



Edition Suisse

Perspectives de placement 1^{er} trimestre 2012

Perspectives du marché	4
La crise européenne de l'endettement recèle un potentiel de destruction non négligeable	
Vue d'ensemble de la stratégie de placement	9
Les marchés d'actions sont favorables, surtout en Europe	
Economie Europe	14
La récession s'aggravera encore	
Vue d'ensemble des obligations	18
Les obligations restent un bon investissement, même en période de taux d'intérêt réels négatifs	
Vue d'ensemble des actions	23
Bénéfices d'entreprises: révisions: oui; effondrement des bénéfices: non	
Placements durables	35
10 ans de perdus en termes de protection climatique	
En point de mire	41
Le Quant Corner	



Swisscanto

Swisscanto – leader de la gestion d'actifs

Swisscanto figure parmi les plus grands promoteurs de fonds de placement, gérants de fortune et prestataires de solutions pour la prévoyance professionnelle et privée en Suisse. Cette entreprise collective des Banques Cantonales Suisses gère pour les clients une fortune de CHF 51,5 milliards et emploie 390 collaborateurs à Zurich, Berne, Bâle, Pully, Londres, Francfort-sur-le-Main, Milan et Luxembourg (situation au 30 septembre 2011).

En tant que spécialiste confirmé, Swisscanto développe des solutions de placement et de prévoyance de première qualité pour des investisseurs privés, des entreprises et des institutions. En tant que promoteur de fonds, Swisscanto est régulièrement primé aux niveaux national et international. Swisscanto est en outre connu pour son rôle de pionnier dans le domaine des placements durables et pour son étude « Les caisses de pension suisses » publiée chaque année.

www.swisscanto.ch

Sommaire

Perspectives du marché	4
Stratégie de placement	
Prévisions	7
Vue d'ensemble des décisions de placement	8
Vue d'ensemble de la stratégie de placement	9
Stratégie de placement globale	12
Economie	
Suisse	13
Europe	14
Etats-Unis	15
Marchés émergents	16
Monnaies	17
Marchés monétaire et obligataire	
Vue d'ensemble des obligations	18
Suisse/Europe	21
Zone dollar/Japon	22
Marchés boursiers	
Vue d'ensemble des actions	23
Suisse	26
Europe	28
Amérique du Nord	29
Positionnement Europe/Amérique du Nord	30
Japon/Asie sans le Japon	31
Positionnement Japon/Asie sans le Japon	32
Marchés émergents	33
Placements durables	34
Thème du développement durable	35
Placements alternatifs	
Matières premières	36
Hedge funds	37
Marchés immobiliers	
Suisse	39
Etranger	40
En point de mire	41
Recommandation de placement	44
Chiffres clés	45
Performance	46

Perspectives du marché

La crise européenne de l'endettement recèle un potentiel de destruction non négligeable. Le signal de sous-évaluation est très fort pour les actions européennes.

La crise de la dette européenne s'est désormais propagée à la France. L'assurance contre le défaut de paiement n'y a encore jamais été aussi élevée et la note AAA est sérieusement compromise.

Les taux d'intérêt italiens ont atteint un niveau insoutenable, synonyme à moyen terme de catastrophe inévitable si aucun accord de réduction de la charge des intérêts n'est trouvé.

Afin que le rapport entre dettes publiques et performance économique reste constant, l'excédent primaire (solde avant déduction des intérêts de la dette) doit correspondre approximativement à la différence entre le taux nominal i et la croissance économique nominale \hat{y} , multipliée par le rapport entre les dettes (dette) et le produit intérieur brut (PIB) :

$$\text{Excédent primaire} = \frac{\text{dette}}{\text{PIB}} \left(\frac{i - \hat{y}}{1 + \hat{y}} \right)$$

En appliquant ces valeurs à l'Italie, il devient évident que la situation actuelle n'est pas viable. A un potentiel de croissance économique nominal d'environ 3,5% s'opposaient fin novembre 2011 des taux d'intérêt nominaux de près de 7%. En d'autres termes, un excédent primaire de plus de 3,5% est nécessaire pour atteindre l'équilibre des finances publiques.

Même si le déficit courant italien – s'il n'est pas calculé selon des normes grecques – n'est pas très élevé, il s'agit tout de même de trouver des mesures d'économie pour plus de 3,5% du produit intérieur brut. Même si cet objectif peut paraître peu ambitieux aux yeux des profanes, il ne pourra être réalisé sans provoquer d'importants troubles sociaux, puisqu'il touche au domaine des « acquis personnels ».

S'il devait y avoir escalade de la crise de la dette européenne, le marché réagirait probablement de manière chaotique et non linéaire. De petits « incidents », tels une ruée sur une modeste banque italienne plutôt insignifiante, pourraient déclencher des effets de contagion en cascade et entraîner l'effondrement du système. Dans le contexte actuel d'instabilité systémique, il suffit, comme au jeu de mikado, d'une légère impulsion sur l'un des bâtonnets pour faire écrouler l'édifice tout entier. Un défaut de paiement en bonne et due forme équivaldrait à vouloir essayer, dans un jeu particulièrement embrouillé, de tirer à soi le bâtonnet le plus difficile sans provoquer de dommages collatéraux.

C'est la raison pour laquelle nous misons sur une prochaine augmentation des achats de soutien et donc sur une assistance monétaire accrue de la part de la Banque centrale européenne (BCE). Il est hautement probable que celle-ci se concrétisera dès que l'Italie fera l'objet d'un plan de sauvetage ambitieux. Si ces mesures parviennent à rétablir la confiance des investisseurs, elles déclencheront selon toute probabilité et au moins temporairement une tendance haussière sur les marchés d'actions.

Mais comme il faudra, même dans le meilleur des cas, plusieurs décennies pour éponger plus ou moins le niveau astronomique de la dette, les marchés seront sporadiquement hantés longtemps encore par ce spectre. En raison justement de l'état catastrophique de la dette, les possibilités de stabilisation de la politique fiscale en période de repli économique ont nettement diminué. En plus de l'Italie et des autres pays européens fortement endettés, ce constat s'applique aussi à l'Allemagne, à la France et aux Etats-Unis, mais pas à la plupart des pays émergents. Autrement dit,

1. la politique monétaire devra rester très expansive pendant des années encore,
2. une réduction des stimuli de politique monétaire implique des risques de récession très élevés,
3. il faudra compter à l'avenir sur des récessions plus fréquentes et plus intenses qu'au cours des 30 dernières années.

C'est pourquoi les investisseurs ne doivent pas s'attendre à ce que le niveau d'évaluation moyen des 30 dernières années puisse à nouveau être atteint durant les 30 années à venir.

