

30 juin 2010

L'essentiel en un clin d'œil

Obligations	→
Actions	→
Hedge funds	→

Projections à 6 mois

Après une phase de vigoureuse accélération, la dynamique de la croissance marque le pas aux Etats-Unis, ce qui ravive les craintes de rechute de l'économie mondiale. Face à cette situation, deux approches s'opposent au sein des pays développés. Les pays européens, échaudés par la crise de la dette souveraine qui a récemment secoué le sud du continent, s'empressent de mettre en place des plans d'assainissement de leurs finances publiques, afin de résorber les déficits records accumulés pendant la crise et d'inverser la tendance à la hausse de la dette. Pour leur part, les Etats-Unis s'inquiètent d'un retrait prématuré des soutiens budgétaires à l'activité, qui mettrait en péril la reprise mondiale. Ils craignent notamment que l'Europe ne participe pas au redressement de la demande et se repose sur la croissance de ses exportations. Ces divergences sont nettement ressorties lors du sommet du G20 qui s'est tenu à Toronto les 26 et 27 juin. Elles illustrent les craintes qui persistent sur les perspectives économiques et sur la capacité des Etats à gérer l'après-crise. S'il est en revanche une mesure qui n'a suscité aucune controverse, c'est la décision de la Chine d'assouplir le régime de change du yuan. Quelques jours avant la réunion du G20, les autorités ont décidé de permettre la reprise d'un mouvement de légère et graduelle appréciation contre le dollar, après la pause observée depuis 2008.

Dans l'attente des publications de résultats, les marchés actions continuent à évoluer au gré des craintes entourant les perspectives macro-économiques.

Economie

Etats-Unis	2
Une décelération de l'activité, mais pas une rechute	
Europe	3
Le Royaume-Uni dévoile sa cure d'austérité	
Japon	4
La rigueur aussi !	
Economies émergentes	4
La Chine abandonne la parité fixe yuan/dollar	

Marchés

Actions	5
Parcours en dents de scie	
Obligations	5
Les divergences entre émetteurs s'amplifient	
Taux de change	6
Renforcement de la livre sterling et du franc suisse	

Allocation d'actifs

Grille d'allocation	7
Pas de changement	

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

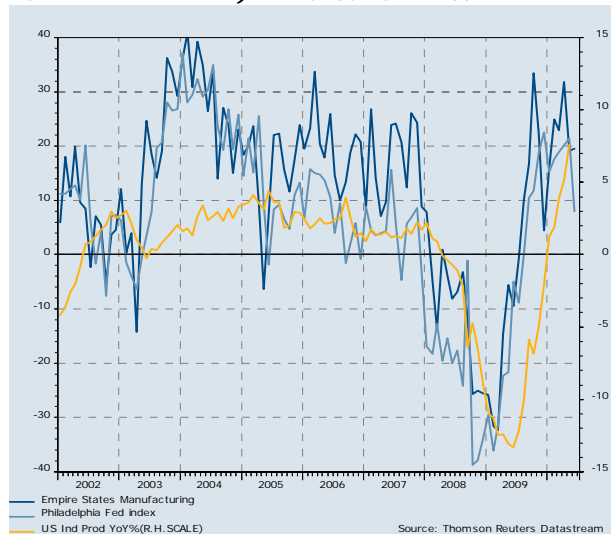
Auteurs:
 Yasmina Barin
 Adrien Pichoud
 Fabrizio Quirighetti

Economie

Etats-Unis

L'économie américaine entre dans une nouvelle phase du cycle économique. La fin de l'année 2009 et le début 2010 avaient été marqués par une reprise vigoureuse de l'activité industrielle, favorisée par le rebond de la croissance mondiale, la relance de l'investissement des entreprises et la reconstitution des stocks. Depuis le milieu du second trimestre, ce mouvement de rattrapage consécutif au coup d'arrêt causé par la récession de 2008/2009 se transforme peu à peu en une croissance de l'activité liée à la progression de la demande finale, avec pour conséquence des indicateurs économiques qui cessent de s'améliorer de mois en mois. Le repli d'un certain nombre de ces indicateurs au cours des dernières semaines suscite des inquiétudes quant à la pérennité de la croissance américaine. Le tableau dépeint par les récentes statistiques est pourtant loin d'être inquiétant et reflète simplement la normalisation de la croissance de l'activité.

