

Aperçu de la stratégie d'investissement

2^e trimestre 2012



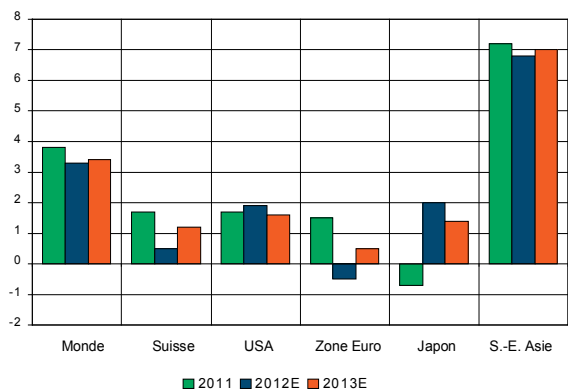
Stratégie d'investissement

Données arrêtées au 11 avril 2012

Economie	2
Marchés obligataires	4
Actions	6
Matières premières	8
Devises	9

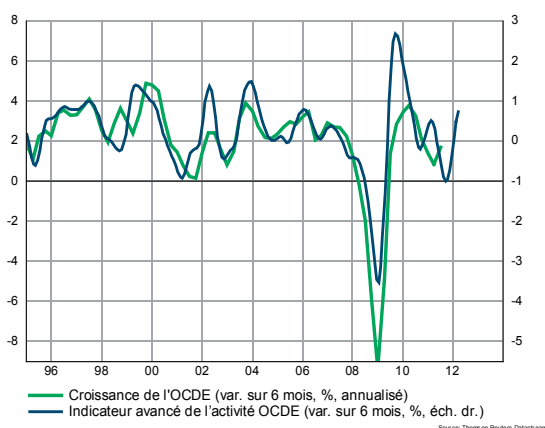
Bien que les renseignements contenus dans la présente «Stratégie d'investissement» aient été recueillis avec soin, ils n'engagent pas notre responsabilité.

1. Activité mondiale



- La croissance mondiale devrait se poursuivre en 2012 grâce à la résilience de l'économie américaine et des mesures de relance prévisibles en Chine. En revanche, la zone euro n'évitera pas un recul de l'activité.
- Après leur amélioration ces six derniers mois, les indicateurs pointent désormais vers un plafonnement/tassement de la reprise : face à des problèmes structurels persistants, les banques centrales maintiendront des politiques monétaires accommodantes.
- Les enjeux 2012 vont se concentrer autour de l'évolution européenne, des incertitudes politiques et budgétaires aux USA, du degré de ralentissement chinois, voire du pétrole en cas de nouvelles flambées des prix.

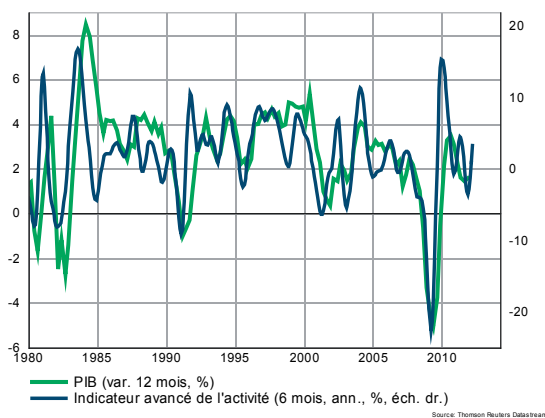
2. OCDE : croissance et indicateur avancé de l'activité



Indicateurs économiques plus favorables, USA en tête

Encore morose à l'automne 2011, l'activité économique mondiale a depuis lors inversé la tendance pour gagner en vigueur ou du moins, selon les régions, se stabiliser (graphique 2 : tendance positive et, désormais, progression de l'indice avancé de l'activité OCDE). L'amélioration repose essentiellement sur la résilience de l'économie américaine. La dynamique retrouvée du marché de l'emploi US est de bon augure pour la pérennité de la reprise (graphique 3 : net rebond de l'indice avancé de l'activité outre-Atlantique).

