Rapport sur le marché 4ième trimestre 2011

Baloise Asset Management SA
Aeschengraben 21, 4002 Bâle
www.baloise-asset-management.com

Dominik Schmidlin
dominik.schmidlin@baloise.com

Baloise Asset Management SA ne garantit pas l'exactitude du contenu de cette publication, notamment en ce qui concerne les chiffres et les données sur la performance ainsi que les éventuelles recommandations et opinions sur l'évolution du marché. Baloise Asset Management SA décline toute responsabilité résultant de l'utilisation de la présente publication.

Conjoncture: croissance faible et risques élevés

Suisse: une croissance nettement plus faible

La dynamique de la conjoncture a fortement faibli au 3e trimestre avec une croissance réelle de 0,2% par rapport au trimestre précédent. La crise de la dette, qui persiste dans le principal débouché de la Suisse que représente l'Europe, et la force du franc qui en résulte ont laissé des traces flagrantes, ce qui n'est pas étonnant. Ainsi, les exportations de marchandises ont baissé de 0,9% et les exportations de services de 2,7%. Les investissements en équipement des entreprises étaient également en recul. Même si une évolution récessive menace pendant les mois d'hiver, la situation ne doit pas encore être considérée comme étant extrêmement grave, grâce à la conjoncture intérieure relativement solide. Ainsi, les investissements en construction, la consommation privée et la consommation publique apportent-ils une contribution positive à la croissance. La situation sur le marché du travail s'est récemment à nouveau légèrement dégradée. Le taux de chômage est passé de 2,9% en octobre à 3,1% en novembre et le nombre de chercheurs d'emploi par poste à pourvoir annoncé est passé parallèlement de 9 à 10,2. Le taux d'inflation a continué à baisser en novembre, en comparaison annuelle, il s'élevait à -0,5% (voir graphique 4). Le risque d'une évolution déflationniste et le chômage en hausse vont augmenter la pression sur la Banque Nationale Suisse. Une dégradation supplémentaire de la conjoncture ferait augmenter la probabilité d'une hausse du taux de change plancher. Le pronostic consensuel escompte une croissance de 0,6% en 2012. Toutefois, en raison de la grande incertitude liée à crise de la dette, la fourchette des pronostics va de -1,1% à +1,6%.

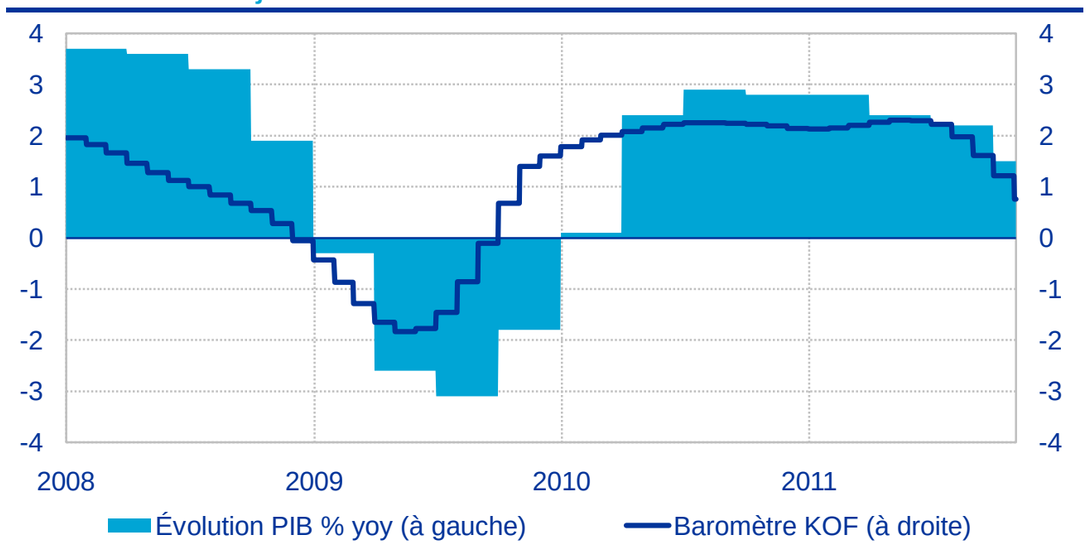
Zone euro: nouvelle récession probable

La crise européenne de la dette et bancaire s'est reflétée également dans l'estimation de la croissance du produit intérieur brut au 3e trimestre publiée récemment. Le fait qu'une croissance minime réelle de 0,2% par rapport au trimestre précédent a pu être atteinte malgré tout est dû à la stimulation de la consommation privée et à l'augmentation des exportations. Alors que l'Allemagne et la France affichent encore une croissance solide avec respectivement 0,5% et 0,4%, l'Italie et les Pays-Bas ont enregistré des taux de croissance négatifs avec -0,2% et -0,3%. Comme aucune amélioration ne se profile au 4e trimestre, les Pays-Bas devraient être le premier pays coeur à tomber dans une récession formelle (=au moins deux trimestres consécutifs avec des taux de croissance négatifs). En raison d'une forte hausse des prix de l'énergie, le taux d'inflation annuel dans la zone euro est resté en novembre à 3,0%. En revanche, le taux de chômage de la zone euro est passé de 10,2% en septembre à 10,3% en octobre. Avec 4,1%, l'Autriche a affiché le taux de chômage le plus bas tandis que l'Espagne affichait le taux le plus haut de 22,8%. Pour la zone euro, les pronostics consensuels escomptent une croissance négative de -0,3% en 2012. La crise européenne de la dette et bancaire a entre temps non seulement déclenché une spirale conjoncturelle vers le bas dans la zone euro, mais elle se reflète aussi dans les derniers chiffres d'exportation de la Chine, dont la banque d'émission s'est vue obligée d'entreprendre un assouplissement de sa politique monétaire suite au ralentissement sensible de la conjoncture mondiale.

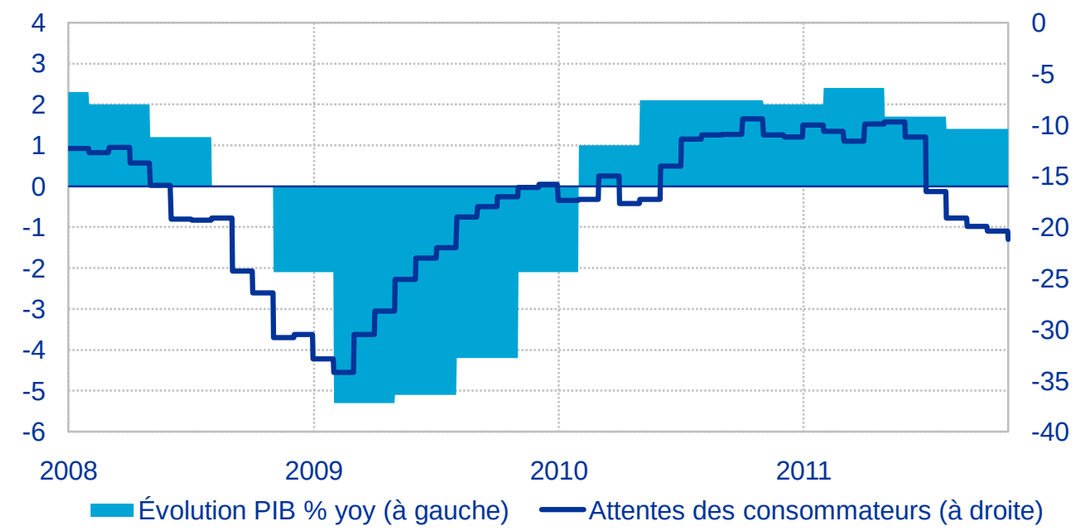
États-Unis: lueurs d'espoir conjoncturelles

