartoon.com

Les marchés financiers dans leur ensemble oscillent entre des phases d'espoir et d'horreur. Tout se passe comme si, par moment, David Copperfield faisait disparaître les problèmes et les maintenait en lévitation au dessus du vide.

Le principal problème est la perte de confiance dans les deux principales devises mondiales et la fuite désespérée dans des valeurs refuges. Le deuxième problème est le maintien de taux d'intérêt artificiellement bas et d'injections continues de liquidités dans le système. La bourse n'est pas surévaluée, nombre d'entreprises en pleine santé et les rendements sur des dividendes raisonnablement prévisibles sont astronomiques. Corps sain dans un monde malade, la bourse est prise en otage par les chercheurs d'alpha construisant des superstructures pour générer des rendements qui font défaut aux marchés monétaires. Dès lors, entre les craintes de récession mondiale, les ajustements de levier et l'arbitrage de risque, la bourse a retrouvé des volatilités qui flirtent avec les abîmes faisant craindre un risque systémique.

Dans cet environnement, il est très difficile de voir une logique autre qu'émotionnelle. Nos certitudes les plus ancrées sont alors questionnées de manière particulièrement crue. Pour agir professionnellement, il faut remettre les choses dans une perspective globale et se débarrasser d'une vue à trop court terme pour garder un cap dans la durée. Nous avons fait des choix de diversification dans notre politique de placement pour que nos portefeuilles soient bien charpentés. Ce sont aussi autant de fers au feu qu'il y a d'options de sortie de crise. La solution sera politique ou ce sera le chaos. La réponse sera politique, mais les politiques n'inspirent guère confiance. Dans ces cas-là, c'est l'administration qui gagne du terrain, ce qui est le cas en ce moment.

Il convient de nous laisser guider par le seul instinct de survie en ces moments compliqués et techniques. Le passé récent nous a montré que tous les scénarii sont envisageables, non seulement le pire, mais aussi le plus saugrenu !

Un goût de déjà vu ? C'est du 50/50 !

PIERRE-YVES BRACK

Thématique

Un an après, les mêmes doutes et les mêmes craintes resurgissent. Et les mêmes causes ont les mêmes effets ! L'issue de cette période de grande anxiété et d'aversion au risque se terminera-t-elle de la même manière qu'il y a un an ? C'est toute la question et, pour l'heure, la réponse est « 50/50 » selon notre économiste.

Souvenez-vous du printemps 2009 : après la dissipation des risques systémiques pesant sur le système bancaire international (crise des subprimes) suite à une intervention massive des autorités allant même jusqu'à la nationalisation de fait de certains établissements (Freddie Mac, Fannie Mae, AIG) et grâce une injection record de liquidités (mesures traditionnelles et non conventionnelles), l'activité économique se stabilise puis amorce une reprise au printemps 2009. Les investisseurs soulagés saluent comme il se doit ce retournement de situation et le marché grimpe de plus de 80% jusqu'à mai 2010

Souvenez-vous de mai à septembre 2010 : après un bond de 80% en 15 mois, le temps des doutes, de l'anxiété et de la plus grande aversion au risque est de retour (mois de mai). L'endettement des ménages américains, la crise de la dette souveraine de plusieurs pays européens et les anticipations d'une remontée de l'inflation (en réponse aux injections massives de liquidités) alimentent les plus vives inquiétudes d'un retour précipité en récession. La sanction est sèche : le marché plonge de 17%-18% en deux mois, les pans cycliques de la cote encaissant, eux, un recul de 20%-25% (cf. graphique ci-dessous).

Il faudra l'annonce d'un second plan de stimulation non conventionnelle, dit « QE 2 », et quelques chiffres économiques moins alarmants pour que le marché se stabilise jusqu'à fin septembre, avant que ne s'imposent graduellement la conviction que le pire était évité et que la reprise économique et financière allait connaître un second souffle

Pensons à cette période de mai à septembre cette année : après une reprise de 35% entre septembre 2010 et mai 2011, le temps des suspicions, des angoisses et du rejet du risque

ressurgit une nouvelle fois... Anxiété liée aux dettes souveraines (cette fois-ci y compris aux États-Unis qui perdent leur notation « AAA »), le boulet d'une nécessaire austérité budgétaire et l'anémie du marché de l'emploi (par rapport aux reprises précédentes) font craindre le pire.