3. USA : croissance et indicateur avancé de l'activité



Chine : ralentissement plus marqué que prévu mais potentiel de relance

La croissance chinoise reste certes au-dessus du lot (environ 8 à 9%), mais elle faiblit un peu plus rapidement que prévu suite aux mesures de resserrement des autorités visant à contenir les pressions inflationnistes. Elle ne donne toutefois pas de signe de rupture comme en 2008 (graphique 4) et le gouvernement dispose d'une marge de manœuvre d'autant plus confortable pour relancer l'activité que l'inflation a désormais bien reculé. Pour ces raisons, nous n'anticipons pas de tassement brutal de la croissance.

Zone euro : pas de récession marquée globalement mais des défis toujours importants pour les pays en difficulté

Dans l'ensemble, le recul de l'activité dans la zone euro sera modeste grâce à la bonne résistance de l'économie allemande et, dans une certaine mesure, des pays du noyau dur (graphique 5 : évolution moins

défavorable des indicateurs avancés mais à partir d'un recul prononcé).

Si cette évolution apporte un certain soulagement au niveau de la conjoncture mondiale, les difficultés de la zone euro restent d'actualité: les pays du Sud seront/ sont tous en récession sous l'effet des politiques d'austérité, des réformes structurelles massives à mener à bien et d'un manque de compétitivité chronique qui génère des pressions baissières sur les salaires et les prix. Le retour à la croissance de ces pays est par ailleurs difficile à projeter dans le cadre d'un système monétaire unifié.

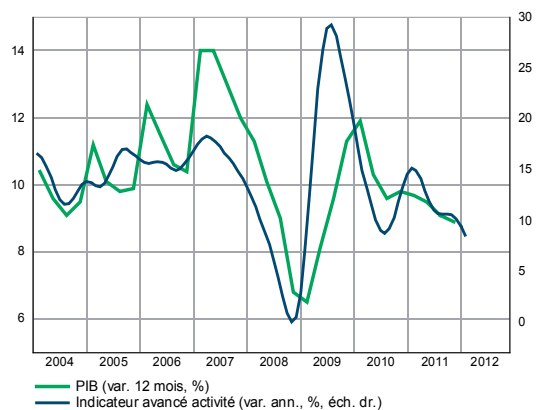
Dans cet environnement, les objectifs de redressement des finances publiques ne seront pas faciles à atteindre et le déficit de croissance entraînera une nouvelle hausse du chômage. Un soutien supplémentaire via les fonds de solidarité et/ou la BCE sera encore nécessaire mais nous n'anticipons pas de tensions aussi fortes que l'an passé car, depuis, la Banque centrale a injecté des montants colossaux de liquidités et réduit le risque sur le système bancaire.

Enjeu 2012: maintien du regain de vigueur face aux problèmes structurels

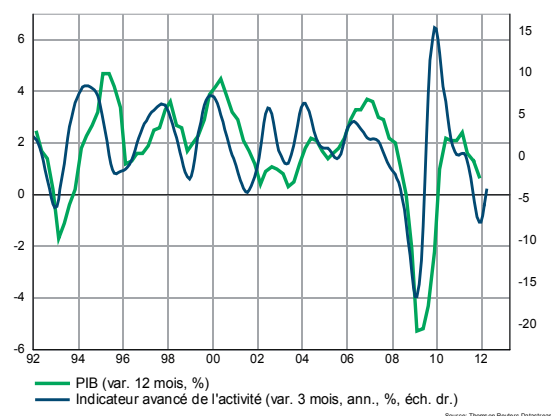
Nous prévoyons un plafonnement/tassement modéré de la croissance vers le milieu de l'année, ce que laissent déjà entrevoir certains indicateurs en ce début de deuxième trimestre (graphique 6: bilan des annonces économiques encore positif mais beaucoup plus nuancé, Chine exceptée). En effet, même aux USA, la récente fermeté de l'économie tenait, pour une part, à des conditions climatiques clémentes et à un recours à l'épargne difficilement reconductible. Par ailleurs, les inévitables incertitudes politiques et budgétaires en année électorale n'arrangeront rien. Du côté de la Chine, la croissance devrait toucher le fond cet été tandis qu'en Europe l'impact des nouvelles mesures d'austérité se fera pleinement sentir dans quelques mois.

Nous ne nous attendons toutefois pas à un creux aussi important que l'an dernier (revoir graphiques 1 et 6) au regard de la meilleure dynamique aux USA, du début des mesures d'assouplissement en Chine et des moindres tensions en Europe. Un principe semble acquis: les banques centrales maintiendront les taux au plancher pour contrebalancer des facteurs structurels négatifs persistants.