Malgré la mauvaise évolution de l'économie en Europe, il y a des petites lueurs d'espoir au niveau de la conjoncture de l'autre côté de l'Atlantique. Même si la situation sur les marchés du travail et de l'immobilier reste mauvaise, l'économie nationale américaine a eu par comparaison une évolution solide, avec une croissance réelle de 0,5% par rapport au trimestre précédent. La consommation privée, qui représente environ 70% de la performance économique américaine, a augmenté de 0,4%. Les données conjoncturelles publiées jusqu'ici laissent entrevoir une dynamique économique relativement solide également au 4e trimestre. Ainsi, la hausse de la production industrielle et de l'utilisation des capacités traduisait une reprise modérée des activités industrielles, à la différence de la Chine et de l'Europe. En raison avant tout d'un recul des prix de l'essence, le taux d'inflation annuel est légèrement descendu à 3,4% en novembre. Le taux de chômage a nettement baissé en octobre de 9,0% à 8,6%, toutefois, la moitié de cette baisse est due au fait que le nombre de personnes qui cherchent activement un emploi sur le marché du travail a diminué. D'après le pronostic consensuel, on peut s'attendre à une croissance du produit intérieur brut réel de 1,9% en 2012.

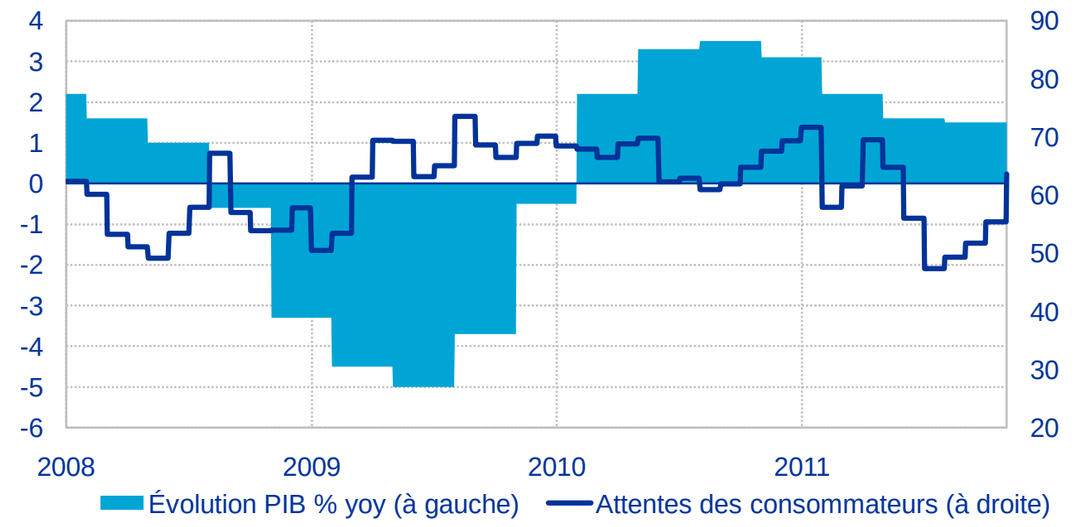
1. Situation conjoncturelle Suisse



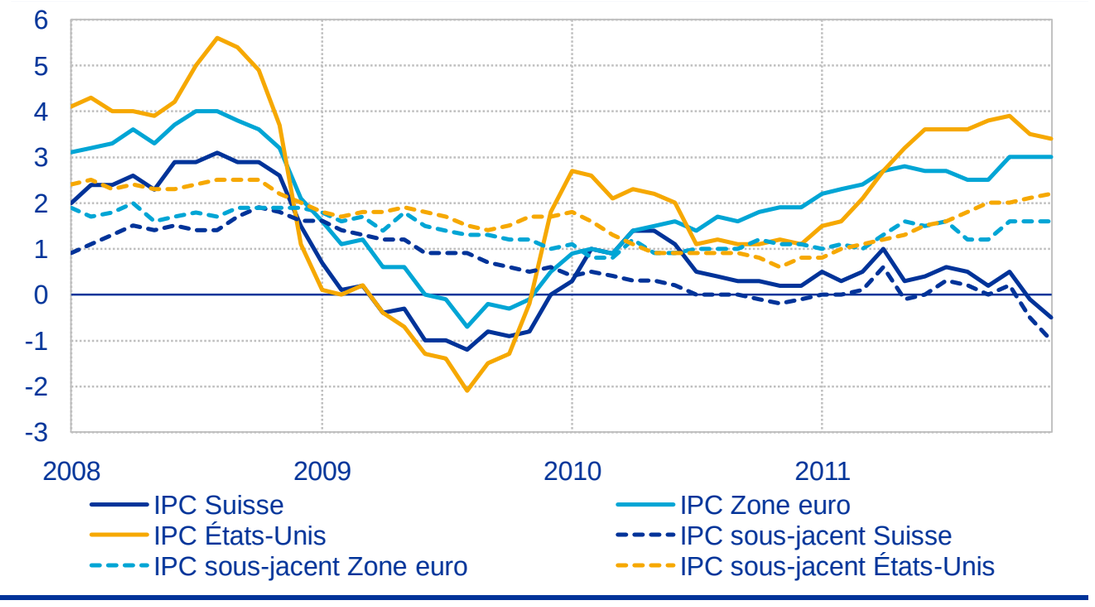
2. Situation conjoncturelle zone euro



3. Situation conjoncturelle États-Unis



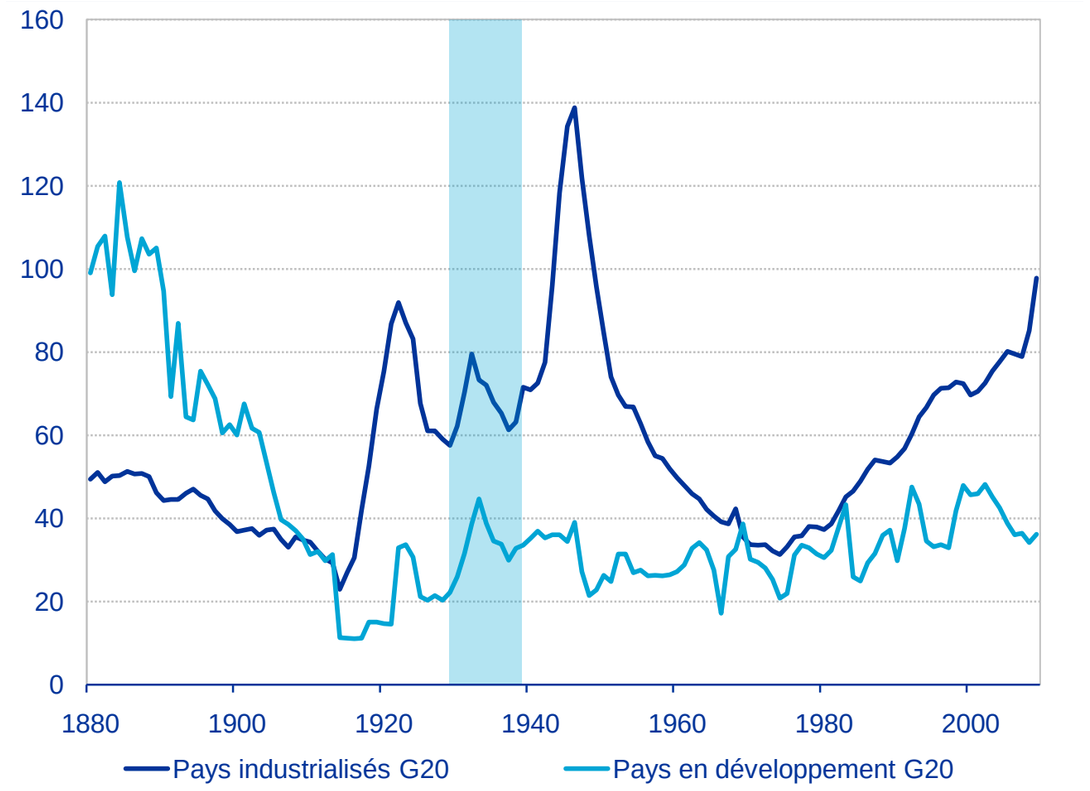
4. Taux d'inflation CPI (en %)