Les mêmes peurs engendrent la même réaction : le marché chute à nouveau de 17%-18%, les pans cycliques accusant, une nouvelle fois, un repli de 20%-25%



Il faut incontestablement que l'espoir change de camp pour qu'une stabilisation puis un rebond boursier puissent se développer. Les investisseurs sont donc suspendus aux lèvres des autorités monétaires pour un éventuel nouveau paquet de relance (« QE 3 ») et des autorités politiques pour une gestion crédible des questions d'endettement des états. À ce jour, notre économiste évalue à 50/50 les probabilités d'échapper à une nouvelle récession ou au contraire d'y replonger.

Nous sommes donc confrontés à une nouvelle phase d'extrême incertitude tout comme à la fin de l'été dernier !

DES PROGRÈS SIGNIFICATIFS ONT POURTANT ÉTÉ ENREGISTRÉS AU COURS DES DOUZE DERNIERS MOIS

L'incertitude est aussi forte et motivée par des interrogations similaires à celles de l'été dernier. Toutefois, des progrès significatifs ont été enregistrés depuis lors :

Assainissement des bilans bancaires: d'abord avec l'argent de l'état puis en recourant aux marchés financiers et enfin en enregistrant une croissance des dépôts (financement à très bas coût) supérieure à celle des prêts, les banques américaines ont très fortement assaini leur ratio de capitalisation et de solvabilité alors mêmes que la définition de ceux-ci a été sensiblement durcie

Croissance des bénéfices supérieure aux attentes : au 2e trimestre, 72% des entreprises du S&P500 ont affiché des revenus supérieurs aux estimations et 76% ont publiés des bénéfices plus élevés qu'attendus. Au niveau agrégé, les revenus ont progressé de 13% et les bénéfices de 17%. Quatre grandes raisons à cela :

- Le poids grandissant des pays émergents qui, bien qu'en décélération, enregistrent une croissance plus de trois fois supérieure à celle des pays industrialisés. Leur impact sur l'équation globale va grandissant.
- Les effets bénéfiques des restructurations nées de la crise.
- Les gains de part de marché réalisé « sur le dos » des entreprises qui ont dû, délibérément ou sous la contrainte, réduire leur surface d'activité (voir mettre la clé sous le paillason) du fait de la crise économique et financière
- Les charges financières favorisées par le bas niveau d'endettement et le bas niveau des taux d'intérêt

	% Ventes Supérieur Estimations	Croissance Ventes An/An	% BPA Supérieur Estimations	Croissance BPA An/An
S&P500	72%	13%	76%	17%
Ex-Financières	71%	13%	76%	17%
Energie	76%	31%	69%	42%
Matériaux	73%	18%	67%	48%
Industriels	68%	8%	79%	17%
Consommation discrétionnaire	73%	13%	86%	10%
Consommation de base	74%	10%	74%	7%
Santé	78%	6%	84%	5%
Financières	75%	4%	78%	9%
Technologie	73%	17%	83%	27%
Svc télécom	50%	8%	50%	-3%
Svc aux collectivités	52%	8%	50%	2%

Valorisations escomptant déjà une récession : Malgré deux épisodes extrêmement pénibles (nous vivons le deuxième), le S&P500 se situe quelque 80% au-dessus des niveaux de mars 2009. Cette progression considérable est cependant inférieure à celle des bénéfices des entreprises de telle sorte que la valorisation (ratio cours/bénéfices) est inférieure à celle qui prévalait aux creux de 2009 (récession) et de 2010 (anticipation d'un double dip) comme l'illustre le graphique ci-dessous.