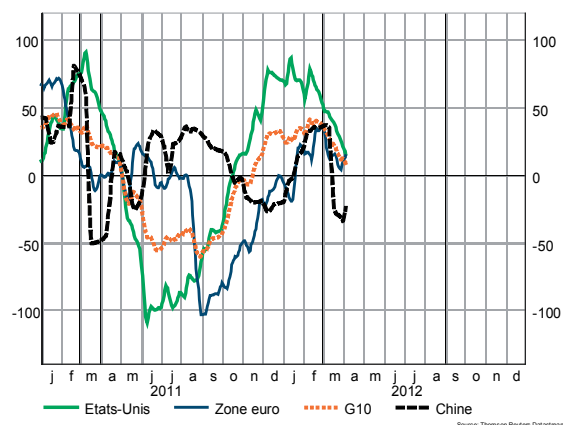
4. Chine: PIB et indicateur avancé de l'activité



5. Zone euro: PIB et indicateur avancé de l'activité

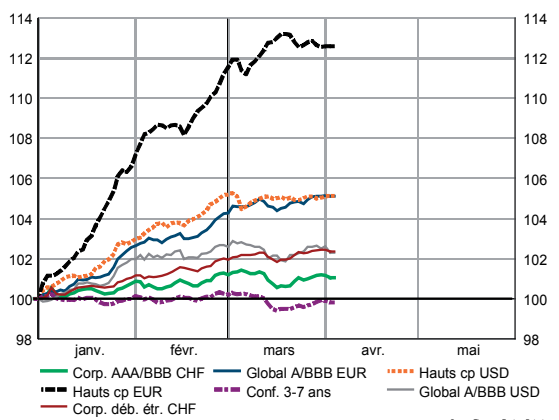


6. Indice bilan des surprises économiques vs consensus



- Nous sous-pondérons toujours les placements obligataires, en particulier les emprunts de première qualité dont les rendements sont très faibles et l'attrait limité au regard de la faible probabilité de récession mondiale. Leur intérêt est confiné à la stabilité qu'ils offrent pendant les périodes d'incertitude.
- Nous privilégions le risque crédit, surtout aux Etats-Unis où la reprise est plus solide. La zone euro demeure plus risquée et les rendements ont récemment reflué sensiblement.
- La duration est modérément inférieure aux indices de référence: le loyer de l'argent est trop bas mais une nette hausse est peu probable ces prochains mois.

40. Performances



Tendance favorable du risque crédit

Depuis le début de l'année, le risque crédit a enregistré des performances fort respectables, tirant parti du flux de nouvelles économiques plus favorables et de la diminution de l'aversion au risque. Les valeurs de la zone euro ont particulièrement bénéficié des injections massives de liquidités de la BCE. Dans ce contexte, les titres de première qualité ont été pénalisés et les obligations de la Confédération ont affiché un bilan négatif au premier trimestre (graphique 40).

Bilan plutôt négatif pour les obligations de premier choix

Le contexte de fond, caractérisé par des pressions haussières sur les taux longs, demeure peu favorable pour les obligations de première qualité: la tendance à moyen terme sur les indices de l'activité économique est haussière (graphique 41) et les rendements trop bas, aussi bien dans l'absolu (graphique 42: Confédération) qu'en termes réels (graphique 43: Trésor 10 ans), suite à la recherche frénétique de sécurité durant l'automne 2011 et aux effets d'annonce des banques centrales (maintien de politiques très accommodantes à long terme).

41. Taux à 10 ans et activité économique



Rendements obligataires: hausse limitée néanmoins, voire évolution irrégulière

Cependant, une nette hausse des rendements obligataires nous paraît peu probable au cours des 6 prochains mois: premièrement, toute anticipation de hausse des taux directeurs par les banques centrales nous paraît prématurée, ce qui limitera la progression du loyer de l'argent à plus longue échéance (graphique 42: une hausse des rendements de la Confédération aussi mar-

quée que celle constatée de fin 2010 au printemps 2011 est peu vraisemblable, la BNS ne devant pas changer de cap d'ici la fin de l'année). Deuxièmement, les pressions inflationnistes demeurent contenues même si elles sont ponctuellement plus fermes que prévu aux USA. Troisièmement, les nouvelles économiques pourraient se révéler plus ternes vers le milieu de l'année.

