

13 juillet 2010

L'essentiel en un clin d'œil

| | |
|-------------|---|
| Obligations | → |
| Actions | → |
| Hedge funds | → |

Projections à 6 mois

A l'optimisme né de l'accélération de la croissance fin 2009 avait succédé, ces dernières semaines, la crainte d'une rechute de la croissance mondiale. Finalement, le scénario qui se dessine semble devoir emprunter une voie médiane : l'expansion de l'activité se poursuit, mais à un rythme inférieur à ce qui a pu être constaté lors des trimestres précédents. La dissipation des facteurs temporaires qui ont permis le redressement de la production, d'abord dans le monde émergent puis aux Etats-Unis et enfin en Europe, devrait avoir pour conséquence un ralentissement de la dynamique au 2^{ème} semestre 2010. Néanmoins, l'économie mondiale reste engagée sur une tendance positive, emmenée par les économies émergentes. Le FMI attend désormais une croissance mondiale de 4.6% pour 2010 (contre 4.2% précédemment). Le dynamisme de la Chine, de l'Inde et du Brésil fait toujours de ces économies les principaux moteurs de la croissance mondiale. Les Etats-Unis devraient renouer avec leur rythme de croissance potentielle. L'Europe, quant à elle, voit ses perspectives grevées par le mouvement de consolidation fiscale qui pèsera sur la demande domestique, mais elle pourra compter sur les exportations pour tirer sa croissance.

La prise en compte par les investisseurs de cet environnement a conduit à un reflux de l'aversion au risque qui avait culminé fin juin. Les marchés actions se sont ressaisis avant la publication des résultats des sociétés pour le 2^{ème} trimestre.

Ce document se base sur des informations récoltées jusqu'au lundi précédant la publication.

Publication du team *Recherche & Analyse*
Banque SYZ & CO SA
 Tel. +41 (0)22 819 09 09
 info@syzbank.ch

Auteurs:
 Yasmina Barin
 Adrien Pichoud
 Fabrizio Quirighetti

Economie

| | |
|---|----------|
| Etats-Unis | 2 |
| L'économie entre dans la seconde phase de la reprise | |
| Europe | 3 |
| En dépit de la crise de la dette, une forte croissance au 2 ^{ème} trimestre 2010 | |
| Japon | 4 |
| L'instabilité politique mine les réformes | |
| Economies émergentes | 4 |
| Les précurseurs du cycle économique mondial | |

Marchés

| | |
|---------------------------------------|----------|
| Actions | 5 |
| Répit avant la saison de résultats... | |
| Obligations | 5 |
| Reflux de l'aversion au risque | |
| Taux de change | 6 |
| Le franc suisse, valeur refuge | |

Allocation d'actifs

| | |
|----------------------------------|----------|
| Grille d'allocation | 7 |
| Pas de changement | |

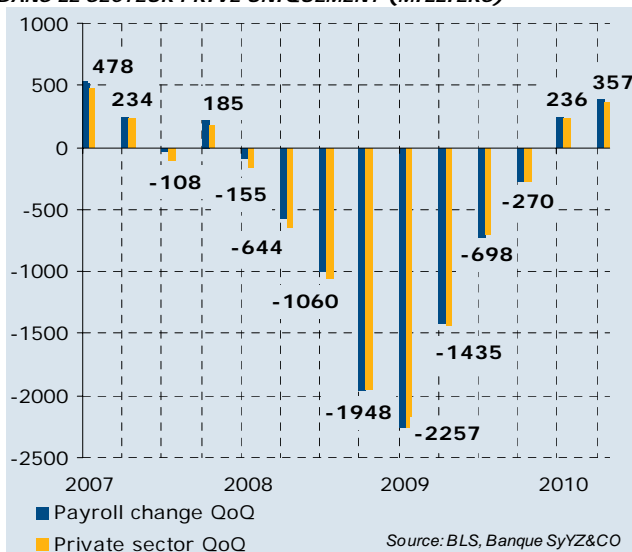
Economie

Etats-Unis

Les statistiques économiques du début du mois sont venues tempérer le vent de pessimisme suscité par un certain nombre d'indicateurs publiés en juin. La phase de forte reprise observée jusqu'au 2^{ème} trimestre est en train de laisser place à une croissance moins élevée, alimentée par l'amélioration des fondamentaux. Ce ralentissement ne constitue pas un signe précurseur d'une rechute de l'économie. Il n'est que la conséquence logique de l'avancée dans le cycle économique, caractérisée par la dissipation des effets de rattrapage, en termes d'investissements et de stocks, et la fin progressive d'un certain nombre de soutiens fiscaux à l'activité mis en place justement pour relancer la croissance.

