



Mesdames, Messieurs,

La période que nous vivons actuellement fait écho à ce que nous affirmons il y a peu dans ces pages. L'économie mondiale ralentit, plus principalement dans la zone européenne ; la crois-

sance restera modérée voire faible au niveau global.

Dans cet environnement changeant, passablement de points doivent encore être réglés. Les plans d'austérité ainsi que les doutes sur le niveau d'endettement des Etats freinent l'enthousiasme. Pourtant quelques éléments sont relativement prévisibles: tant le niveau d'incertitudes que celui des liquidités demeureront élevés, les taux se maintiendront au plancher et l'appétit au risque sera faible.

Paradoxalement, sur les six derniers mois, l'excellente performance des actions sur la plupart des marchés a surpris plus d'un investisseur. Leur progression à contre-courant a fortement contrasté avec le contexte ambiant. Aujourd'hui, entre cash et obligations, nous restons néanmoins convaincus que les actions sont encore relativement attrayantes, même s'il faut convenir que leur potentiel s'annonce plus contenu et irrégulier au cours des prochains mois.

Nous vous souhaitons une bonne lecture et vous donnons rendez-vous dans trois mois.

Gérard Haerberli,
 Directeur général de la division
 Private Banking

2^e trimestre 2012: la croissance mondiale devrait se poursuivre

Grâce à la reprise des affaires aux Etats-Unis et aux mesures de relance prévisibles en Chine, l'économie mondiale devrait poursuivre son expansion modérée, à l'exception toutefois de la zone euro qui devrait affronter un recul inévitable.

Encore morose à l'automne 2011, l'activité économique mondiale a inversé la tendance et a vu les nuages se dissiper suivant les régions, comme le montrent les chiffres de croissance de l'OCDE: « L'embellie repose essentiellement sur la résilience de l'économie américaine avec un marché de l'emploi qui reprend de la vigueur », analyse Fernando Martins Da Silva, directeur de la politique d'investissement de la BCV. Mais, contrairement à l'Europe, les autorités américaines n'ont pas encore pris de mesures énergiques pour contenir la dette publique et leur déficit avoisine toujours les 8% du PIB. Les incertitudes qui planent sur le déficit budgétaire risquent de laisser des traces en cas de désaccord entre démocrates et républicains.

De l'autre côté de la planète, la croissance chinoise conserve un avantage avec une progression qui n'est plus qu'à un chiffre (environ 8%), mais qui ne plonge pas dans les profondeurs comme en 2008. Reste qu'elle faiblit un peu plus rapidement que prévu suite aux mesures prises par Beijing pour contenir l'inflation: « Le gouvernement dispose d'une marge de manœuvre d'autant plus confortable pour relancer l'économie que l'inflation a reculé » poursuit le stratège de la banque.

Dans la zone euro qui n'est pas sortie de la crise, des défis importants attendent toujours les pays les plus fragiles. Globalement, son économie s'est contractée de 0,3% au dernier trimestre 2011. Heureusement et grâce surtout à la bonne résistance de l'économie allemande qui ne s'est repliée que de 0,2%, alors même que l'Italie est entrée officiellement en récession de manière importante, le recul de l'activité économique de la zone euro devrait être modeste. Malgré cela, les pays du sud vont encore subir les politiques d'austérité adoptées par leurs gouvernements respectifs: baisses des salaires et des retraites, croissance du chômage notamment chez les jeunes, réformes structurelles massives à mener à bien dans un environnement politique délicat risquent de freiner encore pour quelque temps le retour souhaitable à la croissance. Les tensions persisteront aussi longtemps que les dirigeants de la zone euro n'auront pas élaboré un pare-feu crédible et efficace, et cela tant que les doutes sur la solvabilité de certains pays du sud de l'Europe n'auront pas été totalement dissipés. La situation est d'autant plus difficile à maîtriser que les mesures à prendre doivent s'effectuer dans le contexte d'un système monétaire unifié.

Un principe semble toutefois acquis: les banques centrales devraient maintenir contre vents et marées les taux au plancher, y compris en Suisse où la BNS ne changera vraisemblablement pas de cap avant la fin de l'année, dans la mesure où elle doit lutter contre une baisse des prix.