INDICES REGIONAUX D'ACTIVITE MANUFACTURIERE (NEW YORK ET PHILADELPHIE) ET PRODUCTION INDUSTRIELLE



Tout en continuant à progresser, la production industrielle devrait prochainement marquer le pas, dans le sillage des indices d'activité, après la forte accélération des douze derniers mois.

Ainsi, la publication des indicateurs régionaux dans l'industrie manufacturière, inférieurs aux attentes et en net repli dans le cas de l'indice de la Fed de Philadelphie, a fait planer le doute quant à la solidité de l'activité industrielle. Ces indicateurs reflétaient pourtant seulement un ralentissement du rythme de croissance, qui avait atteint des plus hauts au cours des premiers mois de l'année. Tous demeurent à des niveaux synonymes d'expansion de l'activité. De même, les commandes de biens durables ont

enregistré leur premier recul en mai sur les six derniers mois, mais ce repli provient d'une chute des commandes d'avions, très volatiles. Les commandes de machines, d'électronique et même de voitures ont continué à progresser, reflétant la poursuite de la croissance de l'investissement des entreprises.

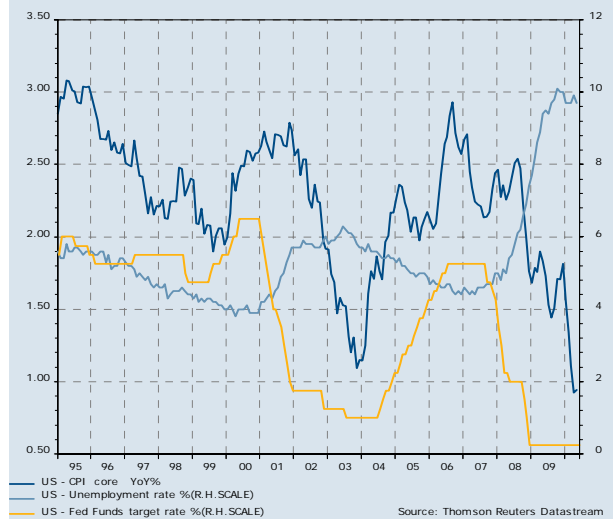
Ainsi, le repli de ces indicateurs ne doit pas être interprété comme le signal d'une rechute de l'économie américaine, mais plutôt comme celui d'une stabilisation de la croissance de l'activité sur un rythme compatible avec la progression de la demande finale. Il ne faut pas s'attendre à ce que l'ISM manufacturier demeure autour de 60 (niveau qu'il n'a atteint, brièvement, qu'en de très rares occasions). Un recul de cet indicateur national d'activité, dans le sillage des indicateurs régionaux, ne serait pas fondamentalement inquiétant tant qu'il reste supérieur à 50, niveau au-dessus duquel le secteur est en croissance. Il ne faut pas s'attendre non plus à une poursuite de la croissance quasi-ininterrompue de la production industrielle (dix hausses lors des onze derniers mois), en progression de 7.6% au cours des douze derniers mois, son plus fort rythme de hausse depuis 1998. Ainsi, après un fort rebond, le secteur industriel va renouer avec un rythme d'expansion plus conforme à son potentiel de long terme. Il ne s'agit pas d'une rechute !

L'économie américaine reste cependant marquée par les conséquences de la récente récession. En particulier, le secteur immobilier reste fragile et les statistiques du mois de mai ont mis en évidence le rôle important joué par la prime gouvernementale dans l'amélioration observée jusqu'alors. Avec la fin du programme d'incitation, les ventes et les mises en chantier ont accusé un net recul. Il ne faut toutefois pas négliger l'assainissement qui a été permis par la mise en place de cette prime. En effet, le niveau des stocks de maisons neuves est toujours à un plus bas. Celui des stocks de maisons existantes peine encore à diminuer alors que les saisies immobilières continuent à alimenter le marché. Toutefois, alors que les prix ont sensiblement reculé, que les taux d'intérêt sont à un niveau très bas et que la reprise de l'emploi est engagée, la reprise (très) progressive du marché immobilier résidentiel semble devoir se poursuivre au cours du second semestre, une fois digéré le contrecoup de l'arrêt de la prime gouvernementale.

