



Mesdames, Messieurs,

Lors d'une interview, un footballeur de légende racontait: «Avec les amis, on préférerait jouer la nuit car on développe un meilleur équilibre. On est obligé de sentir le terrain

et de faire appel à tous ses sens. Il faut coller à la balle en permanence. Et quand on joue bien de nuit, c'est encore plus facile de jouer de jour.»

Du football à la finance, il n'y a parfois qu'un pas. En ce début d'année, alors que le marché des actions s'est comporté étonnement bien et que certains indicateurs économiques affichent une mine plutôt réjouissante, nous nous gardons d'être trop optimistes, conscients qu'il faudra certainement évoluer encore un peu sur un terrain en demi-jour.

Face à des marchés financiers suspendus aux échéances cruciales qui attendent l'Union européenne et sans vision claire sur leurs résolutions finales, les investisseurs demeurent frileux et les taux collés au plancher.

A court terme, maintenir nos sens en alerte pour garder le ballon au pied reviendra à faire preuve de prudence et de sélectivité dans le choix de ses investissements. Mais quand les premiers rayons du jour reviendront caresser le terrain, le moment sera venu de s'engager avec talent et courage sur les marchés financiers.



Gérard Haerberli,
Directeur général de la division
Private Banking

1^{er} trimestre 2012: l'économie mondiale va ralentir, surtout en zone euro

Dans la foulée des événements économiques et financiers de l'an dernier, la croissance mondiale sera vraisemblablement plus modeste cette année. Mais, à l'exception de l'Europe, une récession généralisée – dans les pays développés comme au niveau mondial – reste peu probable.

D'échéance en échéance, tous les regards sont braqués sur l'endettement des pays européens où un ralentissement supplémentaire est prévisible au premier semestre. Sans être devin, le directeur de la politique d'investissement de la BCV, Fernando Martins Da Silva, voit un risque de récession élevé se développer dans la zone euro. L'austérité budgétaire va encore se renforcer au cours des prochains mois, en particulier en Italie et en Espagne, souligne en substance l'analyste, alors même que l'ampleur de la dette souveraine a provoqué des tensions sur le marché de l'argent dans de nombreux Etats, un manque de confiance généralisé et des exportations qui subissent le ralentissement mondial malgré des salaires souvent révisés à la baisse: «Dans ce contexte, l'ampleur de la récession européenne restera un facteur-clé pour la croissance mondiale. C'est probablement l'incertitude majeure qui domine cette année au niveau économique global», assure M. Martins Da Silva qui suggère à la France de faire plus d'efforts pour contrôler le déficit public: «D'autres pays européens font davantage d'efforts, comme l'Italie qui a réduit son déficit calculé en pourcentage de son PIB».

Le facteur positif est que les banques centrales des pays industrialisés maintiennent des politiques monétaires très accommodantes, entraînant des taux d'intérêts avantageux et des injections massives de liquidités. Mais le recours massif à la planche à billets a aussi ses revers avec des risques d'inflation accrus d'ici l'horizon 2014 ou 2015: «Il éloigne ainsi le spectre de la déflation, même s'il est un fait que le monde occidental demeure surendetté, aussi bien au niveau public que privé». Cet état de fait condamne les Etats à l'austérité budgétaire et constitue autant de freins à la croissance, particulièrement en 2012 dans la zone euro, mais aussi et dans une moindre mesure aux Etats-Unis. Sur ce marché, le niveau de l'emploi s'est cependant amélioré au cours des derniers mois, renforçant les revenus des ménages et contribuant ainsi à la croissance. En revanche, la morosité boursière et l'immobilier en timide reprise ont mis à mal le patrimoine des ménages américains, ce qui pourrait les inciter à épargner davantage.

Dans les pays émergents, la conjoncture reste mieux orientée que celle des nations industrialisées. Le potentiel de croissance y est plus élevé et les niveaux d'endettement aussi bien privés que publics y sont en général inférieurs. En Chine, le ralentissement est un peu plus marqué que prévu. On constate une évolution favorable de l'inflation, mais des points faibles subsistent dans les secteurs de l'immobilier et de l'investissement qui restent surdimensionnés et souvent financés par des crédits parallèles non-bancaires.

Enfin, en Suisse, le ralentissement de l'économie devrait se manifester de façon marquée en raison du renchérissement du franc et de la morosité conjoncturelle qui a poussé les prix à la baisse. La BNS devrait pour sa part maintenir ses taux au plancher au cours de l'année 2012.

