



Alfred Ritter
Chief investment officer
Responsable CCAM
Banque Cantonale de Bâle
Banque Coop

Séisme politique en Grèce!

Les deux grands partis traditionnels n'ont plus la majorité. L'extrême gauche et l'extrême droite sortent consolidées des élections. L'incertitude règne.

Hollande n'est pas la France!

On attend avec impatience les élections législatives de juin. Les plans de croissance, le paquet fiscal européen et la poussée de l'extrême droite sont les principaux sujets d'actualité. L'incertitude règne.

Résumé des faits

- Grèce: une sortie de l'Union européenne coûterait aux citoyens grecs leurs économies et signifierait la faillite du secteur financier national. Cet événement aurait des conséquences de grande ampleur pour les banques françaises et entraînerait une crise financière mondiale.
- France: la visite de François Hollande à Angela Merkel est placée sous le signe de la révision du paquet fiscal. Le nouveau Président de la République ne pourra pas tenir toutes ses promesses électorales. Paris est tributaire des capitaux étrangers.
- Suisse: le Fonds monétaire international (FMI) estime qu'une aggravation de la crise européenne compromettrait la croissance économique. Pour l'année 2012, les prévisions de croissance s'élèvent à 0,8%.
- Espagne: la bulle spéculative dans le secteur immobilier a éclaté. Les «Cajas» (caisses d'épargne espagnoles) ne sont pas en mesure de faire face aux correctifs de valeur qui en découlent. L'Etat doit intervenir et débloquer 30 milliards d'euros.

Risques pour l'Europe – Opportunités pour les pays émergents

Les récentes élections ont fait resurgir le climat d'incertitude sur les marchés financiers. Dans notre dernier numéro, nous avons déjà annoncé pour le deuxième trimestre 2012 une phase de consolidation.

«Arme au pied», telle est la devise. Le fait que la crise ait été déclenchée par la Grèce semble a posteriori évident, car ce pays n'aurait jamais dû intégrer l'UE. Si les critères d'admission ont pu être remplis à l'époque, c'est uniquement grâce aux subterfuges comptables utilisés par les hommes politiques grecs sous la houlette des administrateurs de Goldman Sachs. L'Espagne est elle aussi devenue un poids, du fait de l'incroyable vague de spéculation qui a sévi sur le marché immobilier, entraînant une explosion du volume de crédit et, partant, une envolée spectaculaire des prix. Cette bulle spéculative a aujourd'hui éclaté. L'Etat espagnol avait déjà dû créer un fonds de sauvetage de plus de 15 milliards d'euros pour maintenir les banques nationales à flot, et d'autres milliards devront être injectés au cours des prochains mois. Dans une étude, l'économiste Rogoff explique que le principal problème réside dans l'endettement externe, qui englobe les dettes publiques et privées des Etats contractées auprès de débiteurs étrangers. Le cas des Etats-Unis, de l'Espagne ou encore de la Grèce est révélateur: dès que les sources de financement se tarissent, c'est la dérive.

Nous maintenons néanmoins notre scénario d'évolution positive des actions à long terme. Cette conviction repose sur la progression durable affichée par les «marchés de croissance», que l'on qualifiait autrefois de pays émergents. Dans ces Etats, la croissance économique est tirée depuis des années par une classe moyenne jeune à fort pouvoir d'achat qui dopera l'industrie des biens de consommation et de luxe. On assistera alors à une inversion des rôles: les pays que l'on qualifiait d'industrialisés ces dernières années deviendront les pays émergents actuels. Conséquence: les taux de croissance des économies développées devraient se situer pendant très longtemps nettement en deçà de la moyenne à long terme.

Stratégie de placement

Nous gardons des liquidités à disposition pour pouvoir augmenter la part d'actions au sein de notre portefeuille en cas de revers. Les matières premières sont légèrement surpondérées avec la position en argent constituée le mois dernier. En ce qui concerne les obligations, nous maintenons notre décision de privilégier les durations courtes, même si nous ne prévoyons pas dans l'immédiat de hausse des taux applicables aux emprunts suisses.

Conjoncture mondiale

Etats-Unis: les indicateurs avancés sont au vert

Les économistes tablent dans leur majorité sur des taux de croissance positifs pour 2012. Une tendance que les chiffres provisoires du premier trimestre semblent confirmer. Sur cette base, le PIB aurait ainsi progressé de 2,2% (en glissement trimestriel annualisé). Alors que les investissements des entreprises font pâle figure, la consommation des ménages a largement contribué à cette bonne performance économique. Et les indicateurs avancés font état d'une croissance positive pour la suite de l'année également. A plus de 50 points, les indices des directeurs d'achat évoluent en zone d'expansion. A moyen terme, de nombreux points d'interrogation demeurent toutefois concernant l'économie américaine. En termes d'endettement public, les Etats-Unis peuvent sans problème être placés sur le même plan que les nations européennes endettées. Quant à la situation sur le marché du travail, on ne peut pas vraiment dire qu'elle se soit améliorée. Le taux d'emploi reste très faible (fig. 1). La résolution de ces problèmes qui tendent à devenir structurels est pour le moment différée: il appartiendra au futur Président de s'atteler à cette tâche après son élection.