Enfin, pour de nombreuses industries, il convient de prendre en compte que **l'impact** (direct et indirect) des drames qui ont frappé le **Japon** au printemps **a certainement connu son paroxysme**. Les

perturbations de la chaîne d'approvisionnement, de production et de distribution se résorbent graduellement et la reconstruction prendra ensuite progressivement place.



CONCLUSION : UN REGAIN DE CONFIANCE EST LA CONDITION SINE QUA NON...

Sans confiance point de salut ! Il ne suffit pas de prendre des mesures ; encore faut-il qu'elles soient jugées crédibles pour que les investisseurs (en actions comme en obligations) les prennent en compte dans la valorisation qu'ils accordent aux actifs financiers.

Cela ne se fera pas en un jour ! Même si le marché a déjà anticipé un scénario de croissance zéro, une exagération reste possible, tant la nervosité est grande.

Comme dit l'adage, on n'essaye pas d'attraper un couteau qui tombe... on attend plutôt qu'il soit au sol pour le reprendre par le manche...

Prudence et patience sont donc nécessaires, mais ne sombrons pas pour autant dans la sinistrose. À moyen terme, au prix d'une gestion active des positions, ce sont dans les exagérations que se font jour les opportunités, tout comme en 2009 et en 2010. Et **s'il y a 50% de risque de verser dans la récession, il y a aussi 50% de chance de l'éviter !**

Tactique

Qui dit grande incertitude sur le devenir économique et financier des prochains mois dit, implicitement, **contrôle de la cyclicité des portefeuilles** maintenant que notre économiste estime à 50% le risque de récession... C'est cependant **plus facile à dire qu'à mettre en œuvre** concrètement sur les niveaux de cours actuels.

EN TERMES D'ALLOCATION SECTORIELLE TOUT D'ABORD

Le réflexe simple est de réduire la pondération des secteurs cycliques... ce qui demande cependant, dans la majorité des cas, d'accepter de prendre une perte si l'on résonne depuis le début de l'exercice 2011. Alors, comment aborder la chose de manière pragmatique ?

Les métaux de base, beaucoup plus représentatifs de la réalité de l'offre et de la demande (besoins industriels) que les actions (positions financières uniquement) n'ont baissé que de 15% au plus bas (10% actuellement) par rapport au pic du mois de mai. Les actions, quant à elles, ont baissé de 25%-30%, escomptant déjà un scénario de récession. Une exagération additionnelle n'est pas exclue, mais, pour les métaux les plus attractifs (cuivre et fer) ainsi que pour le charbon, il ne faut pas lâcher le manche après la cognée... **Faisons le dos rond.**

Les métaux précieux (au moins 10% des portefeuilles) : Seul l'or est une véritable valeur refuge. Les cours de l'argent, du platine et du palladium ont fait mieux que résister et se situent dans le haut de leur fourchette haussière. Mais cette bonne tenue ne sera pas forcément éternelle. En effet, ces métaux trouvent leurs principales applications dans le domaine industriel (filtres catalytiques dans le cas du platine et du palladium) et ont donc une sensibilité à la conjoncture que l'or n'a pas. Nous proposons donc **d'arbitrer ces trois métaux sur l'or physique**, afin d'assurer que l'assurance ultime remplira bien son rôle.

Les matières premières agricoles : le cycle de l'agriculture n'a qu'une faible corrélation avec le cycle économique. De nombreux autres paramètres ont une influence plus importante : surfaces cultivées, mixe de la production, rendement à l'hectare, conditions météorologiques, niveaux des stocks mondiaux par rapport à la consommation. Or tous les voyants sont au vert dans cette industrie. Les actions qui sont reliées à ce domaine d'activité (semences, traitements, fertilisants) ne seront pas totalement immunisées lors des secousses de marchés, mais elles sont exposées à un risque de **baisse inférieure et jouissent d'un potentiel d'appréciation supérieur à la moyenne.**

Les financières : après avoir prôné une pondération neutre en début d'année, **nous sommes sous-pondérés** sur le secteur financier depuis ce printemps.