L'endettement public dans le contexte historique

L'évolution de la dette publique dans les pays industrialisés attire davantage l'attention depuis le début de la crise financière mondiale. La crise financière est souvent comparée à la Grande Dépression (colonne bleue dans le graphique 5). Les répercussions de la crise actuelle sur l'endettement public dans les pays industrialisés du G20 sont cependant beaucoup plus importantes, bien que le recul de la croissance ait été moins extrême que lors de la Grande Dépression. Cela est dû en partie à l'endettement public pondéré au niveau du pouvoir d'achat supérieur de 20% en moyenne déjà au moment de l'éclatement de crise financière. Néanmoins, la chute des recettes publiques survenue lors des deux crises, les mesures de stimulation économique, ainsi que le soutien du secteur financier doivent être considérés comme les facteurs principaux. Le taux d'endettement moyen des pays industrialisés du G20 se situe au deuxième niveau le plus élevé avec environ 100%. Ce taux a été surpassé une seule fois: après la seconde guerre mondiale, l'endettement s'élevait à 140% en moyenne. Jusqu'à la moitié des années 1970, le taux d'endettement avait baissé jusqu'à à peine 30% grâce à la forte croissance et à l'inflation. Avec l'effondrement du système de Bretton Woods et des deux chocs pétroliers qui ont suivi, la tendance s'est inversée et a gardé le même cap jusqu'à aujourd'hui. L'endettement public moyen des pays en voie de développement du G20 affiche certes une plus grande volatilité, mais il est inférieur à celui des pays industrialisés depuis le début du 20e siècle.

5. Historique de la dette publique



Marchés des actions: évolution volatile des cours

Suisse: sous l'emprise de la crise de la dette

Après l'effondrement des marchés des actions au 3e trimestre, le 4e trimestre était également caractérisé par une grande volatilité (graphique 7). Les pertes du trimestre précédent ont tout de même pu être un peu compensées. Ainsi, le Swiss Market Index (SMI) et le Swiss Performance Index (SPI) plus diversifié ont enregistré au 4e trimestre une valeur positive de respectivement 7,3% et 6,7%. Pendant la deuxième moitié du mois de novembre, l'agence de notation Fitch a provoqué une chute temporaire des cours sur les bourses en déclarant – ce qui était peu étonnant – que le danger d'un choc augmenterait si les Européens ne prenaient pas leurs problèmes en main. La plupart des analystes s'attendait à une bonne année au niveau des actions au début de l'année. Jusqu'à la moitié du mois de mai, cet espoir était justifié malgré la catastrophe du séisme au Japon, puis le renforcement de la crise de la dette a entraîné un renversement rapide de la tendance. Comme le montre le graphique 6, le SMI et le SPI ont tous deux affiché de pertes de -7,8% et de -7,7% en 2011, ce qui est encore relativement bas en comparaison internationale. Les valeurs à faible capitalisation ont connu une évolution beaucoup plus mauvaise que les titres blue chip en 2011 avec une performance de -19,1%. Parmi les titres SMI, Givaudan a affiché la meilleure performance au 4e trimestre avec +25,9%. Transocean avec -18,3% et CS avec -8,0% étaient à la traîne. Sur l'ensemble de l'année, seules deux groupes ont enregistré des bénéfices de cours notables: Synthes et Roche. En revanche, on trouve à l'autre bout de l'échelle Transocean avec un déficit de 43,4% et CS avec 39,4%.

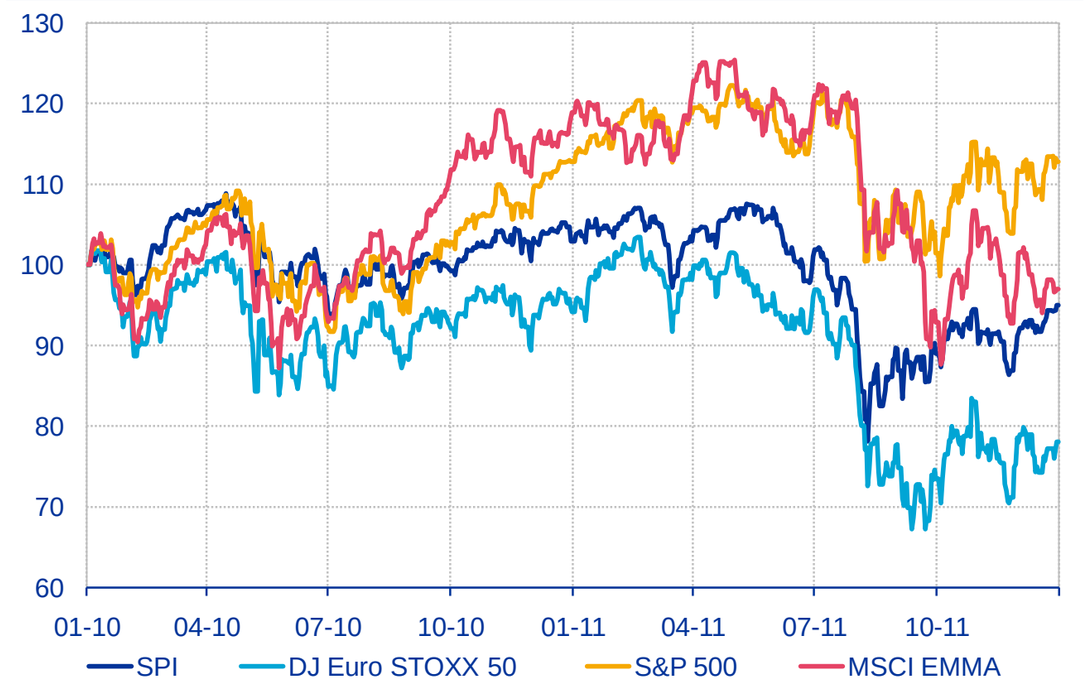
Étranger: valeurs financières sous pression

Les sommets de l'UE à la fin du mois d'octobre et au début du mois de décembre n'ont donné par contre aucun résultat susceptible de marquer un tournant dans la crise de la dette. Les entreprises du secteur financier sont les plus touchées par la crise de la dette et ont enregistré cette année davantage de pertes considérables sur les cours. Alors que le marché global des actions, mesuré avec le MSCI World Index, a perdu 18,6% depuis 2008, la perte du secteur financier s'élève à 55,6% (graphique 9). Les différentes banques dans la zone euro et aux États-Unis ont enregistré des pertes de cours allant jusqu'à 60% en 2011. Les entreprises issues de branches défensives comme les produits alimentaires ou pharmaceutiques ainsi que les sociétés du secteur informatique étaient les plus prospères. Dans le cadre de la saison de rapport en octobre et en novembre, certaines entreprises ont aussi pu surprendre positivement. En Europe, au 4e trimestre, le DAX allemand a généré un rendement de 7,2%, le FTSE 100 britannique de 8,7% et le DJ Euro Stoxx 50 de 6,3%. Le S&P 500 américain a enregistré une hausse de 11,2%, tandis que le Topix japonais affiche une perte de 4,3%. À l'exception des marchés d'actions américains, tous les marchés considérés dans le graphique 6 ont accusé des pertes considérables sur les cours en 2011.