En raison de la volatilité plus forte à long terme de l'économie réelle, des taux d'escompte plus élevés sont à la fois probables et justifiés à longue échéance. Autrement dit, il est judicieux de ne considérer une sous-évaluation comme substantielle qu'en cas de signaux très forts dans ce sens, peu importe les comparaisons historiques sur lesquelles on se base. Quant au niveau de la « prime de risque d'équilibre », il ne peut être calculé de façon analytique.

Quelle est la situation actuelle en termes d'évaluation ? Le graphique 1 montre que les actions européennes sont actuellement extrêmement sous-évaluées. Avec un degré de fiabilité très élevé, les actions européennes sont très avantageuses même en tenant compte du taux d'escompte plus élevé à long terme et de la marge de sécurité. Cette affirmation est vraie

en comparaison absolue, mais surtout en comparaison relative avec les emprunts gouvernementaux très faiblement rémunérés des « vrais » Etats AAA.

Les actions des Etats-Unis et des pays émergents sont nettement moins avantageuses que les actions européennes, comme l'illustrent les graphiques 2 et 3.

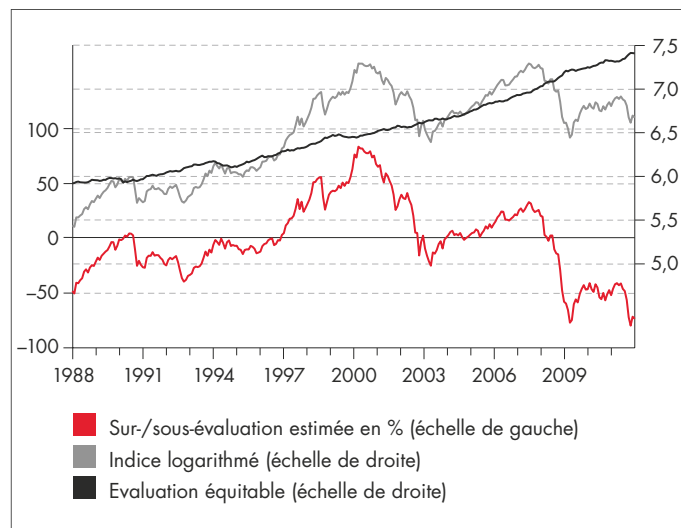
Si l'important risque systémique que comporte la crise de la dette de la zone euro ne se concrétise pas, l'Europe affichera un important potentiel de hausse des cours même en admettant que les relations d'évaluation à l'équilibre restent durablement faibles. Ce phénomène concerne moins les Etats-Unis et les pays émergents.

Le potentiel de pertes de cours est exactement symétrique pour les emprunts d'Etat à très haute solvabilité et à long terme. Ces emprunts d'Etat anticipent les conditions japonaises et excluent totalement une monétisation plus agressive des dettes publiques entraînant une inflation à moyen terme. Nous considérons que la probabilité d'une monétisation est forte et prévoyons par conséquent qu'une prime d'inflation sera tôt ou tard intégrée aussi aux emprunts d'Etat notés AAA. L'attitude déterminée de la BCE ne doit pas nous induire en erreur, car une solution crédible au problème de la dette européenne paraît irréaliste sans une inflation anormalement haute et des taux d'intérêt réels anormalement bas.

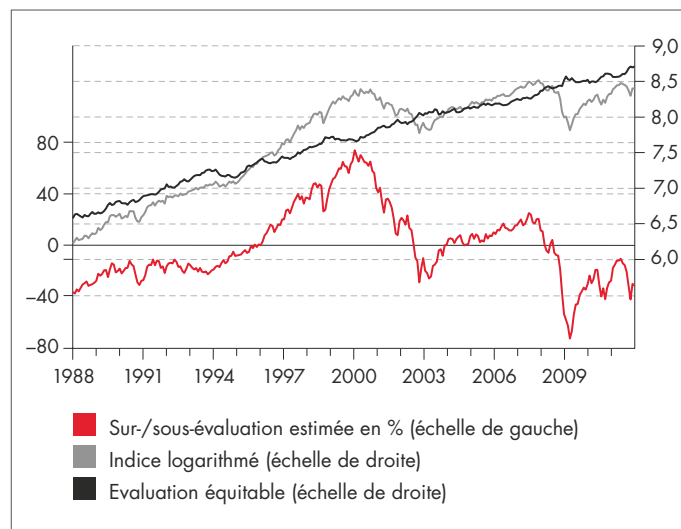
Hormis les finances, le secteur des entreprises affiche en comparaison historique de bons indices de crédit. Les risques de défaillance sont correctement compensés par les primes d'intérêt actuelles.

La situation de financement du système bancaire européen est en revanche problématique, puisque sa survie dépend en grande partie du programme de sauvetage de la BCE. Les réglementations plus strictes et les couvertures supérieures en capital propre entraîneront certes à long terme une diminution du risque systémique, mais aussi une augmentation des prévisions de rendement des actionnaires. Cette affirmation est analysée plus en profondeur et sous l'angle mathématique dans l'article « En point de mire » de cette édition. Il faut souligner que ce processus très procyclique de régulation des fonds propres augmente malheureusement les risques systémiques à court terme. Le risque existe en particulier que les banques ne réduisent leurs bilans par la vente de valeurs patrimoniales, provoquant ainsi un choc déflationniste qui devrait aggraver la

Graphique 1: MSCI Europe sans R.-U., sans la Suisse: évaluation conservatrice basée sur les bénéfices tendanciels: sous-pondération de 74%

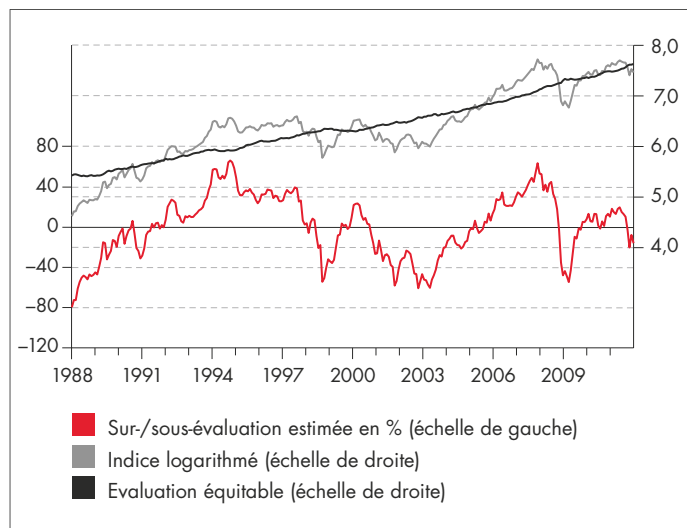


Graphique 2: MSCI USA: évaluation conservatrice basée sur les bénéfices tendanciels: sous-pondération de 31%



récession en Europe. En raison des primes de rendement généreuses et de la probabilité nettement plus faible à long terme de conversions forcées en capitaux propres de capitaux étrangers, nous considérons actuellement les investissements dans les CoCos (Contingent Convertible Bonds) comme extrêmement intéressants. Les exigences plus sévères en matière de fonds propres ne rendent pas seulement les emprunts bancaires et les CoCos sûrs, elles entraînent aussi une augmentation des prévisions de rendement des fonds propres.