Malgré l'amélioration des fondamentaux et les valorisations extrêmement basses, les bancaires restent sous les feux de la réglementation, de

la suspicion et de la critique, plombant leur performance. Il y a aussi une extrême hétérogénéité des fondamentaux de chaque entreprise au sein du groupe qui nécessite de trier sévèrement le bon grain de l'ivraie.

En revanche, nous suggérons de **se focaliser sur le sous-segment de Real Estate Investment Trust** qui bénéficient des taux bas, qui ont une volatilité de cours très inférieure à celle de l'ensemble du secteur financier, se traite à parité avec leur valeur d'actif et versent des dividendes qui peuvent être extrêmement attractifs.

EN TERMES DE SÉLECTION DE VALEURS ENSUITE

Quel que soit le secteur d'activité, nous favorisons les sociétés répondant, si ce n'est à tous, au moins à la majorité des **critères suivants** :

Finances saines, de manière à passer sans contrainte les difficultés actuelles et même pouvoir saisir les opportunités (croissance endogène et par acquisition) qui naîtraient de difficultés rencontrées par la concurrence.

Avantage(s) concurrentiel(s) permettant de préserver un pouvoir de fixation des prix afin de compenser la concurrence des pays émergents et/ou les pressions sur les coûts d'approvisionnement. Lesdits avantages peuvent notamment provenir de tendances structurelles (démographie, nouvelles réglementations, etc.), de technologies différenciées (tant pour la production que pour le produit fini) ou de barrières à l'entrée de nouveaux acteurs par exemple.

Exposition croissante et rentable aux pays émergents qui constituent, même en période de décélération, une bouffée de croissance par rapport aux économies matures. Mais nous insistons sur la notion d'exposition rentable... beaucoup d'entreprises en cours d'implantation y génèrent des revenus plus que des profits... d'autres, au contraire, y trouvent revenus additionnels et marges supérieures.

Enfin, une **politique de dividende** solide générant un rendement significatif amène un coussin de sécurité (ou un complément de performance) important dans un environnement incertain.

Prudence dans l'immédiat, mais aussi vigilance. S'il y a 50% de risque de verser dans la récession, il y a aussi 50% de probabilité d'y échapper, comme à l'automne 2010. Et dans un tel cas de figure, ce sont les pans cycliques de la cote qu'il faudra (re)favoriser et surpondérer.

« Ces beaux songes qui ne vous laissent au réveil que le déplaisir de les avoir crus »

Molière

PHILIPPE LEDERREY

13

Un vent de panique a soufflé cet été sur les bourses !

Le vent de panique à l'origine de la débâcle sur les marchés européens d'actions de cet été a été pour finir bien plus intense et plus exacerbé que ce qui était envisageable ce printemps. La vérité est que les marchés financiers ont tout simplement commencé à intégrer le fait que des scénarii plus noirs pouvaient devenir une réalité : d'un léger ralentissement temporaire, on évoque maintenant la probabilité grandissante d'une récession au sein des pays de l'OCDE... Voire pire : une dépression de la finance mondiale à l'image de la situation prévalant juste après la chute de Lehman en 2008-2009. Et ces probabilités de dérapages des économies inquiètent d'autant plus qu'il n'y a plus vraiment de possibilité d'actions budgétaires ou monétaires à disposition pour relancer la « machine », presque toutes les cartouches ayant déjà été tirées.

Chers investisseurs, bienvenue pour votre retour sur la Terre !

En fait, nous ne pouvons qu'insister à nouveau sur notre thèse centrale depuis plusieurs trimestres : dès le début 2009, un faux sentiment de confiance en une reflation mondiale a soutenu à tort la performance des actions (et des actifs risqués). Ces injections massives de liquidités et l'expansion du rôle des gouvernements des banques centrales étaient certes indubitablement nécessaires pour éviter une récession profonde. Malgré tout, ces mesures n'ont pas corrigé les principales causes des déséquilibres fondamentaux de l'économie mondiale (et qui ont d'ailleurs été la principale source de la crise). Elles ont juste été repoussées dans le temps. Désormais, avec des stimuli massifs progressivement stoppés conjointement à un environnement économique déclinant et pénalisé par un manque flagrant de cohésion politique, la confiance déjà chancelante des marchés ne peut qu'être durement touchée. Dans ce cadre, il est à craindre que les entreprises européennes (déjà a priori trop précautionneuses) soient encore plus

réticentes à investir ou embaucher alors que les ménages ne seront pas plus enclins à dépenser ou à consommer. Enfin, avec comme corolaire des banques en pleine reconstitution de leurs bilans (et donc plus que circonspectes à prêter), on peut logiquement redouter une contraction auto-entretenu de l'activité (... et donc des profits).