L'évolution de l'emploi au cours du mois de juin est à cet égard significative. Si les statistiques ont été affectées par les variations importantes d'emplois gouvernementaux temporaires liés au recensement (-208'000 en juin après +400'000 en mai), l'évolution de l'emploi dans le secteur privé reste conforme à ce que l'on peut attendre d'une économie encore convalescente. Ainsi, le secteur privé a créé 83'000 emplois en juin, portant à 593'000 le nombre d'emplois créés dans le secteur au 1^{er} semestre. Si le chemin est encore long pour rattraper les 8.2 millions d'emplois détruits en 2008 et 2009, la tendance n'en reste pas moins solidement positive, comme l'illustrent également les nouvelles inscriptions hebdomadaires au chômage, qui évoluent depuis le début de l'année à un niveau reflétant une croissance modérée des embauches.

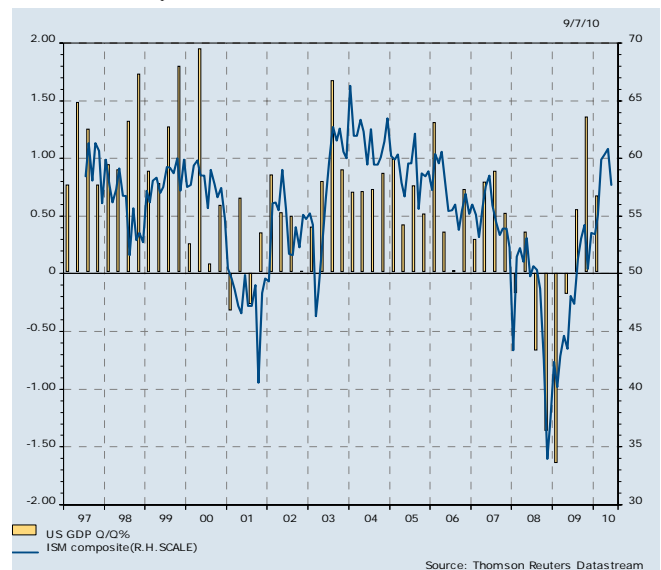
VARIATION TRIMESTRIELLE DU NOMBRE D'EMPLOIS TOTAL ET DANS LE SECTEUR PRIVE UNIQUEMENT (MILLIERS)



Près de 600'000 emplois créés au 1^{er} semestre 2010.

Le taux de chômage a d'ailleurs reculé à son plus bas niveau en près d'un an en juin, à 9.5%, sous l'effet conjugué du recul du nombre de chômeurs et d'un repli du nombre de personnes se considérant comme disponibles pour un emploi, après la forte augmentation constatée de janvier à avril. Là encore, l'effet d'aubaine lié au recensement a probablement gonflé ces statistiques et le récent mouvement semble n'être qu'un retour à la normale dans ce domaine.

INDICE ISM COMPOSITE (20% ISM MANUFACTURIER/80% ISM SERVICES) ET VARIATION TRIMESTRIELLE DU PIB



Malgré leur récent repli, les indices ISM reflètent toujours une croissance du PIB nettement positive.

L'évolution des indicateurs d'activité illustre également la transition qu'est en train de vivre l'économie américaine entre le rebond initié par des facteurs temporaires et l'expansion s'appuyant sur une amélioration durable des fondamentaux. L'industrie, après un vif rebond fin 2009 et début 2010, enregistre logiquement une modération de son rythme de croissance qui se traduit par un repli de l'indice ISM, après le niveau historiquement élevé atteint en avril. Il convient néanmoins de souligner que l'indice demeure à un niveau toujours synonyme de forte expansion, avec une poursuite de la hausse de la production, mais aussi des nouvelles commandes et de l'emploi. A cet égard, la contribution de l'industrie à la reprise des embauches depuis le début de l'année (+136'000) est d'autant plus significative que ce secteur a connu une baisse structurelle du nombre de salariés quasi ininterrompue depuis la fin des années 1990. Elle est le reflet du dynamisme qui caractérise l'industrie manufacturière mondiale depuis le 2^{ème} semestre 2009.