Entretien avec Fernando Martins Da Silva :

« Pas de quoi enterrer le marché des actions... »

La Bourse n'a pas enrichi les investisseurs ces douze dernières années. Mais ce n'est pas la première fois dans l'histoire que le marché boursier est si peu rémunérateur sur le long terme. Un regard dans le rétroviseur du Dow Jones de 1965 à 1980 le prouve. A long terme toutefois, les actions restent le placement le plus prometteur.

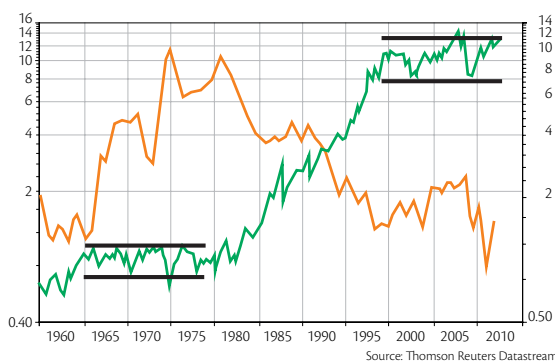
«Les montagnes ne grimpent jamais jusqu'au ciel» assure une expression d'origine américaine selon laquelle les cours de bourse ne peuvent monter indéfiniment. Il y a forcément des grands cycles avec des hauts, mais aussi des bas. C'est le cas des principales Bourses occidentales qui ont réalisé des rendements négatifs ou nuls ces douze dernières années. Mais si l'on considère le long terme, le rétroviseur montre qu'il n'y a pas de quoi baisser les bras. A long terme, les actions peuvent certainement générer à nouveau des bénéfices intéressants: «Des rendements nuls voire négatifs sur une période d'une douzaine d'années, cela est déjà arrivé depuis les années 60», assure Fernando Martins Da Silva. «Les actions sont certes des actifs risqués suivant l'état de la conjoncture. L'investisseur participe à l'économie mondiale. A moyen ou à long terme, elles dégagent des plus-values qui s'avèrent normalement plus intéressantes que celles du marché obligataire ou de l'argent cash. Mais ce n'est plus le cas depuis le seuil de l'an 2000», constate le spécialiste.

Les leçons du Dow Jones de 1965 à 1980

Les statistiques le montrent avec éloquent: le Dow Jones de la période des années 1965 à 1980 a déjà déçu les

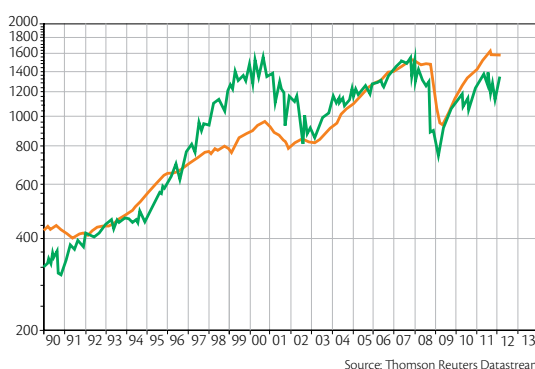
investisseurs avec des rendements quasi-nuls sur une période de 14 années. Les actions des grandes sociétés américaines ont stagné en monnaie américaine (voir graphique A): «Les raisons d'une si longue contre-performance sont du domaine structurel, avec à la base une forte hausse de l'inflation – elle était passée de 1,5% à 10% –, ce qui a provoqué une hausse des taux, perturbé la croissance réelle de l'économie américaine et affecté la valorisation des actions, analyse Fernando Martins Da Silva. Aujourd'hui, l'inflation est très faible, ce qui est le reflet du manque de croissance dû au surendettement accumulé dans les pays occidentaux et au transfert de l'économie vers les grands pays émergents.