Le risque de rechute de l'économie américaine est également limité par la possibilité qu'a la Fed de maintenir sa politique monétaire à un niveau extrêmement accommodant sans déroger à ses deux mandats, une inflation et un taux de chômage bas. En effet, l'indice des prix à la consommation a reculé de 0.2% au mois de mai en raison de la baisse des prix de l'essence, ramenant l'inflation à 2.0%. Le taux d'inflation hors prix de l'énergie et de l'alimentation, sur lequel se concentre la Fed, est

resté, pour sa part, à son plus bas niveau en plus de 40 ans (0.9%), illustrant l'absence de tension sur les prix, alors que les capacités de production inemployées dans l'industrie restent importantes et que le taux de chômage avoisine toujours 10%.

CHOMAGE, INFLATION SOUS-JACENTE ET TAUX DE LA FED



Pas d'inflation, un taux de chômage élevé... La Fed a toutes les raisons de conserver une politique monétaire ultra accommodante.

En l'absence de risque inflationniste, la Réserve Fédérale peut donc conserver sa politique extrêmement accommodante afin de soutenir la croissance économique et ainsi favoriser le recul du chômage. C'est ce qu'elle a exprimé à l'issue de sa dernière réunion de politique monétaire, en expliquant que le contexte justifiait un niveau exceptionnellement bas de son taux directeur pour une durée encore indéterminée.

Europe

Après le maelstrom des semaines précédentes, la fin du mois de juin a été marquée par un certain retour au calme dans la zone euro. Bien sûr, les inquiétudes sur le financement de la dette des pays du Sud de l'Europe perdurent. Des rumeurs, vigoureusement démenties, ont laissé entendre que l'Espagne pourrait avoir recours à la facilité de crédit européenne mise en place au début du mois. Les révélations des difficultés croissantes qu'éprouvent les banques commerciales grecques, espagnoles et portugaises à se financer sur le marché rappellent que la situation est loin d'être réglée. Cependant, alors que les principales économies de la zone euro ont annoncé des plans (plus ou moins concrets) de consolidation fiscale, l'heure semble être désormais à l'attente. L'attente d'une éventuelle aggravation de la crise si l'Espagne finissait par faire appel à l'aide de l'Union Européenne et du FMI. L'attente

aussi de l'impact réel des plans d'économie sur les finances publiques d'une part et sur l'activité d'autre part.

En ce qui concerne les publications économiques, les dernières statistiques ont confirmé le dynamisme de l'activité dans l'industrie. Comme aux Etats-Unis, ce secteur bénéficie du retour de la croissance mondiale et en particulier de la hausse de l'investissement, dans les pays émergents et aux Etats-Unis. Le restockage des entreprises contribue également à alimenter la hausse de la production. Enfin, le recul de l'euro (-15% contre le dollar depuis le début de l'année) apporte un soutien supplémentaire au secteur, ce qui lui permet de connaître une croissance très soutenue au deuxième trimestre 2010.

Ainsi, les nouvelles commandes ont enregistré une hausse de 0.9% en avril, logiquement grâce aux commandes adressées à l'industrie allemande, mais aussi aux Pays-Bas, au Portugal et à l'Italie. En revanche, la France, la Grèce et l'Espagne ne participent pas (encore ?) à la reprise de l'activité industrielle. Pour la zone euro dans son ensemble, les commandes à l'industrie sont en hausse de 22.1% au cours des douze derniers mois, leur plus fort rythme de croissance des dix dernières années.

NOUVELLES COMMANDES A L'INDUSTRIE, PRODUCTION INDUSTRIELLE ET PMI MANUFACTURIER



Après un fort redressement, la croissance de l'activité dans l'industrie va se stabiliser au deuxième semestre 2010.