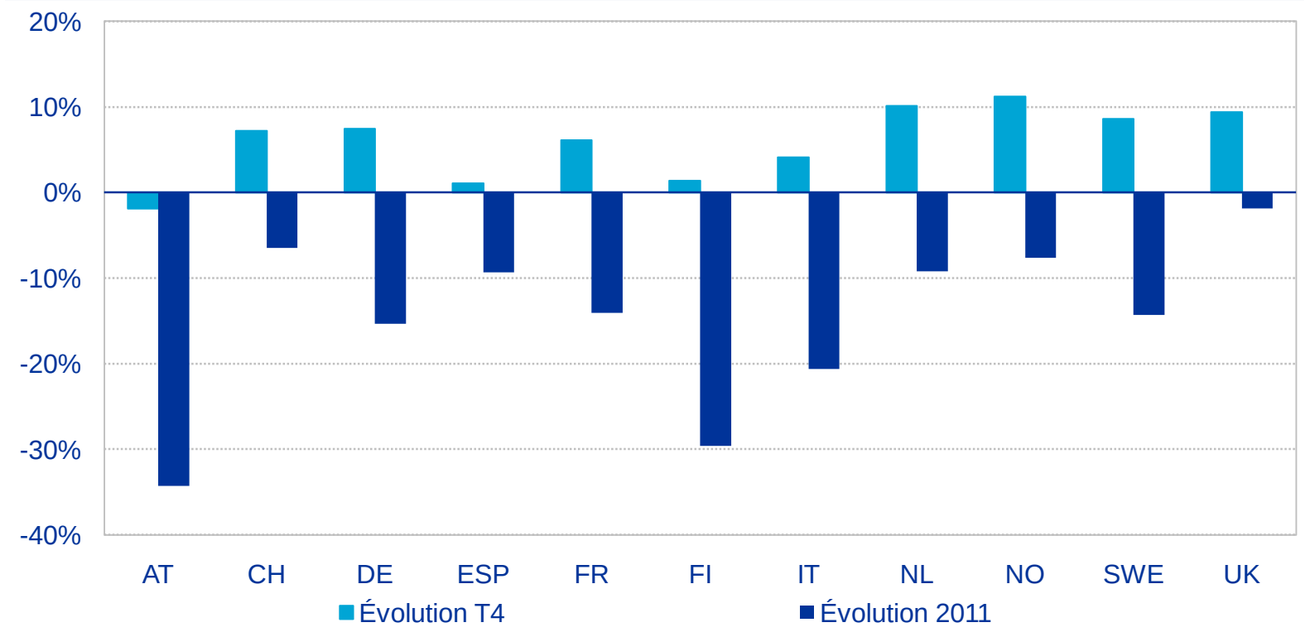
6. Evolution des marchés des actions au 31.12.2011

	Indice 31.12.2011	T4 qtd, local	T3 qtd, local	2011 ytd, local	2011 ytd, en CHF
Suisse					
SMI	**5936**	7.3%	-10.6%	-7.8%	-7.8%
SPI	**5344**	6.7%	-11.9%	-7.7%	-7.7%
SPI Small & Mid Cap	**6842**	2.8%	-17.5%	-19.1%	-19.1%
Europe					
DJ Euro STOXX 50	**2317**	6.3%	-23.5%	-17.1%	-19.2%
DAX	**5898**	7.2%	-25.4%	-14.7%	-16.5%
FTSE 100	**5572**	8.7%	-13.7%	-5.6%	-5.6%
États-Unis					
S&P 500	**1258**	11.2%	-14.3%	0.0%	0.5%
Dow Jones Industrial	**12218**	12.0%	-12.1%	5.5%	6.1%
NASDAQ Composite	**2605**	7.9%	-12.9%	-1.8%	-1.3%
Asie					
Topix	**729**	-4.3%	-10.4%	-18.9%	-13.8%
Hang Seng	**18434**	4.8%	-21.5%	-20.0%	-19.5%
Marchés émergents					
MSCI EMMA	**357**	4.4%	-22.6%	-18.4%	-18.0%

7. Marchés des actions (monnaie locale)



8. Pays d'Europe (indices MSCI TR, monnaie locale)



9. Marchés des actions: le secteur financier est encore évité

ytd: depuis le début de l'année qtd: depuis le début du trimestre yoy: par rapport à l'année précédente

Taux d'intérêt: taux faibles persistants

Suisse: nouveaux niveaux planchers

En Suisse, des niveaux planchers historiques ont à nouveau été atteints au 4e trimestre dans le domaine des intérêts. Le rendement des obligations d'État à 10 ans a baissé en décembre jusqu'à 0,66%, ce qui correspond à un recul supplémentaire de 21 points de base par rapport au niveau plancher atteint au cours du 3e trimestre (graphique 13.a). Cela s'explique avant tout par la force du franc et la recherche de placements sûrs de la part des investisseurs, et non par d'éventuelles craintes de récession liées à l'affaiblissement de la croissance. De plus, les chiffres d'affaires sur les bourses d'obligations étaient très faibles vers la fin de l'année, c'est pourquoi l'évolution des cours est souvent aussi due au hasard. Comme le montre le graphique 12, la courbe des intérêts a continué de s'aplatir au 4e trimestre et les rendements se situent partiellement jusqu'à une durée de 3 ans dans le négatif. Le Swiss Bond Index a à nouveau légèrement augmenté au 4e trimestre avec +0,5% et enregistre une performance de +4,8% sur l'ensemble de l'année (graphiques 10/11).

Europe: la BCE prend de nouvelles mesures

Dans le contexte d'une aversion au risque toujours aussi élevée, de la fuite des capitaux de la zone euro et de la hausse ainsi engendrée des rendements des pays périphériques, en particulier de l'Italie, la situation sur le marché des obligations européen est restée très tendue (graphique 16). Tel que l'a montré en novembre l'émission massive d'obligations d'État allemandes avec une durée de dix ans, les investisseurs ne sont depuis peu plus disposés à acheter des emprunts allemands à tout niveau d'intérêt. À la fin du mois de novembre, plusieurs banques centrales ont fourni de la liquidité au système financier lors d'une action coordonnée. La Banque centrale européenne (BCE) a également pris des mesures supplémentaires avec la nouvelle opération de refinancement à plus long terme pour stabiliser la situation. Cette action est basée sur l'espoir que les banques pourraient acquérir des emprunts des états périphériques avec la liquidité mise à disposition et stabiliser ainsi le marché des capitaux. La performance de l'indice Barclays Capital EuroAgg. était de 0,0% au 4e trimestre et s'élève à 3,2% sur l'ensemble de l'année (graphiques 10/11).