Contact

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

bcvfinance@bcv.ch

Entretien avec Fernando Martins Da Silva :

« Faut-il craindre le grand retour de l'inflation? »

Pour relancer une économie mondiale au bord du gouffre et éviter que la crise financière entraîne une grave dépression, les gouvernements et leurs banques centrales ont injecté des centaines de milliards de dollars dans l'économie. Mais qu'advient-il de ces marchés drogués aux liquidités quand la croissance reprendra? Les banques centrales arriveront-elles à absorber ces centaines de milliards pour éviter une hyperinflation incontrôlée?

A fin 2008, la Réserve fédérale américaine a été la première à se lancer dans une injection massive de liquidités, avec son premier programme de rachat d'actifs «Quantitative Easing 1»: son bilan est passé de 900 milliards de dollars à plus de 2000 milliards afin d'éviter une asphyxie des banques et une énorme crise économique. A fin 2010, ce sont encore des centaines de milliards de dollars qui ont véritablement inondé l'économie américaine. Avec cette abondance de billets verts, les banquiers centraux ne jouent-ils pas aux apprentis sorciers?

Certes, on a joué un peu à l'apprenti sorcier, mais on n'avait pas le choix à ce moment-là. Le surendettement privé, public et bancaire issu des années 2000 à 2008 était tel qu'il fallait innover. On avait quand même quelque expérience avec l'économie japonaise confrontée à des pressions déflationnistes et à un manque de demande : en 2001, la Banque du Japon a ramené son taux d'intérêt à près de zéro en gavant les banques de liquidités pour les inciter à prêter à des taux de plus en plus bas. Cela n'a pas pour autant poussé le Japon à l'inflation. Au contraire, le Pays du Soleil-Levant se trouve en déflation depuis

plusieurs années : en 2011, l'inflation a été de -0,2% et de -0,4% en 2010.

Dans la zone euro, la Banque centrale européenne a imité l'exemple en offrant aux banques des prêts à trois ans illimités, à un taux de 1%. En deux temps, en 2008 et depuis l'été 2011, elle a déboursé plus de 1000 milliards d'euros, provoquant une augmentation de son bilan...

Le bilan de la BCE est passé effectivement de 1800 milliards l'été passé à quelque 3000 milliards aujourd'hui. Cet afflux va-t-il créer de l'inflation à terme? La question est posée. En Suisse, la BNS a aussi triplé son bilan depuis 2007 pour atteindre 360 milliards.

Sommes-nous devenus dès lors dangereusement accros aux taux bas?

On peut raisonnablement se poser la question. Finalement, sur le court et moyen terme, on peut exclure des risques inflationnistes dans les deux prochaines années. Les taux de chômage sont élevés, les capacités financières des ménages restent mesurées et les entreprises ne sont pas à même de relever brutalement leurs prix.

On peut quand même se demander où sont passés ces centaines de milliards de dollars et d'euros? Sont-ils tombés dans un trou sans fond?

Non, pas du tout. Beaucoup de ces milliards empruntés par les banques sont redéposés dans les banques centrales. Tant que ces montagnes de billets ne se transforment pas en liquidités permettant de soutenir une expansion du crédit, elles n'ont pas un pouvoir inflationniste. Prenons une banque qui détient 10 milliards de liquidités pour rassurer et fluidifier les marchés. Si elle ne prête pas cet argent, parce qu'elle doit gérer une liquidité moins bonne que par le

passé ou qu'elle ne trouve pas des débiteurs de bonne qualité, ces montants ne vont pas pour autant passer dans l'économie et servir de base à des crédits massifs aux entreprises ou aux privés. Les banques ne vont pas prêter à n'importe qui n'importe comment, sans s'assurer que le client soit solvable.

A court ou à moyen terme, ces liquidités ne sont pas génératrices d'inflation. Mais à plus longue échéance?

Il existe un certain nombre de dangers. Les banques centrales peuvent toujours retirer ces liquidités du marché en vendant des obligations du Trésor par exemple, ou comme les Chinois en 2011, en augmentant le taux de réserves obligatoires et en obligeant les banques commerciales à détenir un pourcentage obligatoire plus élevé de leurs actifs en dépôt à la banque centrale. En revanche, si ces liquidités commencent à se propager et que l'économie reprend son souffle, avec une normalisation de la demande, cela se traduirait par une hausse des intérêts. Et c'est là le danger...

Est-ce que l'économie pourrait supporter une hausse des taux à ce moment-là?