Le dynamisme de l'industrie devrait permettre à la zone euro d'afficher une croissance proche de 2% pour l'année 2010 dans son ensemble. En particulier, le deuxième trimestre semble devoir être particulièrement soutenu, notamment en Allemagne. La dynamique devrait ensuite ralentir lors de la deuxième partie de l'année, tout en restant nettement positive. L'évolution des indices des directeurs d'achats au mois de juin préfigure cette

tendance. Le PMI manufacturier et le PMI services ont tout deux marginalement reculé (respectivement de 55.8 à 55.6 et de 56.2 à 55.4) mais restent nettement supérieurs à 50 et indiquent donc une poursuite de l'expansion. Si l'austérité budgétaire risque d'affecter la demande domestique dès le deuxième semestre 2010 et plus sûrement en 2011, la zone euro devrait pouvoir s'appuyer sur la demande externe pour continuer à croître.

Au Royaume-Uni, le gouvernement a présenté son plan de redressement des finances publiques, qui vise à ramener le déficit budgétaire de 11% du PIB aujourd'hui à 1.1% d'ici à cinq ans et ainsi à inverser la tendance haussière du ratio dette/PIB à l'horizon 2015/2016. Pour ce faire, les dépenses publiques annuelles devront être réduites de GBP 32 mds, ce qui représente une coupe moyenne de 25% pour tous les ministères à l'exception de la santé, de la défense et de l'éducation. Par ailleurs, GBP 8 mds de recettes supplémentaires sont attendues de la hausse programmée de la TVA en 2011 (de 17.5% à 20.0%), de la hausse de l'impôt sur les plus values pour les hauts revenus et d'une taxe sur les banques, censée rapporter à elle seule GBP 2 mds par an.

Ce plan orchestre un désengagement de l'Etat dans l'économie qui devrait affecter la croissance à court terme. En contrepartie, le taux d'imposition des sociétés va être progressivement diminué afin de soutenir le développement du secteur privé en améliorant sa compétitivité. Si la détermination du gouvernement à assainir les finances publiques du pays constitue un signal rassurant alors que le Royaume-Uni affichait l'un des déficits publics les plus importants des pays développés, l'impact sur la croissance de ce plan devrait également être lourd. Le gouvernement anticipe une modeste hausse de 1.2% du PIB en 2010, avant +2.3% en 2011 et +2.8% en 2012, mais l'affaiblissement de la demande domestique pourrait conduire à une croissance plus faible encore.

Dans ce contexte, le ralentissement de l'inflation en mai, à 3.4% après un pic à 3.7% en avril, constitue probablement l'amorce d'un mouvement durable qui ramènera le taux d'inflation vers l'objectif de 2% de la Banque d'Angleterre. Celle-ci devrait ainsi pouvoir conserver une politique monétaire très accommodante pendant une longue période, ce qui aidera l'économie à supporter le contrecoup du durcissement de la politique budgétaire.

Japon

Devenu le cinquième Premier ministre du Japon en cinq ans, Mr Kan a rapidement présenté un plan de consolidation fiscale visant à remettre sur le droit chemin les finances publiques de l'Archipel. La dette publique nipponne culmine en effet à plus de 200%

du PIB, avec un déficit budgétaire qui a dépassé 10% du PIB en 2009. Si l'importance de l'épargne domestique a permis jusque-là de financer cet endettement abyssal, le vieillissement de la population, qui conduit les retraités à puiser dans leur épargne, menace cet « équilibre ». En conséquence, le Premier ministre Kan a fixé deux objectifs à son gouvernement. Le premier apparaît assez flou et n'est pas accompagné (encore...) de mesures concrètes. Il s'agit de diminuer de moitié le déficit primaire (avant paiement des intérêts de la dette) d'ici à 2015 et de l'éliminer à l'horizon 2020. Le second, en revanche, est plus immédiat et signale la volonté du Japon de s'attaquer enfin à la problématique de son endettement public. Mr Kan s'est en effet engagé à ne pas augmenter les émissions de dette gouvernementale d'ici à 2011, ce qui implique des efforts immédiats de réduction du déficit. Un environnement macro-économique porteur, avec une croissance tirée par l'industrie et les exportations vers le reste de l'Asie en particulier, rend cet ajustement envisageable.