Le retour à l'expansion dans les services a été logiquement moins soudain et plus tardif, compte tenu de la moindre cyclicité du secteur. Il a toutefois

été bien réel au cours du 1^{er} semestre 2010, reflétant la mise en place progressive du cercle vertueux consommation/emploi. A l'instar de l'ISM manufacturier, le repli de l'ISM services au mois de juin n'altère pas la tendance positive sur laquelle est engagé le secteur. Le niveau de l'indice reste conforme à une poursuite de l'expansion dans les mois à venir, même si la hausse de l'emploi reste encore peu soutenue.

A la lumière de ces indicateurs, il ressort donc clairement que l'économie américaine n'est pas en train de voir le sol se dérober sous ses pieds et que la dynamique de la croissance a bel et bien été enclenchée. Il apparaît tout aussi clairement que cette tendance va être amenée à ralentir lors de la deuxième partie de l'année, en raison de la disparition des mesures « dopantes » à l'origine du redressement. Il semble logique de ne pas voir une économie encore convalescente renouer trop rapidement avec son rythme de croissance de croisière. Il existe d'autres voies possibles entre la forte croissance et la rechute...

Europe

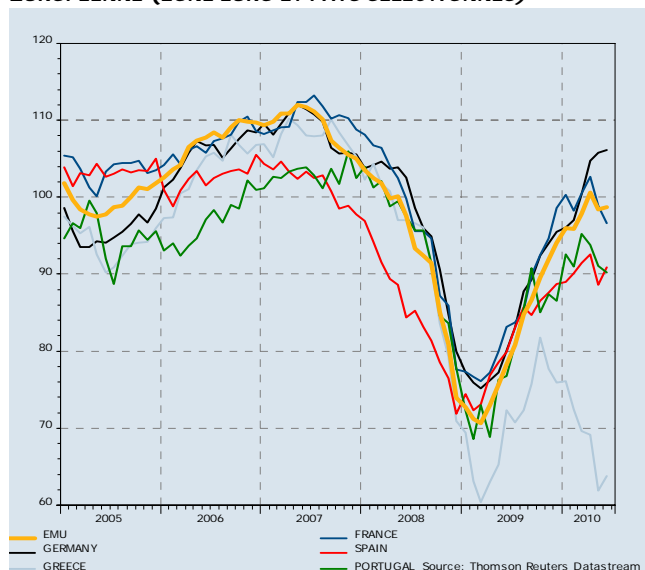
La crise de la dette souveraine traversée ces derniers mois et ses conséquences en termes de politiques économiques avaient quelque peu occulté les bonnes nouvelles concernant l'activité au cours du deuxième trimestre. Pourtant, après un premier trimestre encore faible, la croissance semble bien avoir enregistré une sensible accélération au cours du printemps, l'Europe rejoignant enfin le mouvement de reprise globale qui avait débuté dans les économies émergentes il y a un an déjà.

L'Allemagne s'affiche clairement comme le moteur de la croissance européenne, grâce à la compétitivité de son secteur industriel qui lui permet de bénéficier à plein de la hausse de la demande asiatique et américaine. Ainsi, la production industrielle a encore affiché une forte progression en mai, tirée sans surprise par les biens d'équipement, qui bénéficient de la reprise de l'investissement des entreprises au niveau mondial. Les commandes aux usines restent également très favorablement orientées. Le dynamisme du secteur industriel allemand est également illustré par les statistiques du commerce extérieur : à la fois les exportations et les importations ont fortement progressé au cours du mois de mai, pour revenir près des niveaux qui prévalaient avant que la crise financière ne plonge le monde en récession. La hausse des importations reflète les besoins croissants des entreprises liées de près ou de loin à cette dynamique des exportations, qui doivent elles aussi restocker, investir et produire pour répondre à la demande.