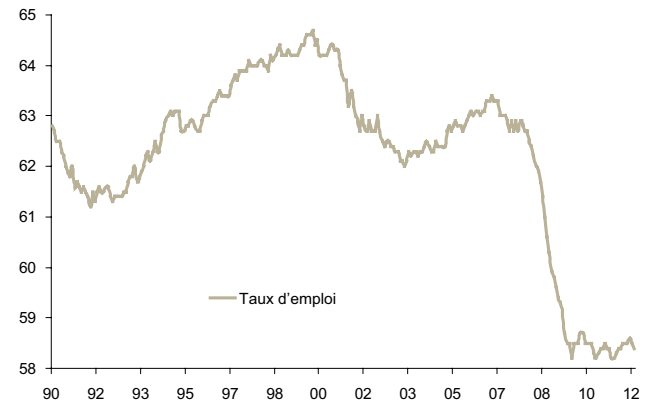
UE: l'Europe en récession

Les données économiques sont dans l'ensemble décevantes. Seule l'Allemagne fait exception, mais même là, c'est le statu quo. Le taux de chômage de notre voisin du Nord a cessé de reculer et l'indice allemand des directeurs d'achat a poursuivi sa tendance à la baisse (fig. 2). Si les «mauvais élèves habituels» ont fait les gros titres, ils ont été pour la première fois rejoints par les Pays-Bas à la une des journaux. Le dernier plan d'austérité n'a pu être adopté par le Parlement grec que grâce à des voix de l'opposition. Les économistes s'attendent en conséquence à une dégradation du moral des consommateurs. Et il ne faut pas compter sur les récents résultats électoraux pour leur remettre du baume au cœur.

Suisse: l'immigration stimule la croissance

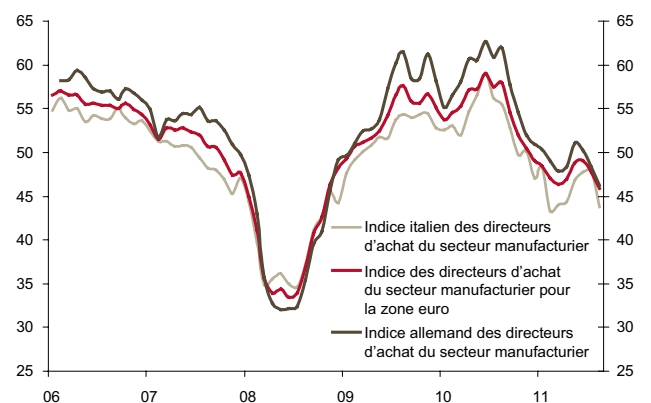
Par comparaison avec le reste de l'Europe, l'économie suisse se porte relativement bien. Le taux de croissance légèrement positif du 4^e trimestre 2011 a incité de nombreux économistes à revoir à la hausse leurs prévisions pour 2012. Il semblerait cependant que l'on se soit réjoui un peu prématurément à la perspective d'une rapide reprise conjoncturelle. L'indice des directeurs d'achat pour le secteur industriel est tombé étonnamment vite à 46,9 points (fig. 3). La composante Emploi de l'indice a atteint son plus bas niveau depuis octobre 2009. Par ailleurs, la force du franc suisse et la mauvaise santé de l'Europe ont eu un impact négatif sur les carnets de commandes.

Fig. 1: taux d'emploi aux Etats-Unis



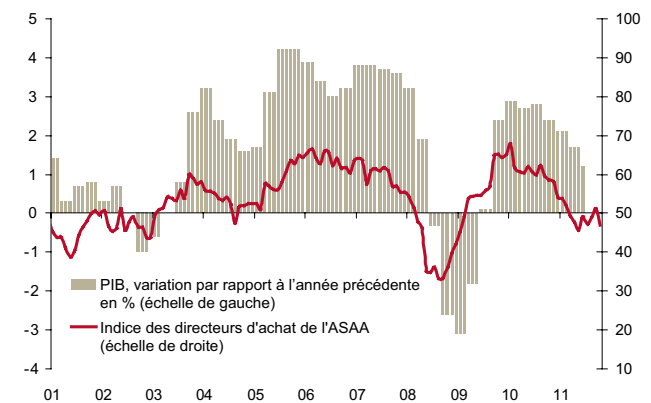
Source: BKB (Bloomberg)