Economies émergentes

En l'absence de statistiques économiques majeures, l'actualité économique des pays émergents a surtout été marquée par la décision de la Chine de laisser sa devise reprendre le mouvement d'appréciation contre le dollar qui avait été mis entre parenthèses depuis deux ans en raison de la crise financière et de la récession mondiale. Cette annonce, à quelques jours de la tenue du G20, a permis à la Chine de faire taire les critiques grandissantes sur la sous-évaluation du yuan. La parité yuan-dollar reste toutefois largement sous le contrôle des autorités et le yuan ne s'est apprécié que de 0.5% contre le dollar lors de la première semaine de ce nouveau régime.

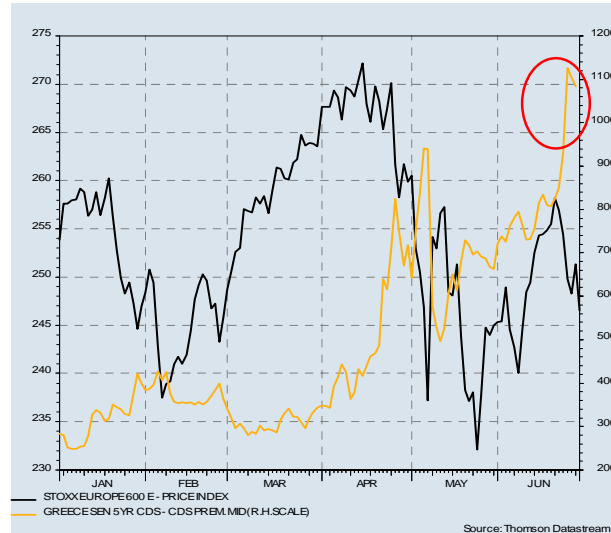
L'appréciation du yuan présente des avantages pour l'économie chinoise, en permettant une diminution du prix des importations, ce qui est favorable au développement de la demande domestique en même temps que cela atténue les tensions inflationnistes importées. Ce mouvement ne sera toutefois que très graduel, afin de ne pas mettre en péril les secteurs exportateurs, essentiels à la croissance de l'économie. Au final, cette décision de la Chine vaut beaucoup plus par son caractère symbolique que par l'impact direct qu'elle pourrait avoir sur les déséquilibres mondiaux.

Marchés

Actions

L'évolution des marchés actions est restée en dents de scie. La résurgence des craintes sur les dettes souveraines en Europe, et plus particulièrement de la dette hellène (dont le coût de protection contre un risque de défaut a atteint un plus haut) a mis à mal l'optimisme fraîchement retrouvé. Les bonnes nouvelles économiques venues de Chine ainsi que la décision du gouvernement de laisser le yuan s'apprécier, tout d'abord saluées par les investisseurs, ont rapidement cédé le pas aux éléments d'inquiétude. Notamment, la révision à la baisse du PIB américain au T1, des propos peu engageants de la Fed ainsi que de piètres données sur l'immobilier américain. Enfin, la réunion du G20 tenue le week-end passé à Toronto, n'ayant débouché que sur peu de mesures concrètes, aura eu un impact limité sur la tendance des marchés.

EVOLUTION DU MARCHÉ ACTION EUROPEEN ET DU COUT DE PROTECTION DE LA DETTE GRECQUE DEPUIS LE DEBUT DE L'ANNEE



Regain de stress sur les marchés : le CDS à 5 ans sur la dette grecque atteint un nouveau record. En parallèle le marché européen recule, faisant acte du retour des craintes quant à la dette souveraine de l'Europe du Sud.

Dans un contexte d'incertitude conjoncturelle persistante, les secteurs défensifs ont continué de s'illustrer. A noter, le bon parcours sur le mois des titres agro-alimentaires, des valeurs de la distribution et du secteur de la santé. Inversement, les valeurs les plus liées à la conjoncture ont été délaissées, notamment celles de la construction, affectées par les mauvaises statistiques de l'immobilier américain. Le compartiment financier s'est montré hésitant compte tenu du manque de visibilité sur les nouvelles réglementations à venir.