Nous estimons que les 10 ans de la Confédération évolueront d'ici la fin de l'été entre 0.7 et 1.2%, entre 1.7 et 2.3% pour le Bund et entre 1.9 et 2.5% en dollar.

Risque crédit: USA (surtout) et Suisse privilégiés

Nous maintenons notre préférence pour les obligations risque crédit de qualité raisonnable ou moyenne (hauts coupons), mais plutôt aux USA et, dans une certaine mesure, en Suisse. Outre-Atlantique, les perspectives de poursuite de la reprise demeurent favorables. La rentabilité des entreprises non financières est élevée et les bilans sains (liquidités importantes et endettement contenu). En outre, la Fed restera longtemps accommodante (graphique 44: le différentiel de rendement hauts coupons/obligations de première qualité est encore attrayant, les marges des sociétés sont élevées).

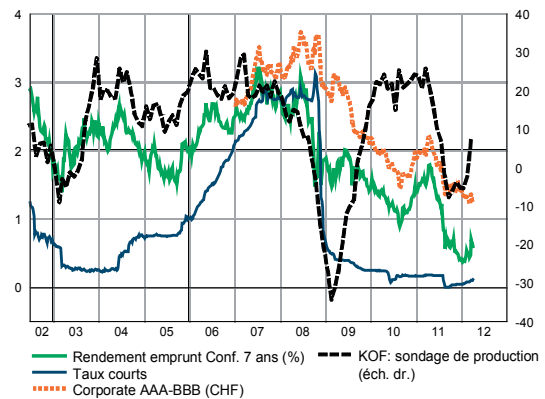
En Suisse, nous privilégions les obligations de qualité AAA/BBB par rapport à la Confédération. Malgré sa diminution, le différentiel de rendement offre encore un certain attrait (graphique 42).

Nous sommes plus prudents à l'égard du crédit dans la zone euro: les rendements ont fortement baissé et ils ne semblent pas suffisamment rémunérateurs par rapport aux risques économiques et financiers qui pèsent sur la région.

Durations modérément inférieures à la référence

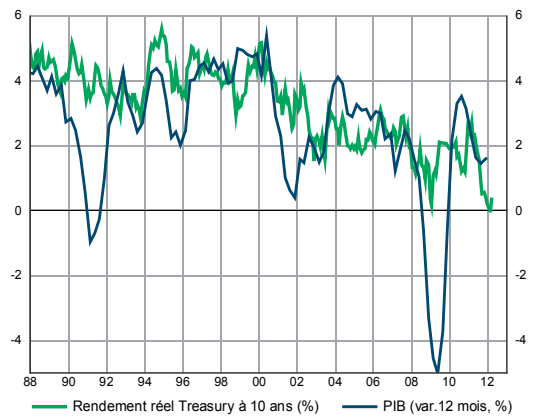
Bien qu'une nette hausse soit peu probable, les rendements de première qualité sont très bas et ceux de qualité moyenne ont bien reculé. Nous recommandons des durations de portefeuille légèrement en dessous de la norme.

42. Suisse: taux d'intérêt



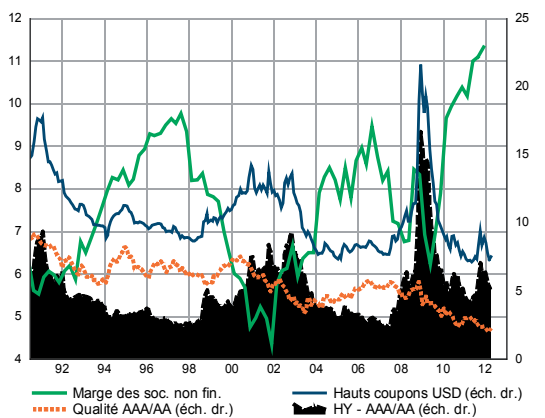
Source: Thomson Reuters Datastream

43. USA: rendement et croissance réels



Source: Thomson Reuters Datastream

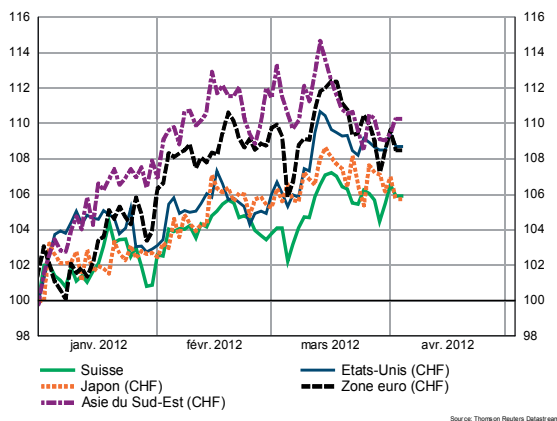
44. USA: marge des sociétés et risque crédit