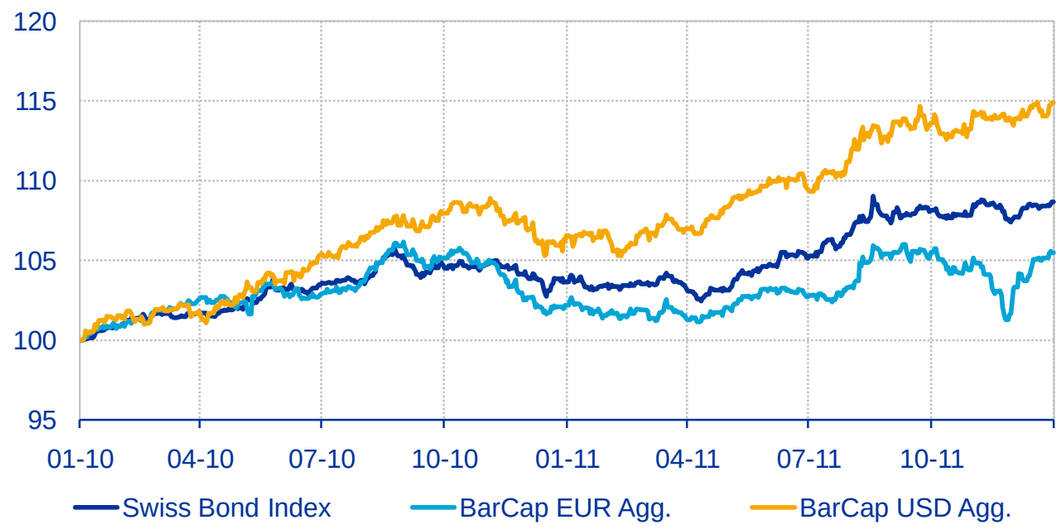
États-Unis: les intérêts à long terme restent bas

L'espoir né préalablement au sommet de l'UE des 26 et 27 octobre de voir un progrès quant à la solution de la crise de la dette a entraîné une hausse des rendements des Treasuries sur 10 ans de plus de 60 points de base pour atteindre 2,4%. Le désenchantement qui a suivi a entraîné une baisse des taux d'intérêt et les intérêts à long terme ont depuis vacillé autour de la barre des 2% (graphique 13.c). Les données conjoncturelles un peu meilleures ne se sont pas vraiment reflétées dans l'évolution des intérêts en raison des événements en Europe qui ont tout dominé (graphiques 12 et 13.c). La performance du BarCap USD Agg. était de 1,1% au 4e trimestre. Pour l'ensemble de l'année, un rendement positif de 7,8% est atteint (graphiques 10/11).

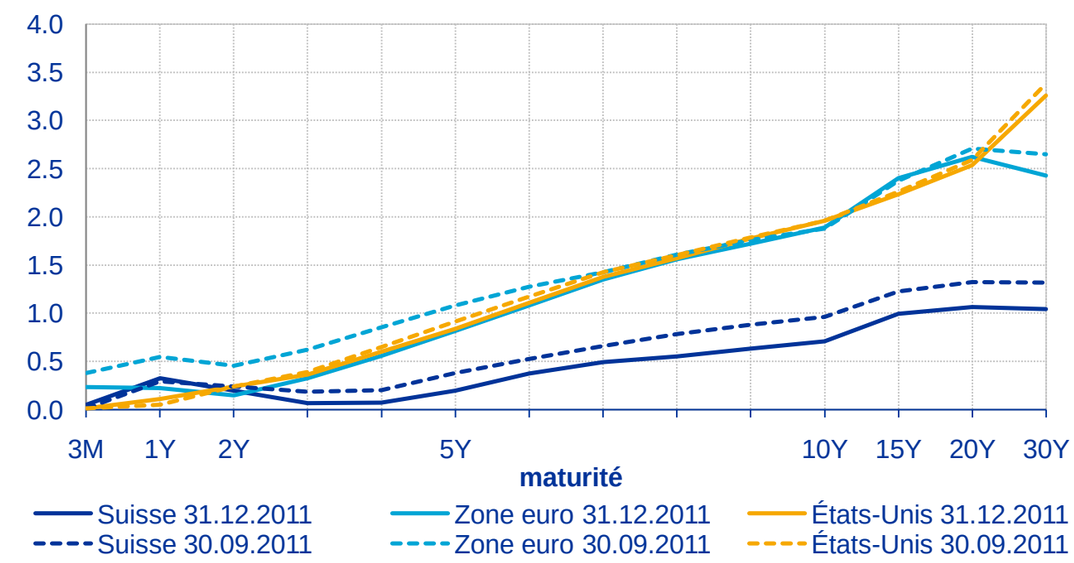
10. Marchés des obligations — au 31.12.2011

	Indice 31.12.2011	T4 qtd, local	T3 qtd, local	2011 ytd, local	2011 ytd, en CHF
Suisse					
Swiss Bond Index	**120**	0.5%	2.9%	4.8%	4.8%
Swiss Gov. Bond Ind.	**201**	2.0%	6.1%	8.9%	8.9%
Zone euro					
BarCap EUR Agg.	**188**	0.0%	2.7%	3.2%	0.6%
Citigroup EuroBIG	**175**	0.0%	3.0%	3.5%	0.9%
États-Unis					
BarCap USD Agg.	**1770**	1.1%	3.8%	7.8%	8.4%
Citigroup US GBI	**755**	0.8%	6.4%	9.6%	10.2%

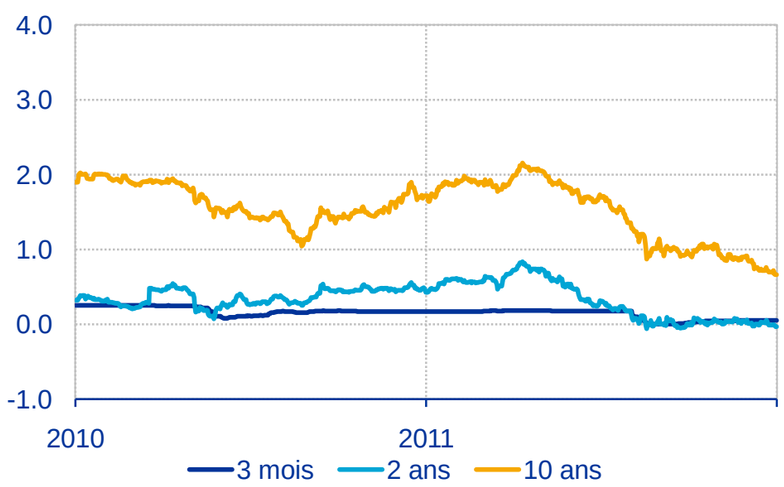
11. Evolution des marchés des obligations (monnaie locale)



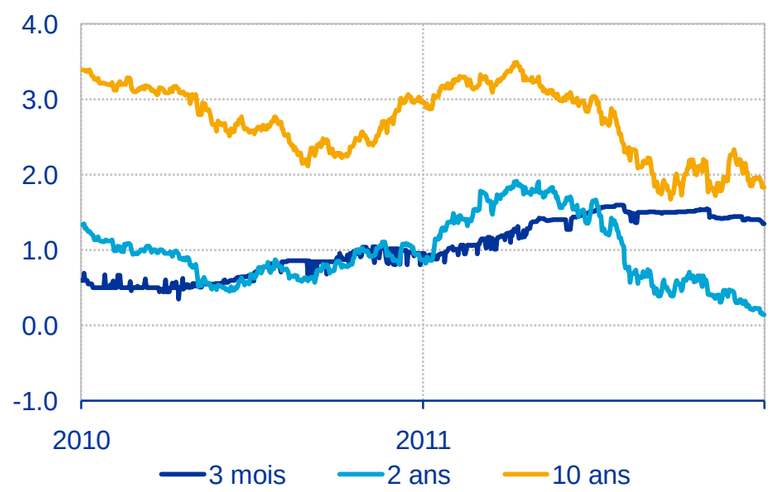
12. Courbes des taux d'intérêt en %



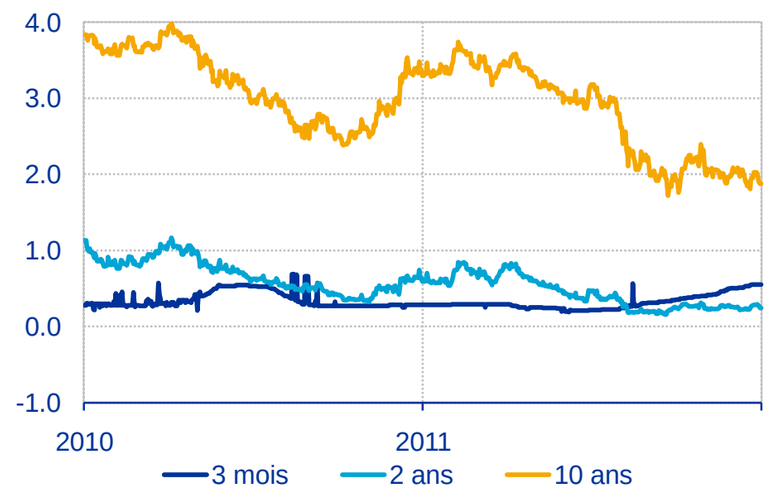
13.a. Taux d'interêt Suisse (en %)