Graphique 3: MSCI Marchés émergents: évaluation avec bénéfiques tendances: sous-évaluation de 17%



En phase initiale, la prime de risque sur les nouveaux instruments est généralement supérieure à la moyenne ; en effet, il faut d'une part mettre en place d'importantes ressources en matière d'information et de formation pour permettre une compréhension approfondie de leur fonctionnement et, d'autre part, surmonter une résistance considérable à l'achat en raison de réglementations encore inadaptées qui excluent souvent catégoriquement l'achat de nouveaux instruments. Ce phénomène a été observé il y a plus d'une décennie lors de l'introduction des « Cat Bonds » (Insurance Linked Bonds) et se répète actuellement pour les CoCos.

En 2012, tous les investisseurs devraient se souvenir que des catastrophes telles que la crise des *subprimes* et ses effets sont des événements rarissimes. Les terribles conséquences de la faillite de Lehman Brothers traumatisent aujourd'hui encore les investisseurs. Elles sont source d'hésitations et font craindre que les énormes problèmes entourant l'endettement des Etats n'entraînent des événements encore plus néfastes.

Mais c'est justement parce que les conséquences d'un effondrement de la zone euro seraient aussi catastrophiques que la probabilité qu'il se réalise est plus faible. Le risque est grand à nos yeux qu'un excès de peur et d'angoisse ne rende les investisseurs trop pessimistes par rapport à des événements extrêmes, et qu'ils suivent donc une allocation d'actifs trop prudente. Nous sommes convaincus que l'année 2012 sera marquée elle aussi par de fortes fluctuations de marché. Nous considérons toutefois les reculs comme des chances d'acquiescer ou de renforcer nos positions dans des actions, emprunts d'entreprises ou autres actifs sous-évalués à longue échéance. Ce sera notre orientation principale au début de l'année 2012. La priorité sera donnée dans un premier temps aux titres de croissance européens d'excellente qualité qui devraient profiter du boom durable des pays émergents. Au vu du pessimisme exacerbé de la zone euro, ces investissements sont bien plus prometteurs que des placements directs dans des actions des marchés émergents. Nous prévoyons un premier semestre volatil et des sursauts ponctuels de doutes quant à la croissance économique de la Chine. Nous continuerons à prendre très au sérieux les phases d'extrême anxiété et de prudence, mais vérifierons aussi si elles recèlent des opportunités.

Nous souhaitons à l'ensemble de nos lectrices et lecteurs une année 2012 marquée de tous points de vue par le succès!
 (Thomas Härter)

Prévisions

Les rendements financiers sont entre les mains des politiques et des banquiers centraux. En 2012 encore, les investisseurs devront (apprendre à) vivre avec les crises de marché.

Les rendements des emprunts des Etats de la périphérie européenne sont pour l'essentiel fonction des décisions politiques en faveur d'une réduction de la dette. Les chances sont réelles que le gouvernement allemand renonce à s'opposer à un rôle plus actif de la BCE en échange de sanctions automatiques qui serviront plus ou moins de garantie contre les rois de la dette. Un affaiblissement au moins temporaire de la gravité de la problématique des dettes de l'UE et des efforts couronnés de succès pour «réflationner» les économies sont les prérequis pour que les marchés d'actions européens réussissent à se reprendre et que leur extrême sous-évaluation soit corrigée. Dans l'éventualité, que nous estimons à 25%, que ce scénario se produise, l'année 2012 devrait être une très bonne année pour les actions. Même les obligations des Etats périphériques devraient bien performer. Les véritables placements AAA à longues échéances s'en sortiraient en revanche plutôt mal.

D'un autre côté, l'économie mondiale reste exagérément sensible à de nouveaux chocs. Dans la partie de poker que joue en ce moment l'Union européenne, des accidents intempestifs ne peuvent être exclus. Si les Allemands et la BCE mettent par exemple trop de temps pour abattre leurs cartes en vue de forcer des accords de réforme et d'austérité dans la périphérie, il pourrait y avoir des mouvements de ruée sur les banques difficiles à contenir. Les conséquences seraient dramatiques. Malheureusement, ce scénario a lui aussi 25% de chances de se réaliser. En 2012 également, le monde sera donc trop souvent peint en noir et blanc. Nous prévoyons en tous cas des mouvements de panique occasionnels sur les marchés et des sursauts de volatilité. Les ambitions atomiques de l'Iran et les velléités d'Israël et de certains cercles aux Etats-Unis de mener des raids préventifs pourraient également créer un élan de panique provisoire sur les marchés. La réalisation de la meilleure moitié – celle de droite – de la distribution des rendements présuppose que, lorsque la catastrophe est imminente, les politiques, avec ou sans barbe, se comportent raisonnablement dans leur poker pour le pouvoir. Supposer en tant qu'investisseur que c'est exactement ce scénario qui se produira serait toutefois déraisonnable.

D'où notre avertissement: les prévisions en % présentées ici ne constituent que des valeurs moyennes qui doivent être interprétées avec la plus grande prudence en raison de la répartition bimodale des bénéfices attendus. Même si les actifs à risque sont fortement sous-évalués, il faut éviter des surpondérations trop agressives. (Thomas Härter)

Graphique 1 : Répartition bimodale des rendements annuels en % du S&P 500 depuis 2000