Source: Thomson Reuters Datastream

- Après leur forte progression depuis début octobre 2011, le potentiel haussier des marchés boursiers sera plus contenu et irrégulier. Le retour à des valorisations plus musclées devra attendre une véritable normalisation de l'environnement économique.
- Cependant, tant que la tendance sur les indicateurs économiques est suffisamment robuste, les actions devraient garder une orientation positive dans un contexte de taux très bas et de politiques de relance.
- Nous préconisons, au début de ce deuxième trimestre, une exposition neutre à modérément surpondérée mais il importe de rester très attentif au changement des paramètres économiques à l'approche de l'été.

50. Performance relative des marchés boursiers



Premier trimestre positif

Le premier trimestre a été fort positif pour la majorité des marchés des actions. Ils ont poursuivi la tendance haussière amorcée au cours des trois derniers mois de l'année passée, bénéficiant du flux plus favorable de nouvelles économiques, aux USA notamment, et de la dissipation des pires craintes exprimées au pic de la crise européenne (graphique 50).

Les actions devraient encore garder une orientation positive, ou au moins une tendance irrégulière

Nous maintenons un biais positif mais raisonnable à l'égard des marchés des actions en ce début de deuxième trimestre :

51. USA : S&P 500 et indicateur avancé de l'activité



– La tendance sur les indicateurs avancés de l'activité de l'OCDE demeure à la hausse. Leur évolution positive est synonyme de soutien pour les indices boursiers et de corrections plutôt modérées (graphique 51).

– Cependant, après la forte progression enregistrée récemment, les actions ne sont plus franchement sous-évaluées en termes absolus. Ce sont surtout le très bas niveau des taux et les politiques ultra-accommodantes des banques centrales qui devraient épauler les marchés, tandis que la reprise économique et la progression des bénéfices resteront modérées. Outre l'abondance de liquidités qui représente un clair facteur de soutien, les valorisations boursières s'avèrent très attractives par rapport à des taux d'intérêt qui resteront au plancher jusqu'à la fin de l'année. Le graphique 52 met en évidence que le rendement aux dividendes du marché américain est au même

niveau que celui d'obligations de qualité standard et largement supérieur à celui des titres gouvernementaux, alors que les dividendes des sociétés auront tendance à progresser au moins au même rythme que la croissance totale de l'économie, soit de 3 à 4.5% par année (inflation de 1.5/2.0% plus croissance réelle de 1.5/2.5% déjà anticipée bien en dessous des normes historiques). Cette comparaison est favorable aux actions, du moins tant que l'activité économique apporte une certaine confiance (hausse des indices de l'activité).

Potentiel haussier plus contenu et irrégulier

Après avoir augmenté légèrement l'exposition aux marchés ces derniers mois, nous nous gardons d'adopter une position qui irait au-delà d'une exposition neutre à modérément surpondérée en l'absence d'une consolidation depuis les cours actuels :

– Comme le met en évidence le graphique 53 pour le marché américain, le rapport cours/bénéfices, à environ 13x, a désormais récupéré le recul enregistré depuis début 2011. Face aux incertitudes de ce cycle et à des primes de risque au-dessus de la norme (graphique 54: le différentiel hauts coupons/Trésor 10 ans est en zone moyenne aux environs de 5.3%), nous estimons qu'il sera difficile de revenir vers des multiples de 14.5 à 15x comme en 2005/07 (situation économique beaucoup plus solide) ou, brièvement, comme en 2009 (situation de fort rebond des bénéfices après une récession).