13.b. Taux d'interêt Zone euro (en %)



13.c. Taux d'interêt États-Unis

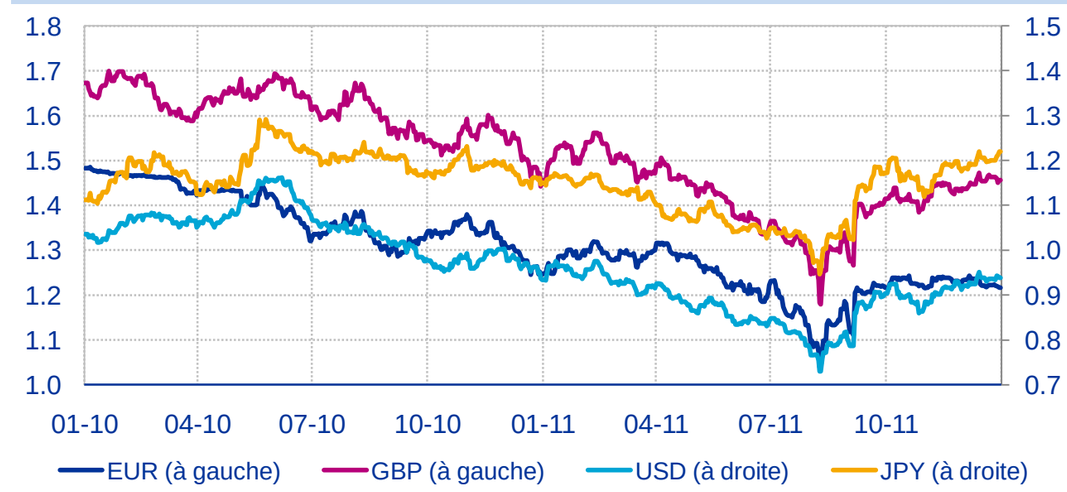


Monnaies: taux de change plancher stabilise le cours de change EUR/CHF

Après l'introduction d'un seuil du cours de change par la Banque Nationale Suisse (BNS) au début du mois de septembre, le cours de change EUR/CHF a vacillé la plupart du temps entre 1,22 et 1,24 au 4e trimestre. Fait probablement soutenu par les rumeurs qui circulent selon lesquelles la BNS pourrait augmenter le taux de change plancher à un niveau de 1,30, le CHF s'est entre temps affaibli et a atteint un niveau de 1,24. Les réserves de devises de la BNS ont chuté en novembre par rapport à octobre de 15,8 points à 229,3 milliards de CHF. Toutefois, les données publiées par la BNS dans le cadre d'une convention statistique avec le Fonds monétaire international (FMI) ne permettent pas de déduire avec précision si et combien d'EUR la BNS devrait acheter effectivement pour défendre le taux de change plancher. Actuellement, 53% des placements en devises de la BNS sont placés dans des titres en EUR, ce qui correspond environ à la part de la zone euro aux exportations suisses. Après un recul pour chuter à 0,89 CHF à la fin du mois d'octobre, l'USD a été stimulé par de meilleures données économiques aux États-Unis et a pu franchir la barre des 0,95 CHF à la mi-décembre. En raison de la crise de la dette, l'EUR s'est également affaibli par rapport à l'USD au 4e trimestre de 3,6% et continue à se diriger vers la valeur juste, mesurée du point de vue du pouvoir d'achat, d'environ 1,17 (graphique 18).

14. Evolution des monnaies — au 31.12.2011

	Cours 31.12.2011	T4 qtd, en %	Cours 30.09.2011	2011 en %	Cours 30.06.2011
EUR/CHF	**1.22**	0.0%	**1.22**	-0.4%	**1.22**
USD/CHF	**0.94**	3.8%	**0.90**	11.5%	**0.84**
GBP/CHF	**1.46**	2.9%	**1.41**	7.6%	**1.35**
JPY/CHF	**1.22**	4.1%	**1.17**	16.7%	**1.05**
EUR/USD	**1.30**	-3.6%	**1.34**	-10.7%	**1.45**
USD/CNY	**6.30**	-1.3%	**6.38**	-2.5%	**6.46**



Évaluation des marchés

Actions:

Les signes montrant que la zone euro est déjà entrée en récession s'accumulent. L'incertitude liée est considérée comme une grand facteur d'influence pour l'année prochaine. L'évaluation relative reste toutefois favorable et attractive par rapport aux opportunités de rendement dans le secteur des obligations malgré des bénéfices escomptés plus faibles. Des données fondamentales supérieures aux attentes éventuelles – en particulier aux États-Unis et en Allemagne – ont pu entraîner de légères augmentations sur le marché des actions. Les actions notamment d'entreprises au financement solide et bien positionnées sur leurs propres marchés devraient continuer à faire l'objet d'une grande demande. Les nouvelles négatives vont certes entraîner temporairement des coups durs, mais les évaluations combinées aux rendements de dividende attrayants sous des angles multiples devraient empêcher un effondrement massif du marché. De ce fait, à court terme, une fluctuation autour de l'état actuel semble être le scénario le plus probable. Sur un horizon de douze mois, il faut s'attendre à une légère montée des marchés d'actions, d'autant plus que ceux-ci ont souvent une certaine avance par rapport à l'évolution de la conjoncture. Toutefois, cela suppose que des progrès soient réalisés dans les prochains mois dans la maîtrise de la crise de la dette.

Obligations:

En raison des dégradations prévisibles des notations, on doit s'attendre aussi pour les pays relativement solides à des amplifications des écarts. De nombreux états de la zone euro sont par principe évités, même si on compte parmi eux des débiteurs attrayants du point de vue des risques/rendements. Cependant, le risque systémique et le danger de contamination lié doivent toujours être classés comme étant très grands. En particulier la situation dans le secteur bancaire reste très tendue et la confiance des instituts dans leurs contreparties reste minime. Les mesures élargies de la Banque centrale européenne et la mise à disposition coordonnée de liquidité de différentes banques d'émission devraient quelque peu débloquer – du moins temporairement – la situation dans le secteur bancaire, mais moins contribuer à un endiguement de la crise de la dette. En Suisse, aucun risque d'inflation n'est en vue pour l'instant. Si la demande étrangère s'affaiblit encore plus que selon les prévisions, les risques sembleraient être beaucoup plus de type déflationniste. De ce fait, les intérêts des obligations d'État suisses pourraient même continuer à diminuer encore plus. Ce n'est qu'en cas d'endiguement de la crise de la dette européenne que l'on pourrait compter sur une certaine normalisation du niveau des intérêts. La forte hausse de l'attribution d'hypothèques due à la faiblesse des intérêts et l'augmentation liée des prix de l'immobilier devraient faire encore augmenter le risque de crédit chez les banques et par là même les inquiétudes de la Banque Nationale Suisse (BNS). Tel qu'on le reconnaît dans le graphique 17, les prix de l'immobilier se situent au-dessus de leur tendance depuis fin 2008 (courbe en pointillés), et depuis la moitié de cette année, en-dehors de la zone bleue calculée, à partir de laquelle la formation d'une bulle doit être redoutée en cas de dépassement à long terme. D'un autre côté, le marché immobilier suisse est encore loin de l'«écart par rapport à la tendance» du marché immobilier américain atteint pendant la bulle immobilière aux États-Unis. Néanmoins, l'évolution future devrait être suivie de près.