Pour la zone euro dans son ensemble, la confiance demeure à un niveau élevé que les dernières semaines n'ont finalement que peu altéré. Ainsi,

l'indice du sentiment économique de la Commission Européenne a rebondi au mois de juin après un repli en mai et reste proche de son plus haut niveau en deux ans atteint en avril. La tendance du marché de l'emploi s'améliore elle aussi progressivement, avec toujours des disparités au sein de la zone euro mais un taux de chômage global qui plafonne à 10%. Ici aussi, l'Allemagne affiche les meilleures performances, avec un recul du nombre de chômeurs pour le 12^{ème} mois consécutif et un taux de chômage quasiment à son plus bas niveau en dix-huit ans.

INDICE DU SENTIMENT ECONOMIQUE DE LA COMMISSION EUROPEENNE (ZONE EURO ET PAYS SELECTIONNES)



Si les divergences au sein de la zone euro restent importantes, l'Allemagne affichant sa bonne santé quand les pays du Sud de l'Europe souffrent de la crise de la dette, la confiance dans la zone euro ne fléchit pas.

Ce redressement de la croissance, qui devrait se traduire par une sensible progression du PIB de la zone euro au cours du 2^{ème} trimestre, repose largement sur la demande externe, alors que la demande domestique et en particulier la consommation restent affaiblies par le niveau encore élevé du chômage et des capacités de production inemployées. Par conséquent, cette hausse de l'activité ne se traduit pas par des tensions sur les prix et l'inflation reste à un niveau bas (1.4% en juin, en dessous de l'objectif d'inflation de la BCE). La Banque Centrale Européenne peut donc se concentrer sur le bon fonctionnement du système financier européen et le retrait progressif des mesures exceptionnelles de soutien mis en place en 2009. Ainsi, l'arrivée à maturité de l'opération de financement à un an de EUR 442 mds début juillet a été suivie d'opérations de maturité plus courte (trois mois), une étape dans la normalisation des conditions de financement des banques commerciales. Cette transition s'est finalement

déroulée sans heurts, donnant une indication rassurante sur l'état du système financier européen.

Au Royaume-Uni, la reprise de l'activité se poursuit, toujours guidée par le secteur industriel : la production manufacturière a rebondi en mai après le recul enregistré en avril ; l'indice PMI du secteur manufacturier, s'il s'est légèrement replié en juin après deux mois record en avril et mai, demeure à un niveau synonyme de forte expansion. L'activité dans les services continue elle aussi à croître, bien qu'à un rythme moins soutenu et en ralentissement depuis quelques mois, alors que la demande domestique reste affaiblie par le niveau du chômage et les promesses d'austérité faites par le gouvernement. Dans ce contexte, la Banque d'Angleterre a décidé de laisser inchangée sa politique monétaire extrêmement accommodante (son taux directeur est fixé à 0.50%), alors que les perspectives de croissance faible laissent penser que les tensions sur les prix apparues ces derniers mois vont se dissiper.

L'économie suisse reste caractérisée par un dynamisme impressionnant. Les indices d'activité sont à un niveau toujours extrêmement élevé. Le taux de chômage continue de reculer et a atteint 3.7% en juin, son plus faible niveau en un an. Dans le même temps, la force du franc permet de contenir toute tension sur les prix et l'inflation a même sensiblement ralenti en juin, de 1.1% à 0.5%. Si le rapide mouvement d'appréciation de la devise risque de peser sur la compétitivité des entreprises helvétiques dans les mois à venir et pourrait être à l'origine d'un tassement de cette belle dynamique, la situation est pour l'instant idéale en termes de politique économique : la croissance de l'activité fait baisser le chômage et soutient la consommation sans provoquer de tension sur les prix. Vous avez dit "Goldilocks economy" ?