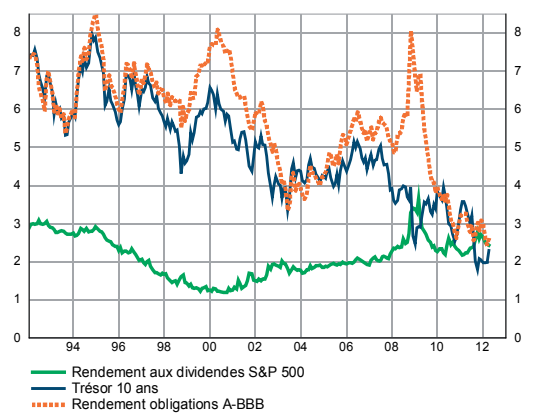
– Par ailleurs, la perspective de progression des bénéfices au niveau mondial est assez modérée du fait que les marges des entreprises sont déjà assez élevées.

Nous estimons ainsi que le potentiel raisonnablement optimiste pour les prochains mois/année 2012 est d'environ 1500 pour le S&P500 et 6600 pour le SMI, soit une hausse de 5 à 10% à partir des cours actuels.

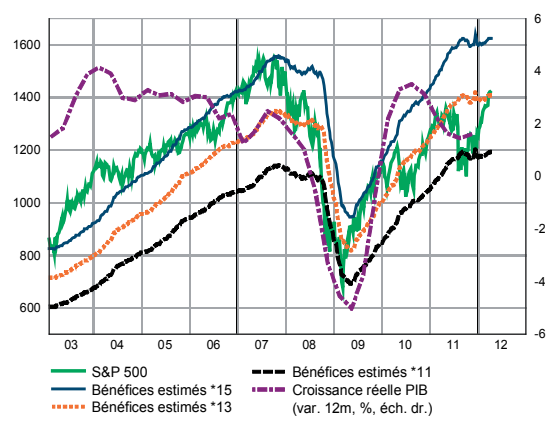
Indicateurs à suivre: la tendance économique en premier lieu

Notre attitude constructive dépendra largement de la tendance sur les indices avancés de l'activité qui pourrait commencer à plafonner au cours des prochains mois (graphique 51). Si ce plafonnement devait donner lieu à un brusque affaiblissement, un retour à des positions plus défensives pourrait être envisagé temporairement. Cela dépendra du degré de la décélération de l'économie que nous attendons vers l'été et qui créera un environnement boursier plus erratique.

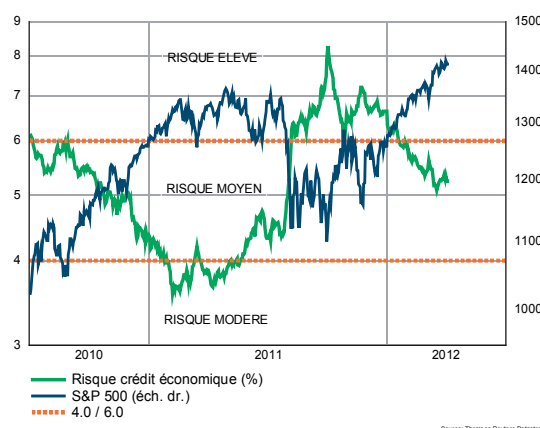
52. USA : rendement aux dividendes et obligataire



53. USA : marché des actions et bénéfices

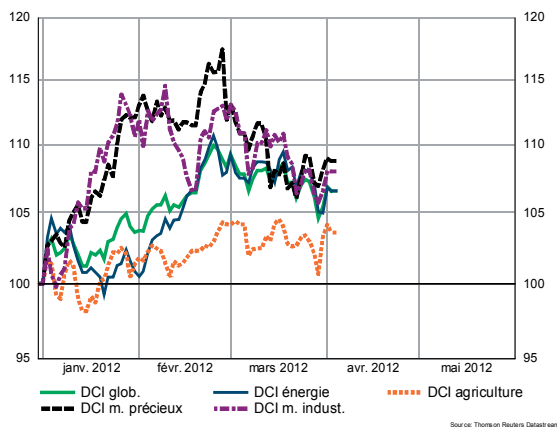


54. USA : risque crédit et performance S&P 500



- La poursuite de la reprise et les politiques de reflation des banques centrales, qui vont se poursuivre pendant toute l'année, devraient apporter un soutien de fond au cours des matières premières, du moins ces prochains mois.
- Cependant, le ralentissement un peu plus marqué que prévu de la Chine, premier consommateur mondial de nombreuses matières premières, va limiter leur potentiel d'appréciation.
- Nous maintenons une diversification normale dans les matières premières, en privilégiant plutôt les secteurs orientés croissance (métaux industriels et énergie) tant que l'économie US évolue favorablement.