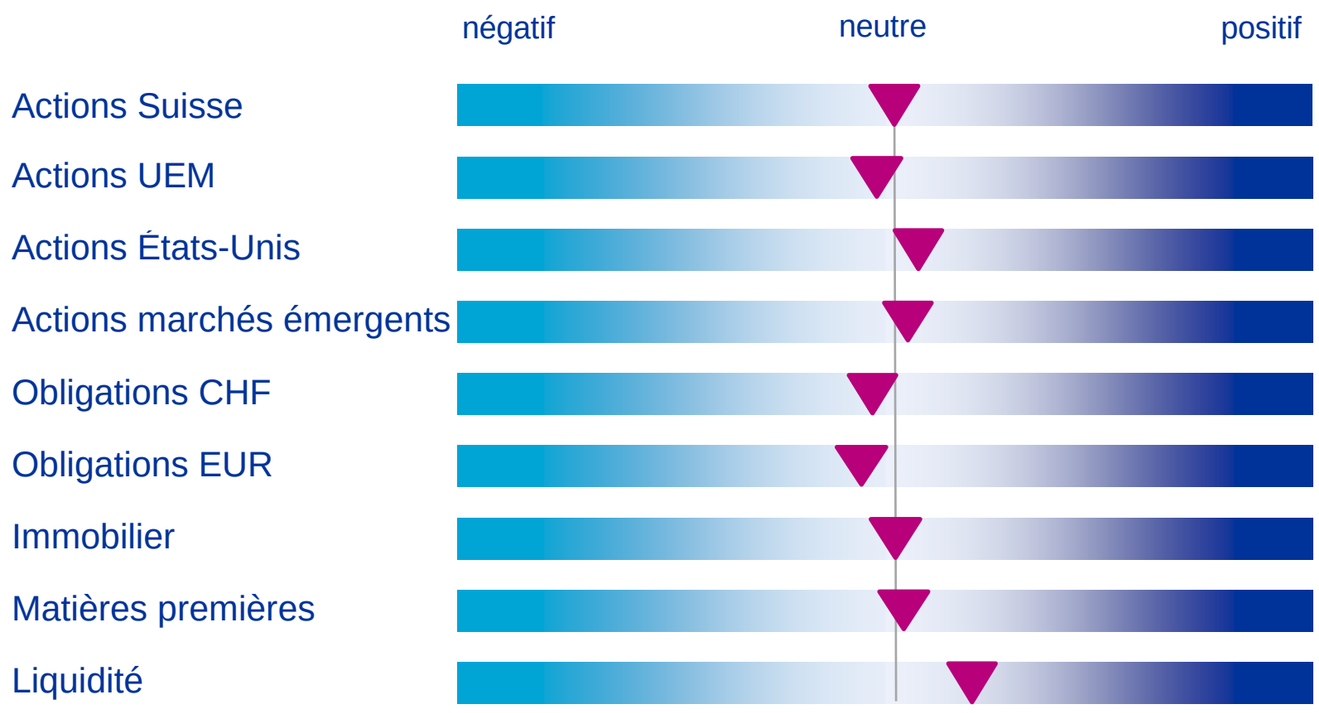
Devises:

Le taux de change plancher de la BNS de 1,20 EUR/CHF devrait être plus facilement imposable dans le contexte actuel qu'un taux de 1,30, c'est pourquoi il ne faut pas s'attendre actuellement à une hausse supplémentaire. Tant que la crise de la dette n'est pas résolue, un affaiblissement du CHF n'est pas en vue. En raison de la crise de la dette, l'EUR devrait continuer à tendre à baisser par rapport à l'USD (graphique 18).

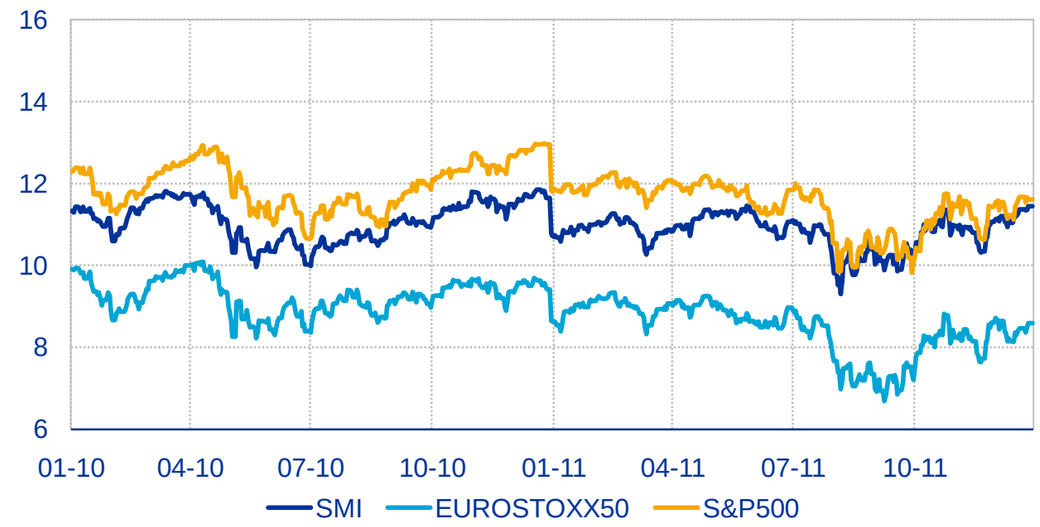
Matières premières:

En raison des perspectives retenues pour la conjoncture mondiale, il faut s'attendre à des hausses de prix considérables dans le secteur des matières premières. Une évolution stagnante volatile semble être la plus vraisemblable. Les prix des métaux industriels et des produits agricoles pourraient même encore un peu chuter au cours des prochains mois.