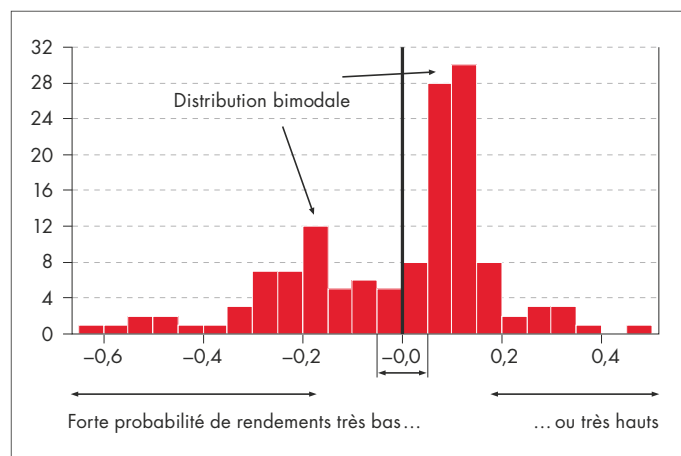


Tableau 1 : Valeurs actuelles et prévisions

	Valeur actuelle ¹	31.12.2012	31.12.2013
SMI	5936	6411	6860
SMI %		8	7
S&P 500	1258	1346	1426
S&P 500 %		7	6
ESTX 50	2317	2595	2828
ESTX 50 %		12	9
DAX	5898	6488	7007
DAX %		10	8
S&P GSCI	645	697	745
S&P % GSCI		8	7
Rendement des obligations de la Confédération à 10 ans	0,66	0,86	1,11
CHF/USD PPA: 1,18 ²	0,94	0,99	1,08
CHF/EUR PPA: 1,40	1,22	1,23	1,28
CHF/GBP PPA: 1,94	1,46	1,50	1,60

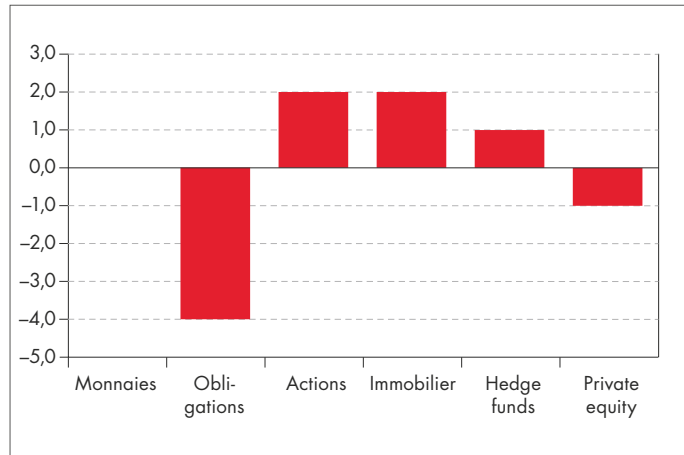
¹ Etat au 31 décembre 2011

² Parité du pouvoir d'achat (PPA) selon propre calcul

Vue d'ensemble des décisions de placement

Décisions tactiques concernant la stratégie de placement globale Balanced+.

Graphique 1: Ecart par rapport à l'indice de référence Balanced+ en %



- **Obligations**: les emprunts d'Etat de la plus haute qualité sont chers. Après déduction des impôts et de l'inflation, une perte réelle de pouvoir d'achat est quasiment assurée. C'est pourquoi les emprunts d'Etat AAA ne peuvent garantir le maintien de la fortune sur le long terme. Après une analyse minutieuse du crédit, nous ajoutons donc à nos stratégies des emprunts d'entreprises dont les prix sont intéressants. En raison de leur forte prime de crédit, les obligations à haut rendement sont surpondérées, tandis que les emprunts des Etats PIIGS sont sous-pondérés.
- **Actions**: des évaluations extrêmement intéressantes, surtout dans la zone euro, s'opposent à des risques systémiques

importants, en particulier pour les Etats et les banques de l'UE. C'est la raison pour laquelle les actions ne sont « que » légèrement surpondérées. Les investisseurs à long terme qui placent maintenant leurs avoirs dans des actions européennes, peuvent espérer des rendements attrayants si les pires risques systémiques ne se réalisent pas. Les petites capitalisations sont sous-pondérée par rapport aux grandes. En effet, les premières souffriront plus que proportionnellement des restrictions actuelles de crédit, tandis que les deuxièmes peuvent se procurer de l'argent sur le marché des emprunts d'entreprises.

- **Immobilier**: l'immobilier suisse est globalement surpondéré, aussi par rapport aux titres équivalents étrangers. Les taux de vacance sont bas dans l'immobilier résidentiel, il y a peu de signaux en faveur d'une surproduction physique de l'immobilier en Suisse, au contraire des pays anglo-saxons et de l'Espagne. Contrairement aux obligations de la Confédération et malgré une évaluation substantielle en raison des faibles taux d'intérêt, l'immobilier suisse devrait garantir le maintien de la valeur pour les investisseurs à long terme, même après déduction des impôts et de l'inflation.
- **Les hedge funds** sont légèrement surpondérés, le private equity légèrement sous-pondéré. Nous considérons actuellement les investissements en actions plus intéressantes que le capital-investissement.
- **Monnaies**: nous surpondérons la NOK, la DKK, la SEK et l'USD au détriment du CHF, trop cher, et du JPY.
(Thomas Härter)

	surpondérer	sous-pondérer
Actions	(+)	
Styles	Croissance	Substance ¹
	Grandes cap.	Petites cap.
Secteurs	Médias	Biens de consommation
	Alimentation	Articles ménagers
	Santé	Assurances
	Logiciels	Immobilier
	Prestataires financiers	Matières premières
Régions	Europe	Asie
	Amérique du Nord	Japon
	Marchés émergents	Royaume-Uni
Monnaies		
	NOK, DKK, SEK, USD	CHF, JPY

	surpondérer	sous-pondérer
Obligations		(-)
Duration vs Benchmark		
CHF, GBP, EUR		légèrement
Echéances		
CHF	< 5 ans	> 10 ans
GBP		> 10 ans
Crédit	Emprunts d'Etat	Emprunts d'entreprises
	High yield	
	Centre de l'Europe	Obligations PIIGS
Placements alternatifs	(+)	
	Immeubles Suisse	Immeubles Etranger
	Hedge funds	

¹ Les actions de substance sont les actions d'entreprises avec une évaluation basse, les actions de croissance sont celles d'entreprises avec une évaluation haute.

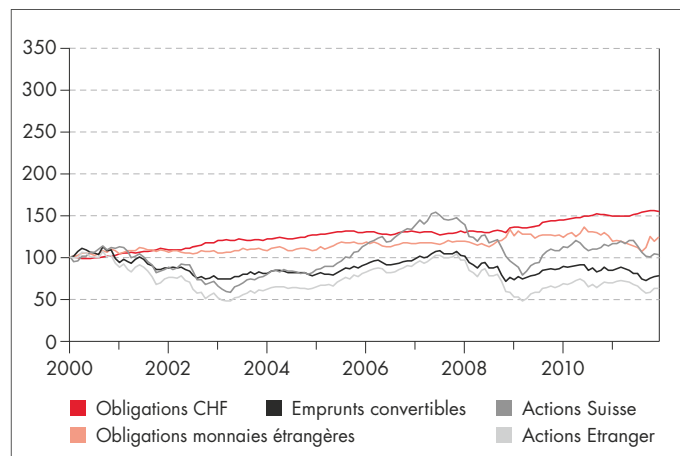
Vue d'ensemble de la stratégie de placement

Surpondération des actions et de l'immobilier suisse au détriment des obligations de la Confédération, et des *large caps* par rapport aux *small caps*.