Si l'on déplace la loupe sur les données du marché des actions de 2000 à 2012 comparé aux bénéfices des grandes sociétés américaines (voir graphique B), on constate un certain parallélisme, même si les causes diffèrent: «Les actions étaient très chères à la fin des années 90 par rapport aux bénéfices des entreprises. Une correction violente est intervenue en 2001-2002, due à un élément cyclique, la baisse de l'activité économique et des bénéfices même si elle a été modérée, observe le spécialiste. L'éclatement de la bulle est survenu après une surévaluation manifeste du marché des actions. Si les actions avaient suivi les bénéfices des sociétés, la correction aurait été beaucoup plus modeste. Ensuite des



A - Etats-Unis: évolution à long terme des actions

— Indice Dow Jones USA
— Inflation (échelle droite)



B - USA: marché des actions et bénéfices

— Indice S&P500 actions USA
— Evolution des bénéfices

éléments structurels sont survenus dès 2007, avec la plus forte récession de l'après-guerre, l'éclatement d'une autre bulle, celle du crédit et de l'immobilier aux USA, puis les craintes sur la crise en Europe qui se sont traduits par une correction massive des bénéfices et une forte chute du marché des actions.

Une crise de confiance à surmonter

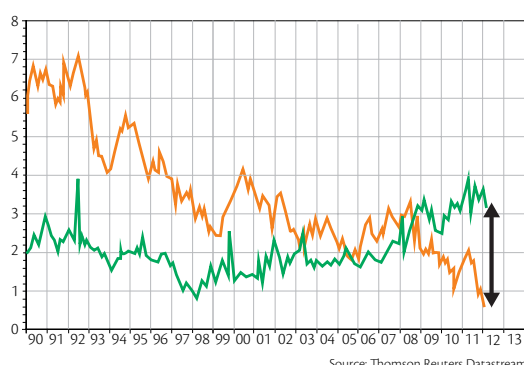
«Chat échaudé craint l'eau froide...». Un aspect psychologique est alors intervenu dans le comportement de l'investisseur qui a recherché la sécurité dans le contexte chahuté des événements européens et de la finance américaine: «Le manque de confiance a contribué à rendre les actions meilleur marché: en effet, depuis 2007 la performance des marchés boursiers est restée en deçà de celle des bénéfices qui ont pourtant bien récupéré (voir graphique B)». Mais qu'en est-il du futur? En l'an 2012 voire encore début 2013, l'investisseur ne va-t-il pas encore assister à des turbulences justifiant le manque de confiance actuelle? «Le ciel n'est pas totalement dégagé, constate le directeur de la politique d'investissement. Mais que vaut-il mieux? Si l'on considère le rendement des obligations de la Confédération à

10 ans qui est à moins de 0,8% et celui des dividendes de principales actions du SMI qui oscille entre 3 et 4% (voir graphique C), le choix semble évident, du moins si l'on considère le long terme. Même si les difficultés des économies développées ne vont pas s'éclipser du jour au lendemain, des sociétés internationales ne vont pas couper brutalement leurs dividendes. A moins d'avoir affaire à une récession de longue durée, leurs dividendes sont assez solides. Par exemple, les dividendes des sociétés américaines sont de l'ordre de 2,6%. Et le ratio du dividende par rapport aux bénéfices de ces sociétés est déjà parmi les plus bas, de l'ordre de 0,35. La majorité des sociétés ne vont pas baisser leurs dividendes à la moindre diminution de leurs bénéfices. Cette crise de confiance et les craintes qui l'accompagnent sont en partie justifiées pour 2012 et peut-être pour le début de 2013, mais si on regarde au-delà, les Banques centrales sont en train de réagir avec beaucoup de vigueur. L'économie mondiale a certes une croissance plus faible que dans les années 2000, mais pas tellement. Les entreprises occidentales se trouvent directement (ou indirectement pour les plus petites) exposées à celles des

pays émergents qui représentent déjà 50% du PIB mondial. Si l'on prend en compte plus sereinement un horizon de 3 à 5 ans, on constate que les autorités, y compris celles des pays émergents, continuent de mener des politiques de promotion de la croissance».

Sur une période de 3 à 5 ans, les actions sont en train de préparer leur revanche par rapport aux obligations.

La croissance mondiale, même si elle a quelque peu ralenti, demeure fort raisonnable grâce à des pays comme la Chine ou l'Inde. Beaucoup d'entreprises occidentales sont aussi liées directement ou indirectement à cette croissance. De quoi faire revenir les investisseurs qui se sont éloignés des actions aux rendements intéressants par rapport à des placements de première sécurité mais aux taux dérisoires? La question est d'actualité. «Quels actifs financiers l'investisseur a-t-il intérêt à avoir dans son portefeuille dans un horizon de 3 à 5 ans? On ne peut les rassurer pour l'immédiat, mais à moyen terme sur une période de 3 à 5 ans, les actions sont en train de préparer leur revanche par rapport aux obligations. Peut-être pour la première fois depuis longtemps, cela vaut vraiment la peine de prendre en compte un horizon d'investissement un peu plus long. Même si le court terme sera peut-être un peu agité, le moyen terme devrait se montrer plus intéressant».