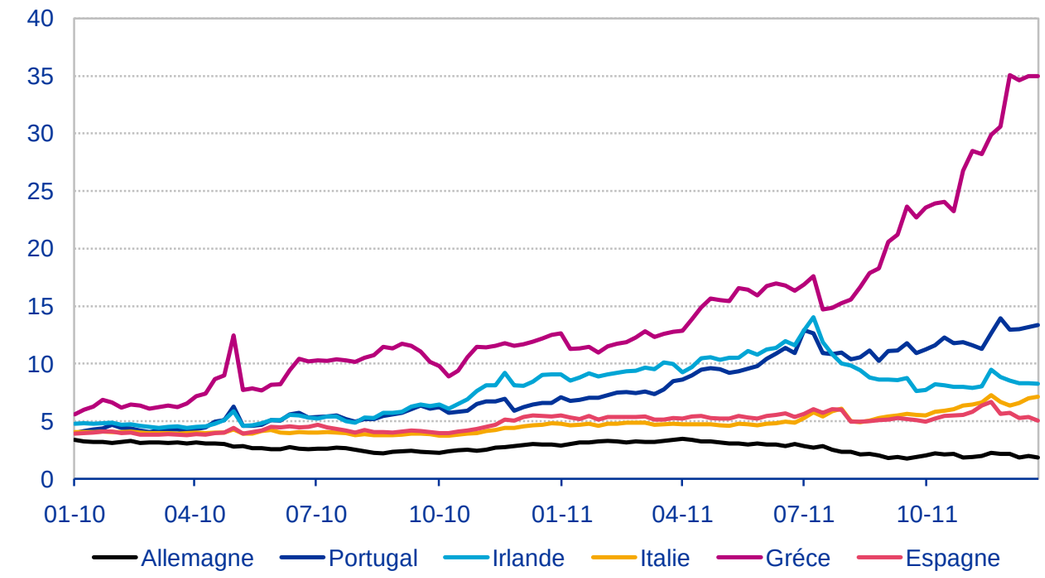
19. Baromètre des placements (monnaie locale)



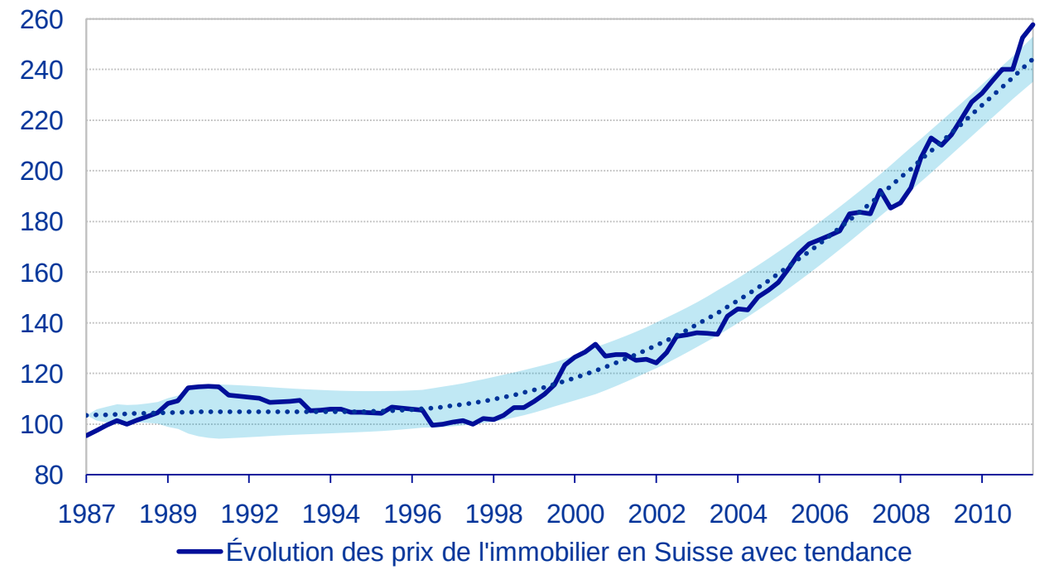
15. Evaluation du rapport cours-bénéfice à la fin 2012



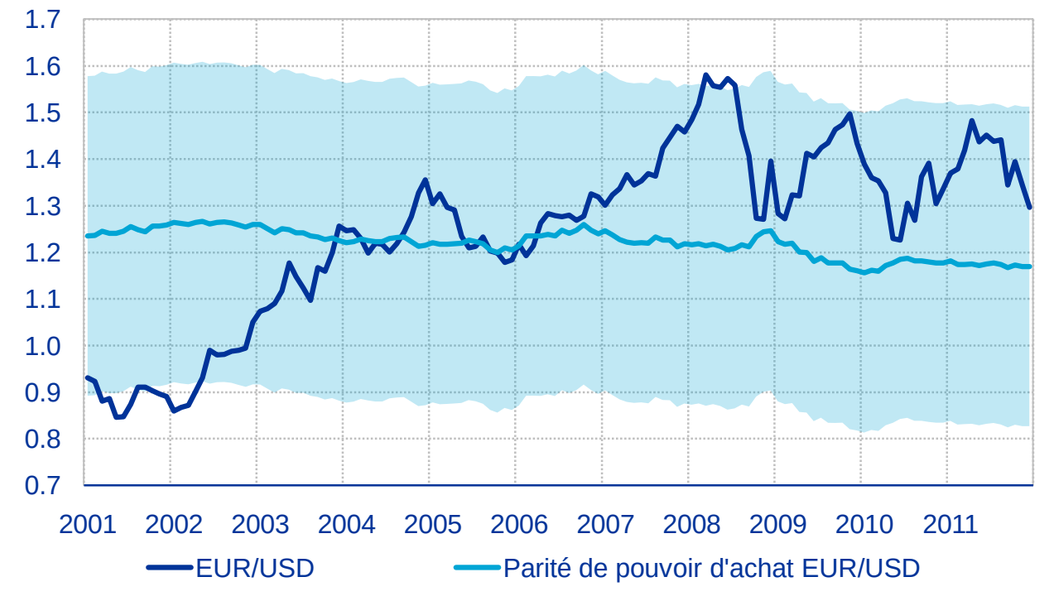
16. Evolution des rendements des emprunts d'Etat sur 10 ans en %



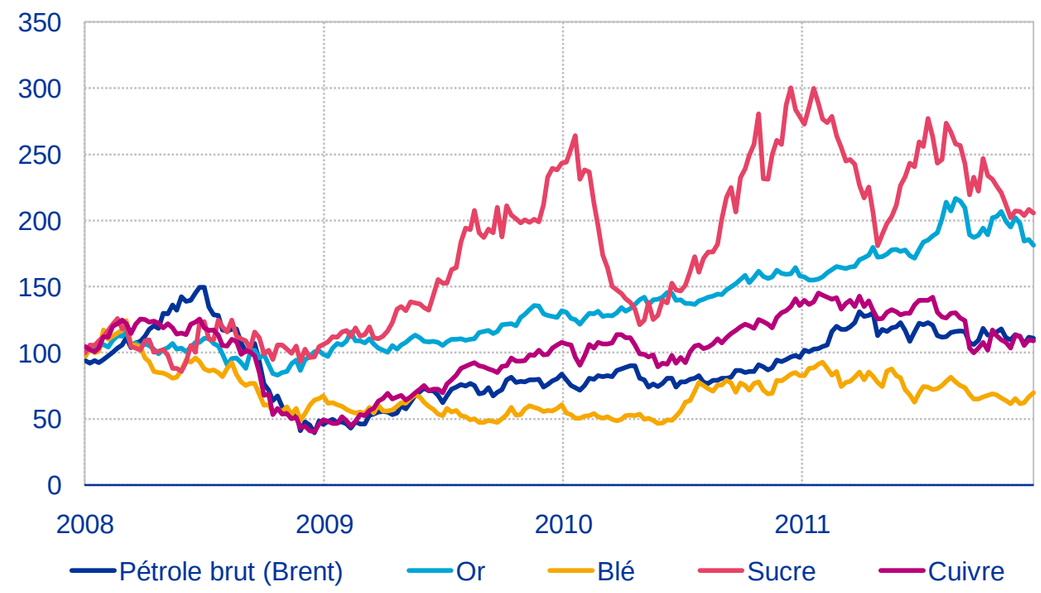
17. La formation d'une bulle menace-t-elle le marché immobilier?



18. Observation de la parité de pouvoir d'achat EUR/USD



20. Matières premières: évolution des prix indexée, en USD



Sources: Bloomberg, IMF, Economist

Publication: 4 fois par an, clôture de la rédaction: 31.12.2011