Enfin le secteur de l'énergie a continué de décevoir, plombé par l'affaire BP.

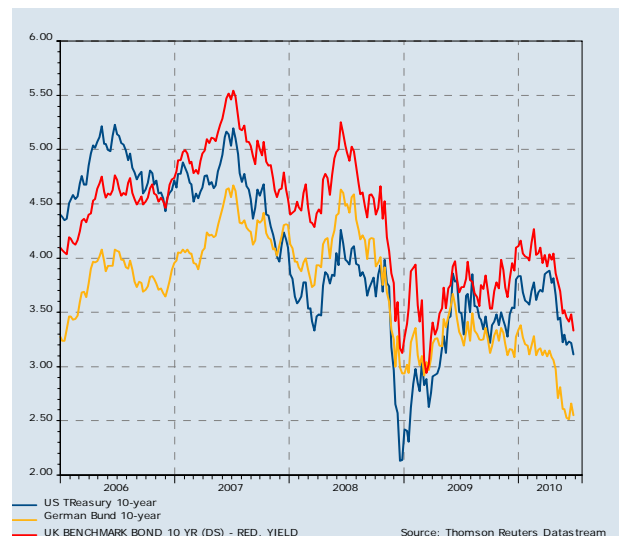
Les marchés devaient continuer d'évoluer dans un couloir étroit sur les prochaines semaines. Les opérateurs attendront la prochaine publication des résultats pour reprendre la température. Dans le même temps, les statistiques économiques de part et d'autre de l'Atlantique seront particulièrement scrutées, et principalement celles liées à l'emploi, afin d'évaluer si la reprise économique est solidement arrimée.

Obligations

Sur le marché obligataire, les deux grandes tendances observées au cours des dernières semaines se sont prolongées lors de la deuxième moitié du mois de juin.

D'une part, les craintes liées à la croissance mondiale et au risque de rechute de l'économie américaine continuent à alimenter le mouvement de fuite vers la qualité, ce qui profite aux obligations des Etats jugés comme les moins risqués. Ainsi, les taux à long terme allemands ont atteint de nouveaux plus bas historiques (2.51% pour le 10 ans) et les taux américains ont reculé à un plus bas depuis plus d'un an, à 3.08%. Le plan de consolidation fiscale britannique a également permis une nette détente des rendements, le taux à 10 ans du Royaume-Uni reculant à 3.38%.

TAUX D'INTERET A 10 ANS DES OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES DES ETATS-UNIS, DU ROYAUME-UNI ET DE L'ALLEMAGNE

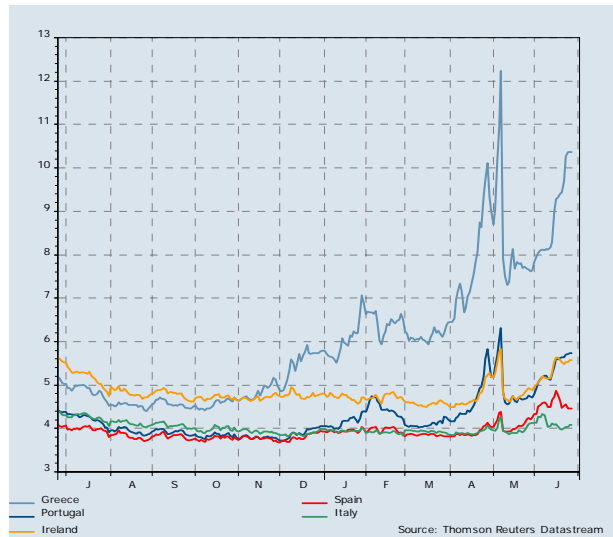


Le mouvement de fuite vers la qualité continue à tirer vers le bas les taux d'intérêt des bons émetteurs.

D'autre part, les craintes concernant l'endettement de la Grèce, de l'Espagne, de l'Irlande et du Portugal ont entraîné de nouvelles tensions sur les

rendements de ces pays. Ainsi, le taux à 10 ans espagnol a enregistré un pic à 4.88%, pendant que le 10 ans grec est revenu au-dessus de 10%. Les taux portugais se sont également tendus, pour dépasser le niveau des taux irlandais. Au milieu de cet environnement, les taux italiens faisaient preuve de stabilité, alors que la situation de la Péninsule suscite moins d'inquiétude.