Fig. 2: indice des directeurs d'achat dans la zone euro



Source: BKB (Bloomberg)

Fig. 3: indice des directeurs d'achat et PIB suisse



Source: BKB (Bloomberg)

Taux d'intérêt et devises

L'aversion au risque fait son retour en force

L'incertitude s'est à nouveau emparée des marchés. Les dernières données économiques publiées pour les Etats-Unis sont globalement décevantes. L'approche des élections présidentielles en France et des élections législatives en Grèce a également contribué à diminuer l'attrait des placements à risque aux yeux des investisseurs. Le résultat de ces deux échéances électorales a provoqué de nouvelles turbulences sur les marchés à l'aube du 7 mai. Les investisseurs attendent désormais de voir comment les responsables gouvernementaux des deux pays vont réagir. En ce qui concerne la France, l'élection de François Hollande à la tête du pays devrait être beaucoup moins lourde de conséquences que ne le craignait un certain nombre d'acteurs du marché. Le nouveau gouvernement français ne saurait en effet prendre de mesures susceptibles de rétrograder la note souveraine du pays. La situation semble plus incertaine du côté d'Athènes, car les partis auparavant au pouvoir n'ont plus la majorité au Parlement. Si un gouvernement viable n'est pas rapidement formé, de nouvelles élections seront organisées. L'Espagne fait à nouveau l'objet de toutes les attentions: l'Etat va devoir recapitaliser la deuxième caisse d'épargne du pays pour un coût de plusieurs milliards d'euros. Le rendement des emprunts espagnols à dix ans a en conséquence connu une nouvelle hausse, renouant avec la barre des 6%. Les rendements des emprunts d'Etat sûrs ont eux aussi pâti de ce climat d'incertitude persistante: celui de l'obligation de l'Etat allemand à dix ans a ainsi atteint un nouveau plus bas en descendant en deçà des 1,50%; celui des emprunts d'Etat américains et suisses affiche lui aussi une baisse significative (fig. 1).

La faiblesse de l'euro profite à la livre et au yen

La crise durable de l'endettement public qui frappe la zone euro pénalise aussi la monnaie commune, qui s'est dépréciée par rapport au dollar US (EUR 1,30). Par contraste, le yen japonais s'est raffermi; les efforts menés par la Bank of Japan pour affaiblir sa monnaie n'auront donc été couronnés de succès que sur une courte durée (fig. 2, à gauche). L'appréciation du yen a été confortée par la publication des dernières données économiques en Chine, qui laissent prévoir un ralentissement effectif de la dynamique de croissance, comme souhaité par le gouvernement central. La livre sterling connaît elle aussi depuis le début de l'année une appréciation passée quasiment inaperçue aux yeux des investisseurs (fig. 2, à droite). La Bank of England a récemment signalé un risque d'inflation accru. Il se pourrait donc qu'elle mette un terme à sa politique monétaire libérale au cours des prochains mois, et ce alors qu'il n'y a pas plus en Grande-Bretagne qu'ailleurs de signes d'une embellie conjoncturelle.

La BNS maintient son cours minimal

La Banque nationale suisse maintient envers et contre tout le seuil minimal des CHF 1,20. Mais, si fin 2011, ses protestations se soldaient encore régulièrement par une augmentation provisoire du cours de l'euro, depuis ces dernières semaines, la BNS n'a plus aucune influence sur le taux de change EUR/CHF. La faiblesse de l'euro est actuellement trop prononcée pour que la monnaie commune puisse s'apprécier sensiblement par rapport au franc suisse.

Fig. 1: Rendements des emprunts d'Etat à 10 ans

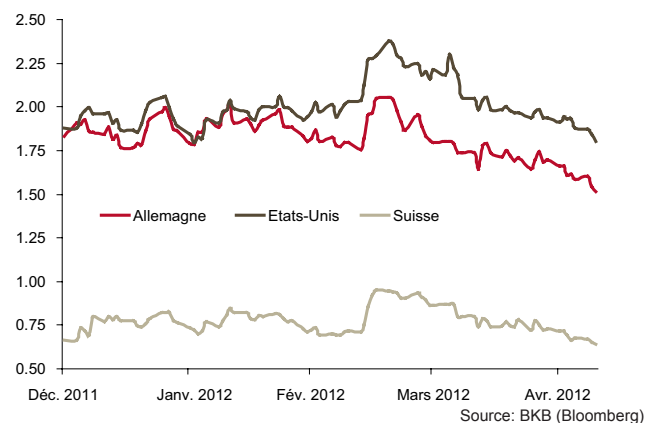
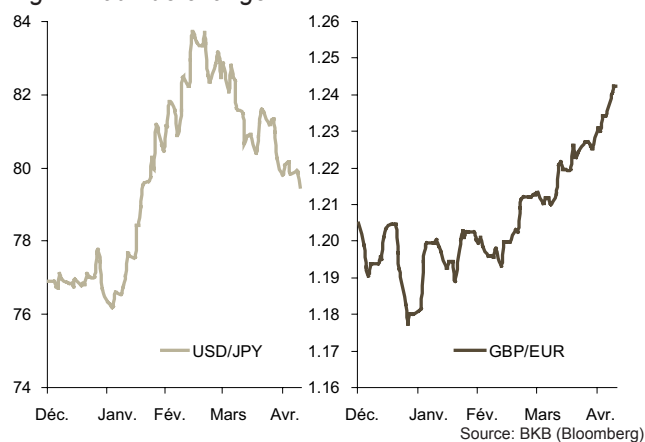