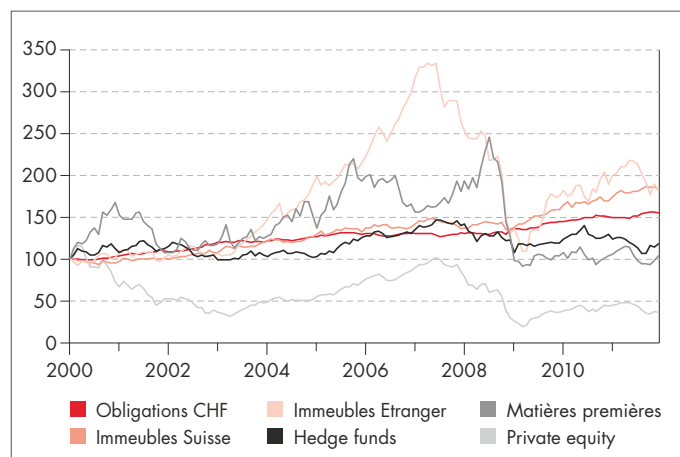
Un nouveau sommet de l'Union européenne a eu lieu et le pas stratégique n'a toujours pas été franchi. Le veto opposé par la Grande-Bretagne a empêché un nouveau traité européen de voir le jour. En lieu et place, les nouvelles décisions doivent être réglées par de nouveaux accords entre les Etats de la zone euro et six autres pays. Ces nouvelles mesures constituent tout de même un pas en direction d'une union fiscale. Un autre point positif est l'augmentation des ressources du FMI pour venir en aide aux Etats de la périphérie. Si les investisseurs privés comprennent que le cas de la Grèce devrait rester isolé, leur confiance dans les emprunts d'Etat devrait s'en trouver renforcée. La BCE a clairement refusé en revanche d'augmenter considérablement ses achats d'obligations gouvernementales. De nombreux détails restent ouverts dans les nouveaux accords. Beaucoup de points sont encore sous la forme de promesses. Mais des critères clairs, assortis de sanctions automatiques en cas de non-respect, seront apparemment fixés en faveur de finances publiques équilibrées. Mais que se passera-t-il, si un Etat n'arrive plus à imposer à l'interne les mesures nécessaires? Les gouvernements de transition en Grèce et en Italie ont certes décidé des mesures d'économie et surtout des augmentations d'impôt. Mais nul ne sait si ces décisions seront vraiment concrétisées ou si l'opposition de la population se fera soudain trop virulente.

Il est inquiétant de constater qu'aucune mesure n'a été prévue pour restaurer la croissance économique au sein de la zone euro. Les indicateurs avancés annoncent déjà une récession. Les mesures d'économie des gouvernements ainsi que la diminution de l'effet de levier chez les banques laisseront des séquelles importantes. Les Etats fortement endettés manquent de ressources pour fournir un effort anticyclique. Aux Etats-Unis, les chiffres conjoncturels sont encore positifs pour la plupart. Au vu des élections de l'année prochaine, les efforts d'économies de la part des autorités resteront modérés. Mais les Etats-Unis ont aussi un problème d'endettement. Après l'échec de la super-commission, des coupes automatiques, qui pourraient coûter jusqu'à 3% de croissance économique, seront opérées dans les budgets dès 2013. Par le biais d'un recul des exportations, la récession en Europe affectera aussi les pays émergents. Même si ceux-ci disposent de la marge de manœuvre nécessaire pour mettre en place une politique monétaire expansive, il faudra aussi compter à l'avenir sur une croissance économique ralentie dans ces pays.

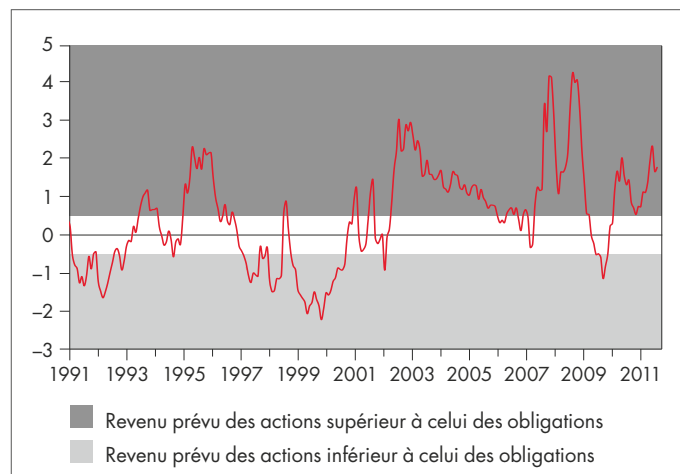
Graphique 1 : Evolution indexée des catégories de placement Obligations et Actions



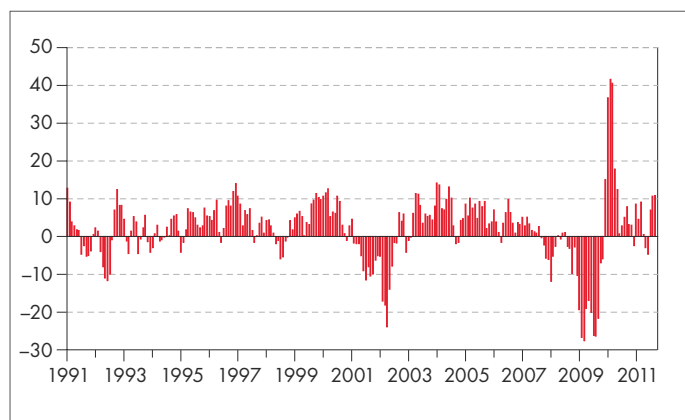
Graphique 2 : Evolution indexée des catégories de placement Obligations Suisse et Placements alternatifs