TAUX D'INTERET A 10 ANS DES OBLIGATIONS GOUVERNEMENTALES GRECQUES, PORTUGAISES, IRLANDAISES, ESPAGNOLES ET ITALIENNES



Les taux gouvernementaux des PIIGS, par qui la crise est arrivée, continuent à se tendre.

Ainsi, dans un environnement de craintes sur la croissance et d'aversion au risque, seuls les émetteurs jugés comme sûrs attirent donc les investisseurs, avec pour conséquence des divergences de performance importantes au sein du marché obligataire.

Taux de change

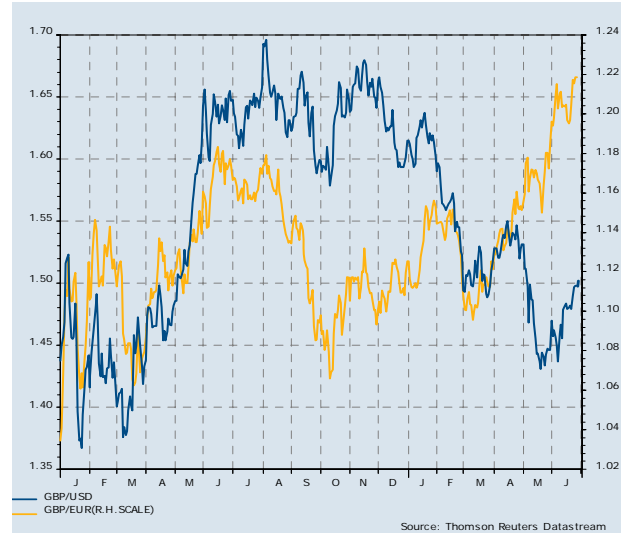
L'euro s'est stabilisé contre le dollar lors de la deuxième moitié du mois de juin, après la baisse de 15% enregistrée depuis le début de l'année. La devise européenne a évolué autour de 1.2350 EUR/USD, marquant une pause dans un mouvement de dépréciation qui semble appelé à se poursuivre dans les mois à venir.

Contre le franc suisse, en revanche, la dépréciation de la devise européenne s'est sensiblement accélérée, l'euro reculant à un nouveau plus bas historique contre la devise helvétique

(1.336 EUR/CHF). L'annonce par la Banque Nationale Suisse de l'arrêt de ses interventions systématiques a ouvert la voie à un rattrapage alors que l'appréciation du franc suisse avait été jusque-là limitée par les très coûteuses interventions sur le marché des changes. Destinées initialement à empêcher l'appréciation du franc suisse, ces interventions n'ont freiné que difficilement la tendance dans la pratique, et à quel prix ! Pour mémoire, celles-ci avaient atteint CHF 70 mds en mai, provoquant une hausse de 50% des réserves de la BNS en un seul mois... Le franc suisse est maintenant en hausse de 10% contre l'euro depuis le début de l'année.

La livre sterling, pour sa part, a bénéficié de l'annonce du plan d'économie présenté par le gouvernement, qui a atténué les craintes liées à la dette gouvernementale et par ricochet aux actifs libellés en livre. Ainsi, la devise britannique revenait au-dessus de 1.50 GBP/USD, un plus haut en près de deux mois. Contre euro, la livre établissait même un plus haut depuis la fin 2008, à 1.2215 GBP/EUR.

LIVRE STERLING CONTRE DOLLAR ET CONTRE EURO



La livre sterling s'est renforcée récemment, portée par l'annonce du plan de redressement des finances publiques.

Enfin, le yen se renforçait face au dollar, revenant sous le niveau de 90 USD/JPY. La décision de la Chine d'assouplir son régime de change n'a conduit qu'à une très faible appréciation du yuan contre le dollar (+0.5% en une semaine) mais elle a provoqué le raffermissement des autres devises asiatiques.

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 28 juin 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%