L'Europe plus dans une impasse qu'à la croisée des chemins !

L'impasse dans laquelle la zone euro se trouve actuellement face à une contagion vers les plus grands pays (Espagne et Italie) des problèmes d'endettement est d'autant plus cruciale que les outils en place ne servent de toute évidence plus à combattre le mal. Plus qu'une politique commune non-optimale au sein de la zone, c'est aussi la lenteur et les désaccords quant aux décisions prises par les dirigeants qui prouvent que l'« achat de temps » n'est plus une option pour les marchés d'actions : le seul salut serait dans une prise de décisions commune quant à une réelle intégration européenne (un soutien inconditionnel aux pays en difficulté, une agence paneuropéenne de surveillance des déficits publics, des émissions obligataires communes, un fédéralisme financier...). Pourtant, ce genre d'accord présuppose non seulement l'obtention d'un consensus des dix-sept membres de la zone, mais surtout d'un unisson politique simultané des partis d'oppositions au sein de tous ces états membres. À un an d'élections majeures dans plusieurs des grands pays, c'est donc plus qu'un simple challenge... C'est carrément une gageure !

Des valorisations calibrées pour une récession... mais courte et sans crise!

Sur le plan de la valorisation, la bonne nouvelle est que même en révisant de façon drastique à la baisse les perspectives de résultats des sociétés (en particulier pour 2012 ou les analystes attendent toujours la même croissance à deux chiffres des bénéfices qu'en début d'année), les niveaux de



cours actuels valorisent déjà implicitement une rechute des économies mondiales proche d'une récession (un «double dip»). En d'autres termes, pour justifier des cours très inférieurs à ceux prévalant actuellement, il faudrait que l'ajustement à la baisse des profits soit de plus de 30%.

La mauvaise nouvelle est liée au constat que les valorisations normalisées sur une plus longue période (10 ans) ne traduisent pas encore un scénario en «W» tel que celui connu en Europe au début des années 80 : dans un tel cadre, le plancher serait 25 à 30% sous les niveaux actuels... Et encore, ce n'est même pas la pire des hypothèses : celle d'une conjonction de récession/déflation et d'une véritable crise systémique avec blocage total du marché interbancaire. De toutes les manières, l'aspect imperceptible de la nature des risques rend quasi inutiles toutes considérations de valorisation, la grande majorité des investisseurs étant contraints par les règles de gestion prudentielle les plus élémentaires (ou plus simplement par la peur) de ne pas se positionner.

De l'impossibilité de jauger du juste prix des actifs !