Le danger potentiel d'inflation dans un horizon de trois à cinq ans, c'est que les banques centrales ne soient pas dans une situation facile pour remonter les taux d'intérêts et retirer les liquidités. Elles risqueraient de provoquer une récession ou des à-coups brutaux. Il faut vraiment manœuvrer finement. Les banques centrales vont donc pratiquer une politique plutôt accommodante, en évitant de remonter trop rapidement les taux. Finalement, on est en train de créer des économies droguées aux liquidités à taux bas, selon la formule qui veut que les

marchés financiers adorent l'abondance de liquidités, comme l'ont montré les bourses au lendemain de ces opérations. Des taux bas garantis sur plusieurs années commencent alors à entrer dans le plan financier acteurs économiques, par exemple des ménages avec l'immobilier. Les entreprises aussi se mettent à des business-models basés sur ces taux bon marché. Même les gouvernements ont besoin de taux bas pour payer leurs dettes. Il faudra donc être très prudent quand il s'agira de penser à des hausses des taux.

Pour manœuvrer finement, il faut les outils nécessaires, les a-t-on vraiment ?

Oui, mais après avoir donné un tel coup de volant vers les liquidités, aura-t-on la volonté ou la capacité de redresser la barre, au risque de provoquer des contrecoups économiques, après avoir rendu les économies dopées aux taux bas ? Le serrage de vis risque fort de traîner en longueur...

Quelles erreurs les autorités ont-elles commises pour ne pas avoir réagi assez vite lors de la crise survenue en 2008 ?

A partir de 2003, les Américains ont généré du crédit à tour de bras, mais cela ne créait pas d'inflation, car il y avait l'essor de la Chine et d'autres pays émergents. Mais cela a créé des bulles spéculatives et l'on aurait dû alors augmenter les taux. En Grèce, le déficit public n'existe pas seulement depuis deux ans. Le pays enregistrait déjà un déficit de 5 à 6% de son PIB alors même que son économie fonctionnait bien, un niveau déjà trop élevé pour une période favorable. Mais qui allait tirer la sonnette d'alarme et quel parti allait réclamer une politique d'austérité dans l'euphorie des Jeux Olympiques ? Et quel politicien allemand aurait eu l'audace

de demander un meilleur contrôle des déficits publics ?

Avec le scénario d'une montée graduelle de l'inflation dans un délai de 3 à 5 ans, que se passerait-il ?

On devrait pouvoir éviter le phénomène de japonisation avec l'apparition d'une spirale déflationniste aussi néfaste que l'inflation incontrôlée. En fait, aujourd'hui, il y a des pays européens qui se trouvent dans une forme de déflation comme le Portugal et la Grèce, avec d'importantes baisses des salaires et des retraites. Mais le défi d'une inflation plus haute sera d'éviter une progression trop prononcée des prix.

Risque-t-on un retour à une hyperinflation de 20 à 30% ?

Cela me semble peu probable. Cela signifierait que les prix et les taux remonteraient très fort, mais je vois mal une hausse des salaires provoquer une hyperinflation dans un marché d'offre et de demande très libre. Le scénario le plus probable est celui du maintien d'une inflation très basse au cours des 12 à 24 prochains mois, en raison de l'explosion de la bulle immobilière aux USA, du surendettement public et privé et des politiques d'austérité pesant sur les particuliers. Ces phénomènes-là font en sorte que les prix restent bas. En revanche, dans un horizon de 3 à 5 ans, quand surviendra un début de normalisation, on commencera à voir une hausse des prix plus marquée, peut-être avec des taux de chômage qui ne seront pas nécessairement trop bas. Aux Etats-Unis par exemple, pas besoin d'avoir un taux de chômage de 4,5% (contre 8% aujourd'hui) pour provoquer une hausse des prix. Avec un taux de 6 à 6,5%, on aura déjà des pressions inflationnistes.

Que faire des investissements obligataires dans ce contexte ?

Je maintiens une préférence pour les obligations risque crédit de qualité raisonnable ou moyenne (hauts coupons), mais plutôt aux Etats-Unis et, dans une certaine mesure, en Suisse. Outre-Atlantique, les perspectives de poursuite de la reprise demeurent favorables. En Suisse, le différentiel de rendement des obligations de qualité AAA/BBB par rapport à celles de la Confédération offre encore un certain attrait malgré sa diminution. Je serai plus prudent à l'égard de la zone euro : les rendements de la dette non-souveraine ont fortement baissé et semblent insuffisamment rémunérateurs par rapport aux risques économiques et financiers qui pèsent sur la région.

Conférence en partenariat avec

LE TEMPS



24 mai & 11 juin: Rendez-vous de la finance avec quatre experts, posez-leur votre question!