C - Suisse: rendement aux dividendes et obligataire

- Rendement aux dividendes moyen actions suisses
- Rendement 10 ans Confédération

Perspectives d'investissement trimestrielles BCV

« Les incertitudes sont multiples mais les actions ont aussi du soutien »

Les marchés boursiers devront encore composer avec des obstacles importants tels l'évolution plus mitigée des bénéfices des sociétés et les incertitudes sur la crise européenne voire sur la vigueur de la reprise américaine à terme. Cependant, ils devraient aussi tirer profit de la stabilisation/amélioration de nombreux indicateurs économiques à l'heure actuelle et d'évaluations raisonnables.

Après le krach boursier enregistré à fin juillet-début août de l'an passé, la majorité des bourses se sont reprises lors du dernier trimestre de 2011. Le marché américain s'est même nettement distingué grâce à une meilleure tendance économique que celle de la zone euro. A l'horizon des six prochains mois, les incertitudes qui pèsent sur les marchés européens prônent en faveur des marchés qui devraient bénéficier de croissances plus élevées, comme les Etats-Unis et l'Asie du Sud-Est, et dans le cas de Wall Street, de taux d'intérêts très bas. En revanche, l'évolution mitigée des bénéfices des sociétés cotées limitera le potentiel haussier de nombreuses bourses, estiment les observateurs. En ce qui concerne la bourse suisse, un retour du rapport cours/bénéfices à 12,5 fois les bénéfices ramènerait le SMI autour de 6200 à 6400 points, satisfaisant les attentes des investisseurs.

Sur le marché obligataire, les rendements devraient rester bas au cours des prochains mois en raison du maintien des politiques accommodantes de banques centrales, BNS comprise, et de l'absence des pressions inflationnistes : « Nous estimons que les obligations à 10 ans de la Confédération évolueront entre 0,7 et 1,2%, celles du Bund allemand entre 1,7 et 2,3% et celles en dollar entre 1,8 et 2,4% », avancent les analystes de la BCV. Pour les obligations suisses, la banque préconise de privilégier les emprunts de qualité AAA-BBB. Aux Etats-Unis, la dette de qualité moyenne semble particulièrement attrayante.

Sur le marché des devises, la BNS devrait encore pouvoir maintenir le niveau plancher décrété sous l'ère de Philipp Hildebrand, mais les tensions résultant de la crise de la dette européenne sont à surveiller de près : « Nous ne pensons pas que la BNS remontera le plancher à 1,30 ou même 1,40 pour 1 euro : le prix d'équilibre de la devise européenne en matière de pouvoir d'achat est d'environ 1,30 à 1,35 et une telle parité susciterait trop d'opérations spéculatives », estime la BCV. En revanche, le dollar devrait perdre de sa superbe et l'euro mieux se comporter. Enfin, en ce qui concerne les devises asiatiques, et notamment le yuan, elles devraient regagner du terrain face au dollar si un tassement plus important

de l'économie mondiale ne survient pas entretemps.

Concernant les matières premières, la BCV préconise une diversification modérée en privilégiant l'énergie et les métaux industriels de préférence notamment à l'agriculture : « Par rapport aux actions, à long terme, le prix des matières premières – et du pétrole en particulier – devrait bénéficier de la demande croissante des pays émergents ».

Podcast financier !

Avec **BCV Flash Finance**, prenez une longueur d'avance pour vos d'investissements !

Abonnez-vous vite sur :
www.bcv.ch/podcast

Contact

Pour vous abonner à l'édition électronique de BCV Finance ou pour tout autre sujet, contactez-nous sur :

bcvfinance@bcv.ch

Impressum
Publication éditée par la BCV

Adresse de la rédaction
Banque Cantonale Vaudoise
Département marketing DPB
Case postale 300
1001 Lausanne
Tél. 0844 228 228
E-mail : bcvfinance@bcv.ch

Clôture éditoriale
31 janvier 2012

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 à tout moment et sans que nous soyons obligés de vous les communiquer. 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 notre brochure relative aux risques dans le commerce de titres, 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. 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 les 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 (notamment Royaume-Uni, USA et « US persons »). La diffusion de ce document n'est autorisée que dans les limites 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.