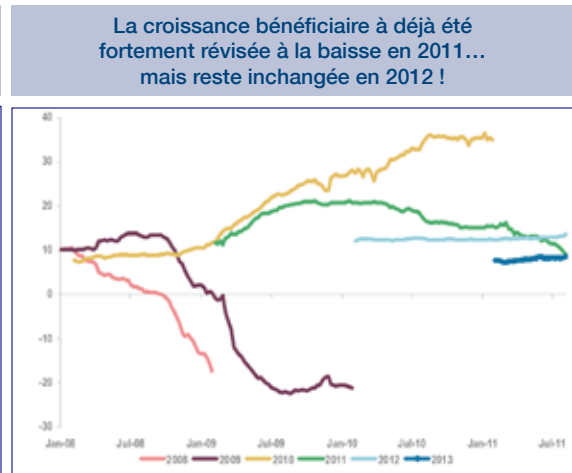
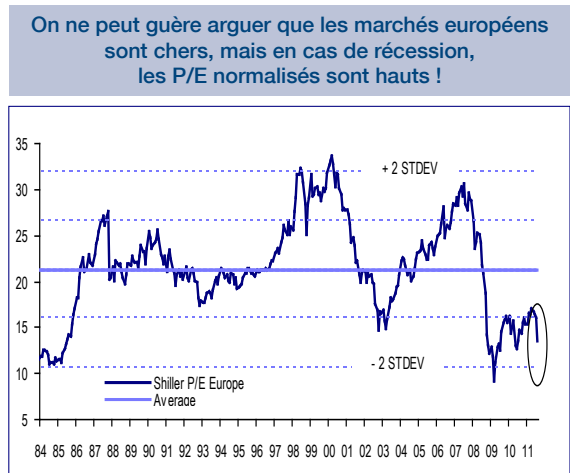
À court terme, toute absence de décisions cohérentes (monétaires ou politiques) rendra les risques de récessions omniprésents dans l'esprit d'investisseurs déboussolés. Dans un cadre aussi pesant où il continuera d'être impossible de calculer le juste niveau d'un taux sans risque, d'un coût du capital, de la direction des devises ou des matières premières, on ne peut crier au scandale. Un marché d'actions au mieux erratique et sans vraie direction serait alors de mise : dans un tel Monde sans la moindre certitude, il est flagrant qu'aucune hausse pérenne des marchés boursiers ne peut espérer prendre son envol. Force est néanmoins de constater qu'après une phase

de baisse d'une rapidité aussi foudroyante sans qu'aucun économiste ou analyste n'ait réellement eu le temps d'intégrer une rupture aussi intense, une phase additionnelle de baisse reste plausible avec la phase prévisible de fortes révisions à la baisse des profils de croissance. Et sans vouloir se muer une nouvelle fois en Cassandres, une chute additionnelle des indices pourrait alors déboucher sur de légitimes préoccupations quant au retour potentiel d'un risque systémique sur la Finance (sachant que le système financier est bien trop fragile pour intégrer sereinement des dépréciations d'actifs de trop grande ampleur).

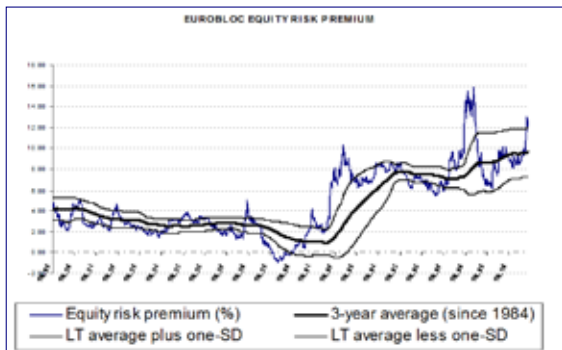
Toujours cap sur le Nord !

Sur le plan géographique, nous maintenons notre claire préférence sur l'Europe du Nord qui jouit d'une croissance supérieure (et tirée par les exportations plus que par une consommation trop pénalisée par le chômage, le faible pouvoir d'achat ou le nonaccès au crédit). Nous restons a contrario résolument à l'écart du Sud. En effet, même si une issue pas trop malheureuse sur leur refinancement est plausible (mais probablement un peu tardive), leurs croissances futures seront trop impactées par les mesures d'austérité imposées par les états créditeurs pour remettre leurs cycles bénéficiaires dans «le droit chemin». Plus que leurs problèmes d'endettement, leur faiblesse est en effet surtout liée à leur manque de compétitivité (et leur potentiel de croissance subséquemment amoindri).

Nous restons aussi quelque peu sur nos gardes sur certains pays considérés de fait comme solides, mais dont la visibilité sur les équilibres à long terme n'est pas si forte (portrait-robot de la France). A contrario, des pays du Sud ressentis aujourd'hui comme peu fiables, mais disposant de fondamentaux honorablement sains, pourraient surprendre en bien (l'Italie par exemple).