76. Matières premières (DCI)



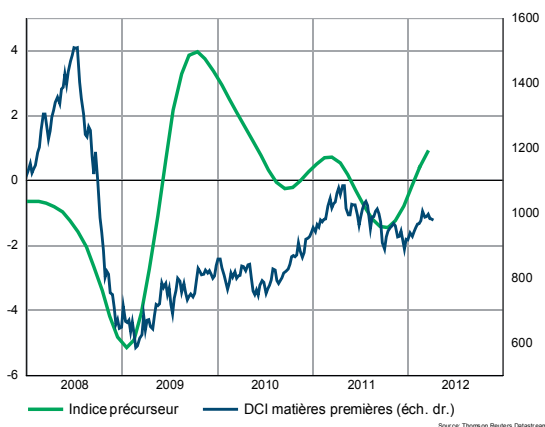
Baisse de régime en mars

Les matières premières ont nettement progressé au cours des mois de janvier et février. Elles ont bénéficié de l'amélioration des indicateurs économiques et des nouvelles mesures d'accommodation monétaire de la BCE ainsi que, plus globalement, du recul de l'aversion au risque. Néanmoins, la publication de nouvelles économiques plus mitigées en provenance de Chine au mois de mars leur a fait perdre une partie de leurs gains (graphique 76).

Bilan positif mais pas enthousiasmant

Nous anticipons que le cours des matières premières devrait rester sur une tendance haussière, ou du moins irrégulière (graphique 77), tant que les indicateurs économiques resteront orientés favorablement. Cette évolution est d'autant plus probable que les banques centrales maintiennent les taux courts (négatifs en termes réels) au plancher.

77. Matières premières : indice DCI et activité économique

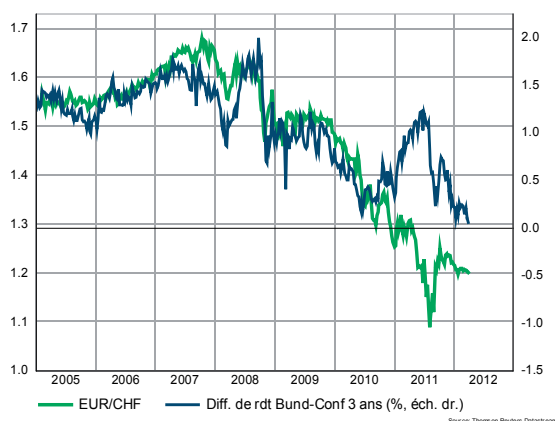


Par contre, le ralentissement de la Chine, qui a accumulé dernièrement des stocks importants, va probablement mettre un frein à la hausse des cours dans l'immédiat.

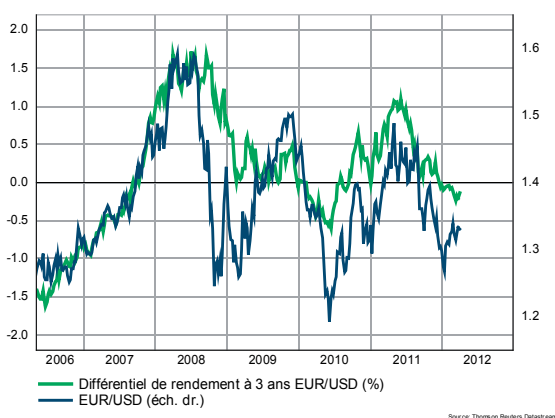
Entre reflation (métaux précieux) et croissance (métaux industriels et pétrole), notre préférence va à ces derniers tant que le momentum de l'économie mondiale reste suffisamment vigoureux (horizon été/automne ?).

- Le plancher EUR/CHF 1.20 devrait se maintenir mais le potentiel d'appréciation de l'euro est modeste face aux difficultés économiques de la région.
- Le dollar devrait évoluer irrégulièrement. Son potentiel de hausse est limité par la politique de la Fed et le recul de l'aversion au risque, mais il est soutenu par la meilleure vigueur de l'économie américaine.
- En matière de pondération monétaire, nous maintenons un biais envers les devises non européennes en raison de la plus grande attractivité des investissements financiers dans ces monnaies (actions et/ou obligations) pour un risque monétaire raisonnable.