Agnès Arlandis, Patrick Artus, Fabrizio Quirighetti et Fernando Martins Da Silva seront interviewés pour vous par Frédéric Lelièvre, Chef de la rubrique Economie et Finance du Temps, lors des Rendez-vous de la finance 2012. Consultez le programme et adressez-leur votre question dix jours avant chaque rencontre sur bcv.ch/conferences. Les places sont limitées, réservez vite la vôtre!

Perspectives d'investissement trimestrielles BCV

« Vers une croissance plus tiède au milieu de 2012 »

La croissance mondiale devrait se poursuivre cette année, mais les observateurs prévoient un tassement dès cet été, comme le laissent entrevoir certains indicateurs en ce début de deuxième semestre. Quelles conséquences en tirer au niveau des portefeuilles ?

Après une forte progression depuis le début d'octobre dernier pour la majorité des marchés des actions, le potentiel haussier des marchés boursiers sera plus contenu et irrégulier. Le retour à des valorisations plus élevées devra attendre encore une normalisation de l'environnement économique, estime la BCV. Mais tant que la tendance sur les indicateurs économiques est suffisamment robuste, les actions devraient garder une orientation positive ou du moins latérale dans un contexte de taux très bas et de politique de relance. La BCV préconise dès lors une exposition neutre à modérément surpondérée, tout en restant très attentif – dans le sens d'une réduction du risque – au changement des paramètres économiques à l'approche de l'été. En étant raisonnablement optimiste, le potentiel haussier pour les prochains mois est d'environ 1450-1500 pour le S&P500 et 6400 à 6600 pour le SMI, soit une hausse de 5 à 7% à partir des cours de fin avril.

Pour le marché obligataire, la stratégie proposée par la BCV consiste à sous-pondérer les placements de ce type, en particulier les emprunts de première qualité

aux rendements très faibles et à l'attrait limité vu la faible probabilité de récession mondiale. Ils offrent néanmoins une stabilité intéressante en période d'incertitude. Par contre, dans la zone euro, les rendements du risque crédit ont fortement baissé suite au recul du risque financier, et la rémunération s'avère peu satisfaisante par rapport à l'activité économique et financière actuelle (voir l'entretien avec Fernando Martins Da Silva en pages 2 et 3).

Concernant les matières premières, la poursuite de la reprise économique et les politiques de reflation des banques centrales devraient se poursuivre toute l'année et être favorables aux cours des matières premières ces prochains mois. Leur potentiel d'appréciation devrait cependant se voir freiné par le ralentissement de la Chine plus marqué que prévu. Le premier consommateur mondial de ces matières a dernièrement accumulé des stocks importants et la demande a – provisoirement? – chuté. La banque préconise dès lors une diversification normale en privilégiant les métaux industriels et l'énergie aux métaux précieux et aux produits agricoles.

Pour le secteur des devises enfin, il est prévisible que le plancher euro/franc suisse se maintienne à CHF 1,20 bien qu'une lumière orange se soit récemment allumée. Face aux difficultés économiques de la zone euro, le potentiel d'appréciation de la monnaie

européenne s'avère modeste. Quant au dollar, il devrait évoluer irrégulièrement, vu son potentiel de hausse limité par la politique monétaire de la Fed et le recul de l'aversion au risque. Le billet vert est cependant soutenu par la reprise de l'économie américaine. Par rapport au franc, le dollar devrait évoluer entre CHF 0,88 et 0,96, compte tenu du différentiel de rendement entre les deux devises et du plancher de CHF 1,20 face à l'euro.

Fernando Martins Da Silva fait le point sur les thèmes d'investissements à privilégier au 2e trimestre sur bcv.ch/videos.

LE TEMPS

Découvrez l'offre exclusive que Le Temps et la BCV vous ont réservée!

Le Temps vous propose un abonnement gratuit d'un mois. Cette offre comprend la livraison du quotidien, l'accès illimité au site letemps.ch ainsi qu'à ses applications. Pour en bénéficier, merci d'appeler le numéro gratuit 00 8000 155 91 92 ou de transmettre vos coordonnées à abos@letemps.ch avec la mention « Rendez-vous de la finance ». Si vous êtes déjà abonné(e), vous pouvez en faire profiter une connaissance. Cette offre exclusive est valable jusqu'au 31 octobre 2012. Elle n'est ni cumulable, ni renouvelable.

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
30 avril 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.