Une prime de risque élevée, mais guère surprenante à une époque où l'on ne sait même plus définir un taux hors risque !



Le facteur géographique revient en force et a dépassé le facteur sectoriel



Avec des États trop endettés, méfiance sur les acteurs trop domestiques !

Une des plus évidentes thématiques d'investissement liées à l'endettement trop élevé des États européens est leur inexorable besoin de rapides plans de consolidation budgétaire. Or, ces nouveaux «tours de vis» dès l'automne vont rendre encore plus délicate la position de certains secteurs soumis à des marchés domestiques anémiques (distribution alimentaire) et/ou risquant de voir les États les taxer plus lourdement (services aux collectivités ou en télécommunication), voire de créer de nouveaux impôts (banques avec la potentielle taxe sur les transactions financières en phase de discussion) ou de supprimer des avantages fiscaux (comme la TVA réduite pour la construction, les loisirs, la restauration ou l'hôtellerie).

A contrario, il y a aussi des secteurs qui vont quelque peu bénéficier de cette nouvelle donne : ceux qui sont liés à l'externalisation des tâches gouvernementales (agences d'emplois, services à la restauration, coupons prépayés...) ou encore ceux qui pourraient prendre à leur compte le financement d'investissements en infrastructures (par exemple au travers de partenariats publics privés avec des concessions ou des constructeurs ou de nouvelles certifications).

La croissance a trop de valeur !

En termes de styles de gestion, de nombreux exercices boursiers récents ont été favorables aux valeurs de croissance. Dans un environnement où les risques sont multiples et les perspectives de croissance molles (mais malgré tout positives), les investisseurs préfèrent rechercher la rareté : les groupes aptes à générer une certaine croissance structurelle. Comme toujours, ils ont dû ce faisant

laisser de côté le critère de la valorisation et elle a donc fini par être trop tendue, surtout en relatif avec le reste du marché. Une rotation a donc déjà vu le jour cet été vers les titres dits «de valeur» au détriment de ceux jouissant d'une croissance élevée. Elle n'est très probablement de loin pas arrivée à son terme.

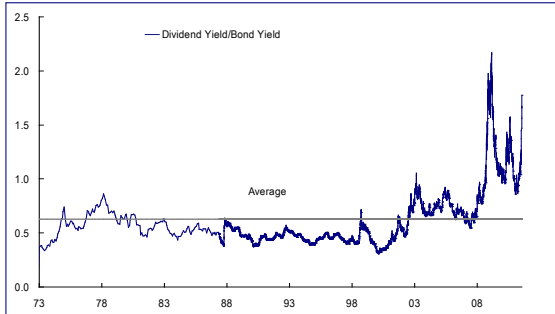
Nous n'excluons pas un retour un jour ou l'autre des investisseurs européennes, vers une forme de «Nifty fifty» !

Les hauts rendements en dividende enfin recherchés ?

La stratégie liée à un haut rendement en dividende n'a pas été plus performante que celle de l'indice général lors de 8 des 10 exercices de la dernière décennie. Il est clair que les investisseurs ont été plus enclins à préférer des segments (ou des titres) offrant une croissance supérieure aux pans les plus généreux avec leurs actionnaires. Cette préférence peut aussi s'expliquer par la corrélation inversement proportionnelle entre les rendements et la croissance des profits : dans la majorité des cas, plus les sociétés sont généreuses, plus leur capacité immédiate de croissance bénéficiaire est faible. Mais en pleine révision à la baisse des attentes bénéficiaires, «un tiens vaut mieux que deux tu l'auras».



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



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



16

Big is beautiful!