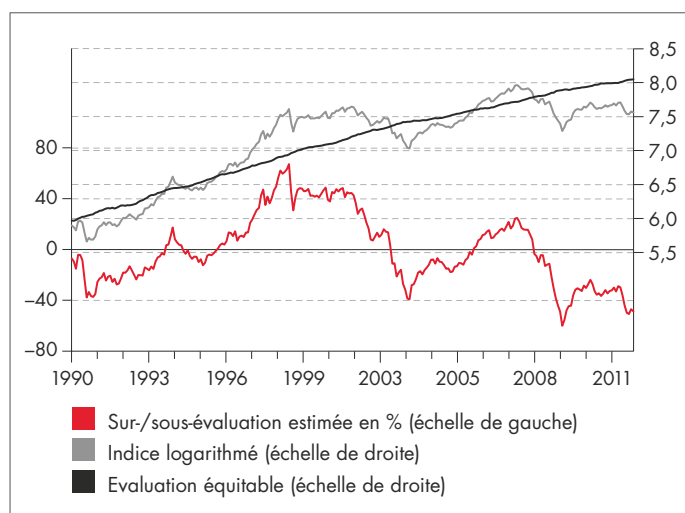
Graphique 3 : USA – évaluation relative actions vs obligations



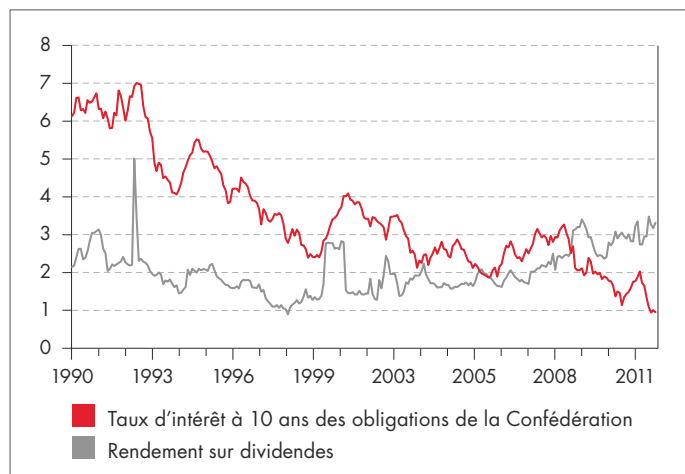
Graphique 4: Dynamisme des bénéfiques (%) à 3 mois, global



Graphique 5: MSCI Suisse: évaluation conservatrice basée sur les bénéfiques tendanciels: sous-évaluation de 50%



Graphique 6: MSCI Suisse: rendement des dividendes vs rendement des obligations, en %



La durée en zone neutre

Dans ce contexte, il faut s'attendre dans un premier temps à ce que les taux d'intérêt restent bas. Dans le domaine obligataire, nous maintenons une durée neutre. Provisoirement, la nette sous-pondération des pays périphériques, particulièrement touchés par la crise de l'endettement, reste également en place. Dans la sélection d'emprunts d'entreprises, nous restons très sélectifs et privilégions les entreprises de haute qualité.

Surpondérer les obligations à haut rendement

Le domaine *high yield* affiche une évaluation intéressante. Grâce à la bonne situation des bilans, le secteur des entreprises devrait être en mesure de résister sans pertes majeures à une récession modérée. Malgré tout, les indices de crédit, partant d'un bon niveau, se sont dégradés.

Les primes d'intérêt sur les obligations à haut rendement sont déjà hautes et permettent d'anticiper une quantité de mauvaises nouvelles. C'est pourquoi nous choisissons de surpondérer cette catégorie par rapport à l'indice de référence.

Légère surpondération des actions

Les marchés d'actions sont favorables, surtout en Europe. De nombreuses actions sont même nettement sous-évaluées. A fin novembre 2011, le marché des actions européen était sous-évalué de 74% en comparaison historique sur la base des bénéfices tendanciels (les bénéfices actuels sont plus élevés que les « bénéfices tendanciels réalisables »). De ce point de vue, les actions devraient normalement faire l'objet d'une surpondération agressive. Au vu de l'insécurité qui règne actuellement sur les marchés, Swisscanto y renonce pour ne maintenir qu'une légère surpondération des actions. Au sein des blocs d'actions, nous privilégions clairement les grandes capitalisations, qui souffriront moins que les petites de la diminution de l'effet de levier des banques. Pour les petites capitalisations, il deviendra difficile d'obtenir du capital étranger, et les coûts de ce même capital seront plus élevés.

Pondération neutre des matières premières

Les tensions avec l'Iran pourraient devenir un thème d'investissement en 2012 et alimenter la volatilité sur les marchés de l'énergie. En raison de la forte probabilité d'une récession en Europe, nous maintenons un positionnement neutre. Nous considérons les investissements dans les actions aurifères plus intéressants que les placements dans de l'or physique. Ces derniers présupposent des augmentations des prix pour atteindre un rendement positif, les premiers, non.

L'immobilier est surpondéré en Suisse et sous-pondéré à l'étranger

Par rapport à l'indice de référence, nous pondérons plus fortement l'immobilier suisse au détriment des titres étrangers équivalents et les emprunts d'Etat helvétiques. Si les agios sont déjà très élevés, la surévaluation est moins extrême que celle des emprunts de la Confédération. Le rendement courant reste acceptable et aucun signal clair n'indique pour l'heure une surproduction physique dans l'immobilier, le taux de vacance étant encore très faible. Par rapport aux emprunts de la Confédération, l'immobilier helvétique représente le moindre mal. En revanche, de nombreux marchés immobiliers, comme l'Espagne ou les Etats-Unis, souffrent encore d'un excédent d'offre. Dans ces pays, nous privilégions les investissements en actions par rapport aux actions immobilières cotées.

Hedge funds légèrement surpondérés, private equity légèrement sous-pondéré

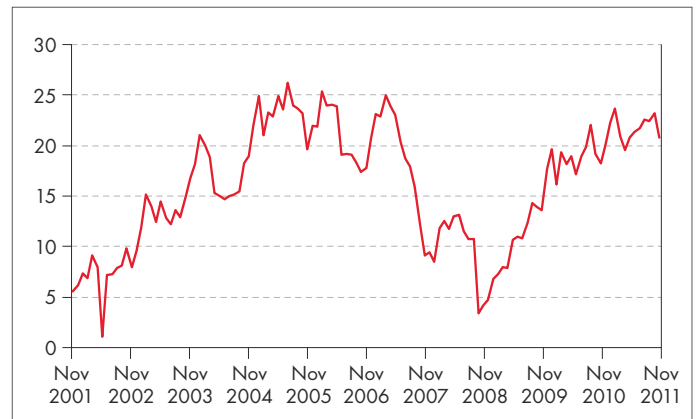
Tout comme les petites capitalisations, les investissements de private equity souffrent de la pénurie de crédits déclenchée par la diminution de l'effet de levier chez les banques. Nous prévoyons que de nombreuses lignes de crédit ne seront pas renouvelées à l'échéance. Ce phénomène affecte les petites capitalisations dépendantes des crédits bancaires, mais aussi les investisseurs de capital-investissement. Dans ce contexte, nous considérons les hedge funds comme plus attrayants. Il faut ajouter à cela le positionnement très conservateur des éléments de hedge funds que nous avons mis en place.