Japon

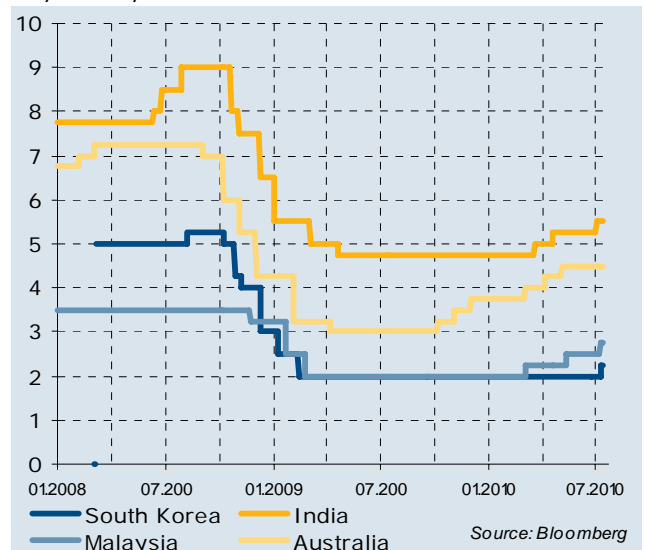
Depuis le départ de Junichiro Koizumi en 2006, l'Archipel peine à se doter d'un leader politique fort capable d'initier les réformes économiques d'importance dont le pays a besoin. Ainsi, seulement quelques semaines après sa nomination, le Premier Ministre Mr Kan a dû faire face à une nette défaite de son parti lors des élections de la Chambre Haute du Parlement. Si cette défaite n'implique pas automatiquement le départ du Premier Ministre (c'est la Chambre Basse, où son parti est toujours largement majoritaire, qui le nomme), elle sonne le glas des ambitions de redressement des finances publiques exprimées ces dernières semaines par Mr Kan. La consolidation fiscale attendra le prochain Premier ministre...

Economies émergentes

Les économies émergentes continuent d'être les précurseurs du cycle économique mondial, devançant les pays développés, Etats-Unis en tête, de quelques mois. Ainsi, les indicateurs d'activité manufacturière, qui avaient atteint un pic fin 2009 / début 2010 en Chine et au Brésil, se sont depuis lors repliés en raison de la dissipation de l'effet de rattrapage lié à la reconstitution des stocks. Un prélude au retournement des indices d'activité américains et européens observé récemment. Ces indices continuent toutefois à refléter une expansion de l'activité à un rythme soutenu et désormais durable.

Par ailleurs, les pays émergents, auxquels il faut ajouter les économies développées qui leur sont très liées, sont déjà entrés dans une phase de normalisation des politiques économiques. Ainsi, la plupart des banques centrales ont commencé à remonter leurs taux, la dernière en date étant celle de Corée du Sud. Les banques centrales indienne et malaisienne ont pour leur part poursuivi un cycle débuté il y a quelques mois déjà. Cette normalisation des politiques monétaires constitue un signal rassurant sur la santé de ces économies. Si les autorités décident de retirer le soutien de la politique monétaire, c'est que le besoin ne s'en fait plus sentir...

TAUX DIRECTEURS DES BANQUES CENTRALES DE COREE DU SUD, D'INDE, DE MALAISIE ET D'AUSTRALIE



Le cycle de remontée des taux a commencé en Asie, pour les économies émergentes et celles qui leur sont très liées, comme l'Australie ou le Canada.

Marchés

Actions

Après un parcours chaotique en juin, les places boursières internationales ont retrouvé des couleurs en juillet. Une série de données économiques favorables et la publication des premiers détails concernant les futurs tests de résistance bancaire en Europe ont ramené un semblant de calme sur les marchés.

Quelques bonnes nouvelles venues d'Allemagne ainsi que le relèvement des attentes de croissance mondiale du Fonds Monétaire International, passant de 4.2% à 4.6% pour 2010, ont généré un sursaut d'optimisme sur les marchés. Dans le même temps, les institutions européennes ont apporté quelques précisions sur les « stress tests » auxquels les banques seront soumises dès fin juillet. Les autorités de régulation ont élargi le champ d'investigation en incluant 91 banques et en couvrant la crise de la dette souveraine. Les tests comprennent ainsi une décote de 16 % à 17 % sur la dette grecque par rapport aux niveaux actuels. Pour les obligations grecques à dix ans, cela implique une décote de 60 % par rapport à la valeur faciale. Cet effort de transparence a été bien perçu par le marché, d'autant plus que l'actuel président de l'Union Européenne a précisé que "les mesures nécessaires" seront prises pour aider à recapitaliser le cas échéant les établissements les plus faibles.

EVOLUTION DU SECTEUR BANCAIRE EUROPEEN COMPARE AU DJ STOXX 600 DEPUIS DEBUT JUIN



Les valeurs bancaires européennes ont rebondi en juillet. La publication des stress tests en fin de mois devrait apporter plus de transparence et rassurer les opérateurs.