Fig. 2: Taux de change



Marché des actions

Turbulences sur le marché des actions

Le marché des actions suisse est globalement sorti indemne des turbulences causées par l'aggravation de la crise de la dette en Espagne et en Italie et par les incertitudes d'ordre politique en France. Malgré une évolution des cours inconstante, le SMI a affiché en avril une cotation quasiment inchangée par rapport au mois précédent. En comparaison, certains indices européens ont été davantage malmenés par la résurgence des craintes liées à la crise de l'endettement public. Le joli mois de mai pourrait être porteur d'une certaine volatilité. Des rendez-vous électoraux européens importants étaient notamment prévus le premier week-end du mois. Les résultats des élections présidentielles en France, des législatives en Grèce et, accessoirement, des régionales en Italie devraient donner le «la». Leur approche a suscité une certaine nervosité, nourrie par la conjoncture. Les mesures prises par les banques centrales devraient toutefois continuer à être favorables aux marchés des actions. C'est pourquoi nous ne doutons pas qu'à moyen terme, le marché suisse des actions poursuivra sur sa lancée de hausse des cours.

Pas de grosses surprises du côté des entreprises

La publication des derniers chiffres pour l'année 2011 n'a pas apporté de modification majeure au tableau général. En Suisse, les estimations de bénéfices pour les années 2012 et 2013 n'ont été que très légèrement revues à la baisse. Dans d'autres régions, les prévisions positives de bénéfices des analystes financiers ont dépassé les espérances. Au niveau des entreprises, les résultats sont tout à fait satisfaisants pour les valeurs suisses. Sur la base des données disponibles pour environ la moitié des sociétés cotées au SLI, 47% d'entre elles ont pour l'instant dépassé les attentes du marché, contre seulement 27% qui sont restées en deçà, soit une moyenne historiquement bonne. Les entreprises très cycliques notamment sont celles qui ont dans l'ensemble le mieux commencé l'année. Si les impulsions fournies par les entreprises sont relativement favorables au marché des actions, les incertitudes politiques et macroéconomiques sont considérables et devraient générer une forte volatilité. Dans ce contexte, le caractère modéré des relations d'évaluation devrait jouer en faveur des actions.

Stratégie relative aux placements en actions

Le climat d'incertitude économique et politique n'est à notre avis pas propice à une allocation sectorielle par trop agressive. Lors de sa réunion du 10 mai, la Commission des placements de la Banque Cantonale de Bâle a ainsi décidé de ne pas modifier la part actuelle des actions au sein de son portefeuille, donc d'en conserver la légère surpondération. Les actions des marchés émergents et les actions européennes sont à notre avis les titres qui présentent le potentiel le plus intéressant.

Fig. 1: marchés des actions au 30 avril 2012

Région	Points d'indice	Avril	2010	2011
Suisse (SMI)	6'096	-2,23%	2,70%	-7,77%
Europe (STOXX Europe 600)	257	-2,29%	5,21%	-11,34%
Allemagne (DAX)	6'761	-2,67%	14,63%	-14,69%
Angleterre (FTSE 100)	5'738	-0,53%	2,97%	-5,55%
France (CAC 40)	3'213	-6,16%	1,68%	-16,95%
États-Unis (S&P 500)	1'398	-0,75%	11,16%	0,00%
États-Unis (NASDAQ)	3'046	-1,46%	16,94%	-1,80%
Japon (NIKKEI225)	9'521	-5,58%	12,60%	-17,34%
Russie (RTSIS)	1'638	-5,61%	18,52%	-21,94%
Chine (SHANGHAI)	2'396	5,90%	8,95%	-21,68%
Inde (SENSEX)	17'319	-0,49%	12,06%	-24,64%
Monde (MSCI World)	1'294	-1,37%	9,42%	-7,62%
Marchés émergents (MSCI EMMA)	1'026	-1,48%	11,96%	-20,41%

Source: BKB (Bloomberg)

Performance en monnaie locale

Fig. 2: aperçu des marchés d'actions



Source: BKB (Bloomberg)