83. EUR/CHF et différentiel de taux à 3 ans



84. EUR/USD et différentiel de taux à 3 ans



EUR/CHF : une certaine stabilisation

Depuis le début de l'année, l'euro évolue près de son niveau plancher face au franc, témoignant non pas de pressions spéculatives à la baisse, mais plutôt de l'accommodation monétaire extraordinaire entreprise par la BCE (prêts aux banques) qui a quelque peu réduit le différentiel de rendement Bund/Confédération (graphique 83). Le potentiel d'appréciation de l'euro est limité avec une parité d'achat estimée à EUR/CHF 1.30/1.35 et un différentiel de rendement pointant aussi vers EUR/CHF 1.30 s'il n'y avait aucun risque sur la monnaie unique européenne (revoir graphique 83).

Dollar irrégulier

Nous anticipons une évolution de EUR/USD entre 1.25 et 1.37 au cours du deuxième trimestre. D'un côté, la diminution de la prime de risque à l'égard de l'euro peut encore être favorable à la devise européenne (graphique 84). De l'autre, l'économie US est la plus robuste parmi les pays développés. Néanmoins, la politique très accommodante de la Fed et les incertitudes politiques et budgétaires outre-Atlantique limiteront le rebond du billet vert.

Zone dollar : préférence au Canada

Avec une économie davantage orientée vers l'énergie et moins sensible au ralentissement chinois, nous privilégions le dollar canadien par rapport aux dollars australien et américain.

INFORMATIONS JURIDIQUES IMPORTANTES

Exclusion de responsabilité. Bien que nous fassions tout ce qui est raisonnablement possible pour nous informer d'une manière que nous estimons fiable, nous ne prétendons pas que toutes les informations contenues dans le présent document sont exactes et complètes. Nous déclinons toute responsabilité pour des pertes, dommages ou préjudices directs ou indirects consécutifs à ces informations. Les indications et opinions présentées dans ce document peuvent être modifiées en tout temps et sans préavis.

Absence d'offre et de recommandation. Ce document a été élaboré dans un but exclusivement informatif et ne constitue ni un appel d'offre, ni une offre d'achat ou de vente, ni une recommandation personnalisée d'investissement. Nous vous proposons de prendre contact avec vos conseillers pour un examen spécifique de votre profil de risques et de vous renseigner sur les risques inhérents, notamment, en consultant la brochure relative aux risques dans le négoce de titres (laquelle est disponible dans nos locaux ou sur notre site internet à l'adresse suivante: http://www.bcv.ch/static/pdf/fr/risques_particuliers.pdf), avant toute opération. Nous attirons en particulier votre attention sur le fait que les performances antérieures ne sauraient être prises comme une garantie d'une évolution actuelle ou future ni ne tiennent compte des commissions et frais perçus lors de l'émission/achat et du rachat/vente des parts.

Intérêts sur certaines valeurs ou auprès de tiers. Il est possible que notre établissement, des sociétés de son groupe et/ou leurs administrateurs, directeurs et employés détiennent ou aient détenu des intérêts ou des positions sur certaines valeurs, qu'ils peuvent acquérir ou vendre en tout temps, ou aient agi ou négocié en qualité de teneur de marché (« market maker »). Ils ont pu et peuvent avoir des relations commerciales avec des émetteurs de certaines valeurs, leur fournir des services de financement d'entreprise (« corporate finance »), de marché des capitaux (« capital market ») ou tout autre service en matière de financement.

Restrictions de diffusion. Certaines opérations et/ou la diffusion de ce document peuvent être interdites ou sujettes à des restrictions pour des personnes dépendantes d'autres ordres juridiques que la Suisse (par ex. UE, UK, US, US persons). La diffusion de ce document n'est autorisée que dans la limite de la loi applicable.

Marques et droits d'auteur. Le logo et la marque BCV sont protégés. Ce document est soumis au droit d'auteur et ne peut être reproduit que moyennant la mention de son auteur, du copyright et de l'intégralité des informations juridiques qu'il contient. Une utilisation de ce document à des fins publiques ou commerciales nécessite une autorisation préalable écrite de la BCV.

Indice de référence. Le SMI® respectivement l'indice concerné est une marque déposée de la SIX Swiss Exchange. Son utilisation nécessite une licence.

Téléphone. Les conversations téléphoniques qui sont effectuées avec notre établissement peuvent être enregistrées. En utilisant ce moyen de communication, vous acceptez cette procédure.