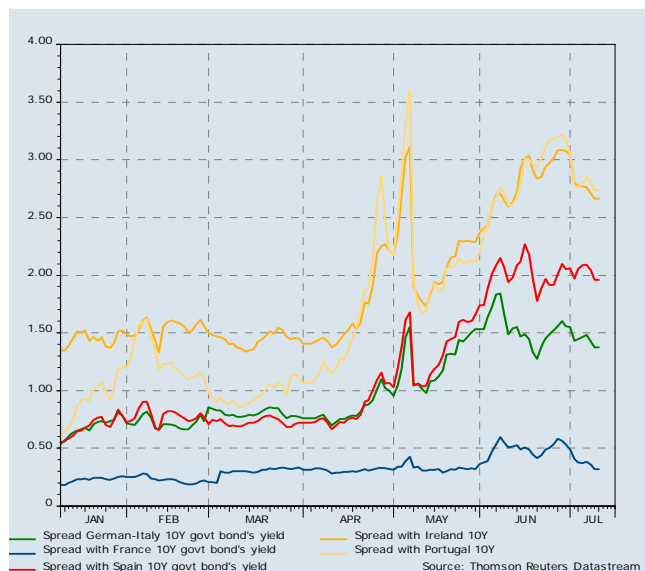
Avec l'ouverture de la saison de résultats cette semaine, l'actualité micro-économique reviendra au

premier plan. Si les niveaux de valorisation restent attrayants et les effets de base plutôt faciles, les opérateurs s'attacheront principalement aux commentaires des dirigeants d'entreprises ainsi qu'à leurs pronostics pour le second semestre. La publication des tests bancaires en fin de mois pourrait influencer à son tour sur le sentiment de marché.

Obligations

Le début du mois de juillet a été marqué par une diminution de l'aversion au risque. La capacité du système financier européen à digérer le raccourcissement des opérations de financement à long terme de la BCE et un apaisement des craintes de rechute de l'économie mondiale ont provoqué une détente des taux des émetteurs à risque, ainsi que des obligations *corporate*. Dans le même temps, les émetteurs de référence qui avaient bénéficié du repli vers la qualité ont enregistré un léger rebond de leurs taux. Ainsi, le taux à 10 ans allemand est remonté de 2.54% à 2.67% avant de se stabiliser autour de 2.60%. Aux Etats-Unis, le taux à 10 ans revenait au-dessus de 3% tandis qu'au Japon, il rebondissait après son point bas à 1.07%, pour revenir à 1.16%.

ECART DE TAUX A 10 ANS AVEC L'ALLEMAGNE DE L'ITALIE, DE LA FRANCE, DE L'ESPAGNE, DE L'IRLANDE ET DU PORTUGAL



Avec la diminution de l'aversion au risque, les écarts de taux au sein de la zone euro se sont resserrés.

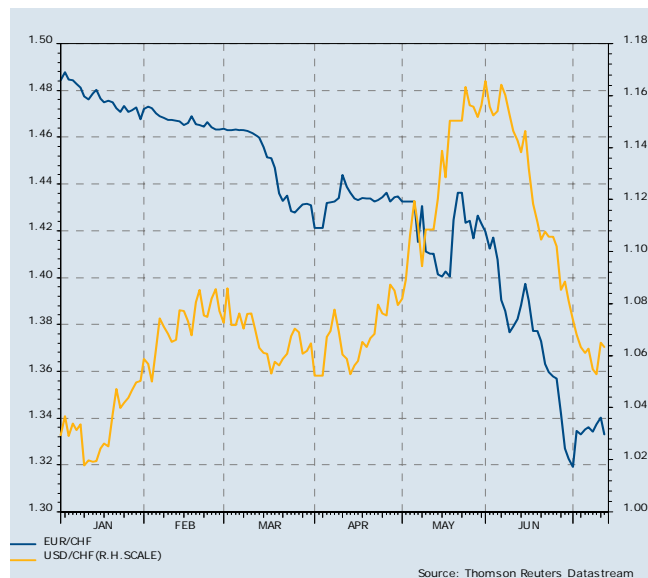
Avant la publication des *stress tests* menés sur les banques européennes (le 23 juillet), les investisseurs semblent considérer que les perspectives des pays menacés par une crise de la dette se sont légèrement améliorées. Ce sentiment reste toutefois fragile et suspendu au bon déroulement des échéances à venir. En particulier, le retour de la Grèce sur les marchés de capitaux,

pour la première fois depuis le plan de sauvetage d'urgence de l'Union Européenne et du FMI début mai, constituera un thermomètre du sentiment des investisseurs quant aux efforts consentis ces derniers mois par l'Etat grec pour redresser ses finances. Le déroulement des opérations de financement menées par l'Espagne constituera un autre indicateur du sentiment de marché sur la situation des finances ibériques.