Nous préférons toujours les grandes capitalisations aux moyennes. En effet, le manque total de visibilité favorise indubitablement les grandes valeurs internationales : bilans solides, disposant de nettement plus de liquidités ou d'accès aux marchés des capitaux, plus exportatrices vers les pays émergents, moins à risque de subir de nouvelles taxes d'états surendettés... En étant même un peu provocateurs, nous n'excluons pas qu'avec le retour probable un jour ou l'autre des investisseurs institutionnels à des pondérations

plus «normales» sur les actions européennes, ils préféreront se concentrer sur un petit nombre d'acteurs qu'ils connaissent bien plutôt que se disperser dans des investissements sur de plus petites actions chères et qu'ils ont trop longtemps perdu de vue... Ce serait de fait une forme de retour aux Nifty fifty (une cinquantaine d'actions à l'image de General Electric, Coca-Cola ou IBM qui dans les années soixante et septante furent favorisées progressivement par les institutionnels américains jusqu'à devenir des incontournables de plus en plus hors de prix).



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%	19.7%	0.30%
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%	-0.5%	2.0%	5.8%	-0.03%
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%
MONDE	5.0%	3.9%	4.0%	100%	3.9%

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 3.9%, 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	4									4
Obligations	19	2								21
Actions	8	2		2	3	7				22
Fonds alt. Long/short (directionnels)		7								7
Fonds alt. Non-directionnels	23									23
Immobilier	3								7	10
Commodities, Métaux précieux							3	10		13
Total	57	11	0	2	3	7	3	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		7								7
Obligations		19							2	21
Actions	3	7		2	3	7				22
Fonds alt. Long/short (directionnels)		5		2						7
Fonds alt. Non-directionnels		23								23
Immobilier									7	7
Commodities, Métaux précieux							3	10		13
Total	3	61	0	4	3	7	3	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				7						7
Obligations				21						21
Actions		4		8	3	7				22
Fonds alt. Long/short (directionnels)				7						7
Fonds alt. Non-directionnels				23						23
Immobilier									7	7
Commodities, Métaux précieux							3	10		13
Total	0	4	0	66	3	7	3	10	7	100

Avertissement

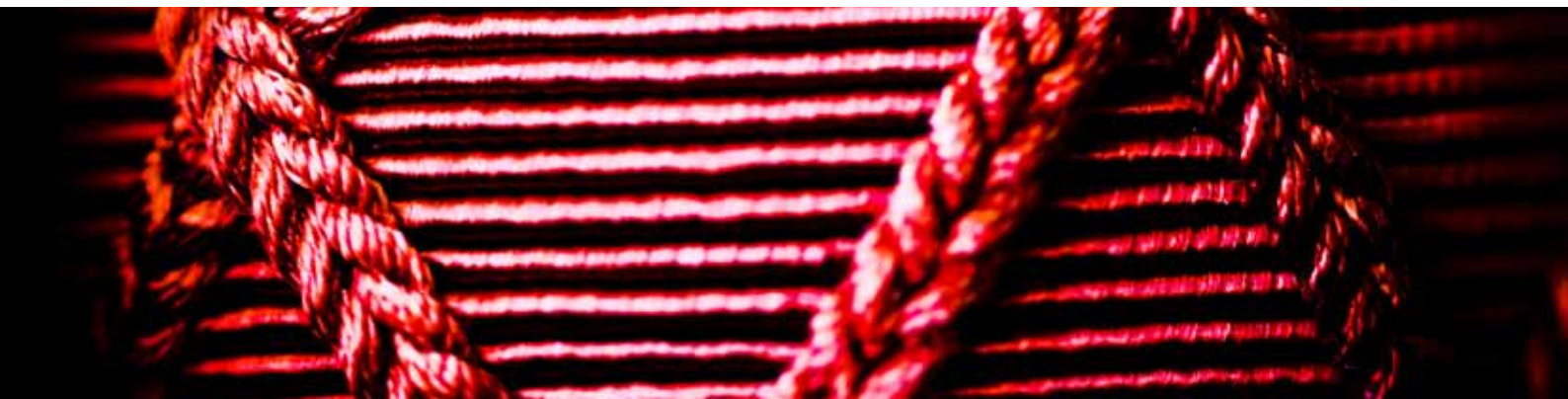
Ce document est fourni exclusivement à titre d'information et à l'usage du destinataire. Il ne constitue ni une offre ni une recommandation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers ou de services bancaires et ne saurait délier le destinataire de la nécessité de former son propre jugement. 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.

© 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