Le franc suisse reste surévalué

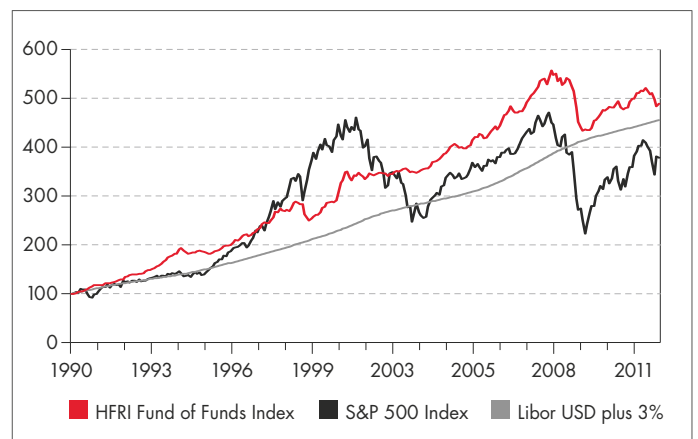
Le seuil d'intervention de CHF 1.20 par euro a pu être défendu jusqu'ici. Cela n'aura d'ailleurs pas été trop difficile, puisque le franc suisse reste encore trop cher par rapport à la monnaie unique et que la parité estimée de pouvoir d'achat est encore nettement plus élevée.

La NOK est sous-évaluée par rapport au CHF. La Norvège dispose de données fondamentales exceptionnelles et présente le risque de défaillance le plus bas au monde. L'environnement de taux d'intérêt norvégien est un peu plus intéressant que celui de la Confédération. Une surpondération à long terme de la NOK par rapport au CHF devrait tôt ou tard se révéler payante. Nous considérerons les investissements dans des devises à fort taux d'intérêt comme l'AUD attrayants, dès lors qu'elles auront subi une légère correction de cours.
(Beat Gerber/Thomas Härter)

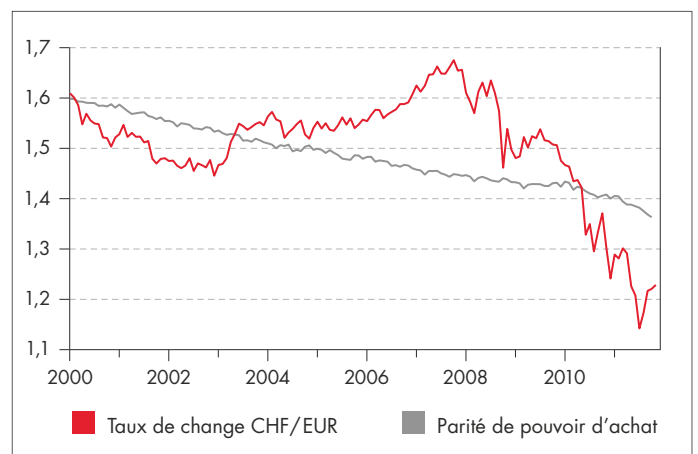
Graphique 7 : Agios/disagios des fonds immobiliers suisses, en %



Graphique 8 : Comparaison des indices de hedge funds (indexés)



Graphique 9 : Parité de pouvoir d'achat EUR/CHF : EUR sous-évalué de 10%



Stratégie de placement globale

		Stratégie actuelle en %	Indice de référence	Ecart stratégie vs indice de référence	Ancienne stratégie Balanced+
		Balanced+	Balanced+	en points de %	1 ^{er} octobre 2011
Cash	Marché monétaire CHF	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Obligations	Obligations CHF	11,0%	16,0%	-5,0%	13,0%
	Obligations monnaies étrangères	11,0%	12,0%	-1,0%	13,0%
	EUR	4,1%	5,1%	-1,0%	4,1%
	USD	4,6%	4,6%	0,0%	6,6%
	GBP	0,6%	0,6%	0,0%	0,6%
	JPY	1,7%	1,7%	0,0%	1,7%
	High Yield EUR	2,0%	0,0%	2,0%	2,0%
	EMMA-Bonds en USD	2,0%	2,0%	0,0%	2,0%
	Total	26,0%	30,0%	-4,0%	28,0%
Emprunts convertibles		2,0%	2,0%	0,0%	2,0%
Actions	Suisse	8,0%	8,0%	0,0%	8,0%
	Etranger	18,0%	16,0%	2,0%	16,0%
	Europe sans UK, sans CH	6,1%	4,6%	0,5%	5,1%
	Grande-Bretagne	2,4%	2,4%	0,0%	2,4%
	Amérique du Nord	5,0%	4,0%	1,0%	4,0%
	Japon	2,1%	2,0%	0,0%	2,0%
	Asie-Pacifique sans Japon	1,5%	2,0%	-0,5%	1,5%
	Marchés émergents	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%
	Autres	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
	Total	26,0%	24,0%	2,0%	24,0%
Immobilier	Suisse	13,0%	10,0%	3,0%	13,0%
	Etranger	3,0%	4,0%	-1,0%	3,0%
	Total	16,0%	14,0%	2,0%	16,0%
Hedge funds	Diversified	18,0%	17,0%	1,0%	18,0%
Private equity		1,0%	2,0%	-1,0%	1,0%
Matières premières		8,0%	8,0%	0,0%	8,0%
Autres		3,0%	3,0%	0,0%	3,0%
Somme		100,0%	100,0%		100,0%
Currency overlay				CHF -3%, JPY -1%, DKK +1%, SEK +1%, NOK +1%, USD +1%	

Economie Suisse

La vigueur du franc laisse des séquelles. La forte dépendance de la Suisse aux exportations devient problématique.

Les perspectives pour l'économie suisse ont continué de s'assombrir au cours des derniers mois. La conjoncture globale perd de son dynamisme, une situation qui affecte particulièrement une économie aussi petite et ouverte que la Suisse. Par ailleurs, le franc reste cher, même après l'intervention de la Banque nationale suisse (BNS), une situation qui se ressent désormais au niveau des exportations. Celles-ci ont régressé au 3^e trimestre 2011 de plus de 1%, alors que la consommation stagnait quasiment aux trimestres précédents. La comparaison entre le niveau et l'évolution des indicateurs avancés montre que la Suisse doit se préparer à un nouveau ralentissement de sa conjoncture.