Taux de change

Le regain d'appétit des investisseurs pour le risque s'est également manifesté, sur le marché des changes, par un repli du franc suisse après la très forte appréciation enregistrée en juin contre l'euro et contre le dollar (+7% environ). Après avoir atteint un plus bas historique contre la devise européenne (1.3074 EUR/CHF en séance), le franc a légèrement reculé pour revenir au-dessus de 1.33.

EURO ET DOLLAR US CONTRE LE FRANC SUISSE DEPUIS LE DEBUT DE L'ANNEE 2010



Le franc suisse s'est sensiblement apprécié en juin, porté par son statut de valeur refuge. Il a enregistré, depuis le début du mois, une légère correction.

Le récent mouvement d'appréciation de la devise helvétique ne repose toutefois pas uniquement sur le caractère de valeur refuge du franc. Les fondamentaux de l'économie suisse (croissance dynamique, faible endettement) justifient le renforcement de la devise, qui n'est d'ailleurs pas outrageusement surévaluée en termes de parité de pouvoir d'achat. A cet égard, le léger repli observé depuis le début du mois de juillet n'est pas annonciateur d'une inversion de tendance, mais reflète plutôt une consolidation du rapide mouvement des semaines précédentes. Un retour de l'aversion au risque, provoqué en particulier par un rebond des inquiétudes sur la situation de la zone euro et de son système financier, serait en revanche susceptible de relancer la hausse du franc suisse, qui semble donc plus susceptible de reprendre son mouvement d'appréciation que de s'affaiblir dans les mois à venir.

Quant à l'euro, il a rebondi contre le dollar pour atteindre 1.27, porté par l'atténuation des craintes relatives à la situation financière de la zone euro et les statistiques économiques encourageantes en provenance d'Allemagne.

Le yen, pour sa part, a atteint un plus haut en sept mois contre le dollar (à 87.52 USD/JPY), porté par le mouvement de fuite vers la qualité, avant de se replier autour de 88.50.

Allocation d'actifs

Etant donné les éléments décrits ci-dessus, nous avons décidé de laisser inchangée notre allocation d'actifs.

La grille d'allocation pour un profil de risque moyen en euro, **en date du 12 juillet 2010**, est donnée ci-dessous.

Grille d'allocation pour un profil de risque « moyen » en euro

| | | |
|------------------------------------|---------------------------|-------------|
| Obligations | | 35% |
| | Obligations à court terme | 35% |
| | Obligations à long terme | 0% |
| Actions | | 30% |
| | Europe | 12% |
| | Etats-Unis | 11% |
| | Japon | 3% |
| | Pays émergents | 4% |
| Investissements alternatifs | | 18% |
| Or | | 5% |
| Produits structurés | | 2% |
| Liquidités | | 10% |
| TOTAL | | 100% |

En revanche, nous avons décidé de modifier l'exposition monétaire des comptes en franc suisse afin de tenir compte des récents éléments qui font pencher la balance des risques vers une poursuite de l'appréciation de la devise helvétique.

Ainsi, **l'exposition monétaire nette des comptes en franc suisse est désormais la suivante** (entre parenthèses la précédente allocation) :

| | | | |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Profil de risque BAS : | CHF 84% (77%) | EUR 8% (13%) | USD 8% (10%) |
| Profil de risque MODERE : | CHF 79% (71%) | EUR 11% (17%) | USD 10% (12%) |
| Profil de risque MOYEN : | CHF 75% (69%) | EUR 13% (16%) | USD 12% (15%) |
| Profil de risque ELEVE : | CHF 73% (67%) | EUR 14% (17%) | USD 13% (16%) |