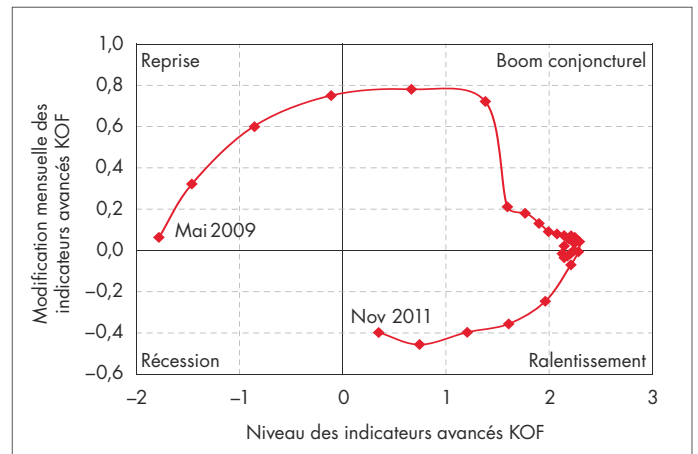
Le franc suisse reste un handicap

Nous partons du principe que la BNS continuera à défendre avec succès le seuil de change de 1.20 franc pour 1 euro. Si le franc suisse devait toutefois stagner à son niveau actuel, la croissance du produit intérieur brut (PIB) devrait être modeste en 2012 et il faudrait même s'attendre à un recul sur certains trimestres. Nos simulations montrent que le franc fort coûtera déjà cette année presque un point de pourcentage de croissance à la Suisse.

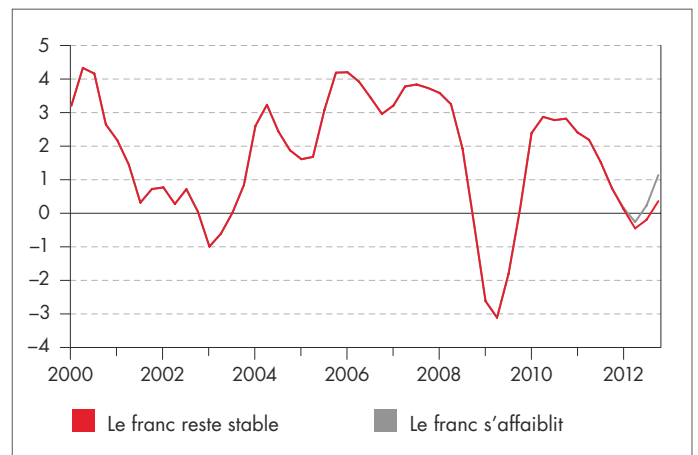
La dépendance aux exportations constitue un risque

L'une des causes majeures de l'assombrissement des perspectives économiques de la Suisse réside dans sa dépendance toujours plus forte aux exportations. Alors que la part des exportations nettes (exportations moins importations) était historiquement de 5% environ du PIB suisse en moyenne, elle a augmenté nettement ces dernières années pour s'établir actuellement à plus de 10%. Cette situation a rendu l'économie suisse bien plus sensible aux fluctuations de cours de change. A l'instar d'autres économies fortement exportatrices, le recul des exportations nettes devrait être compensé par l'économie intérieure. (Thomas Liebi)

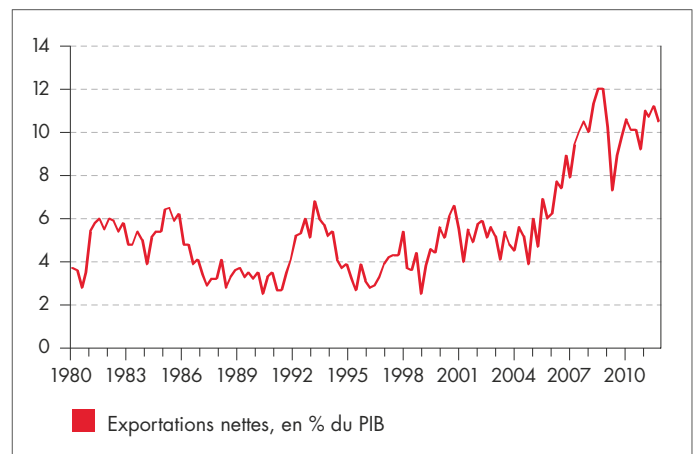
Graphique 1: Les indicateurs avancés se rapprochent du seuil de récession



Graphique 2: Modification du produit intérieur brut par rapport à l'année précédente, en %: la force du franc pèse lourd



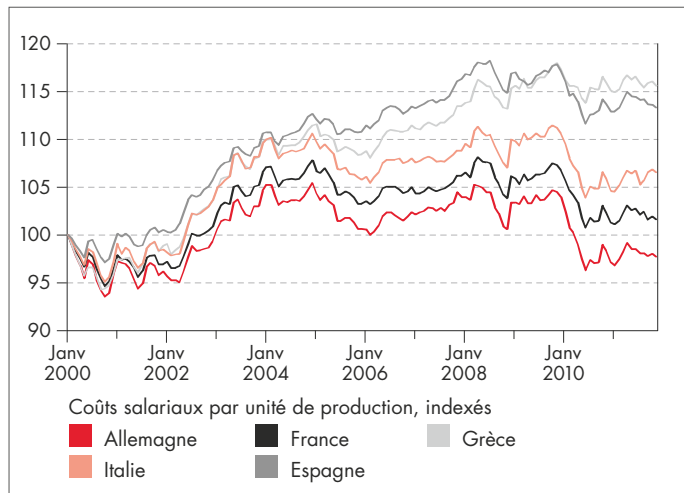
Graphique 3: La dépendance aux exportations a fortement augmenté



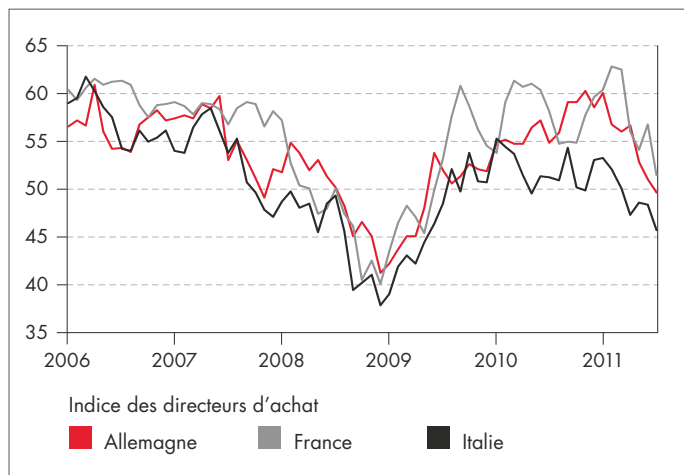
Economie Europe

La crise en Europe continue de s'aggraver et la Banque centrale européenne sera mise encore davantage à contribution.

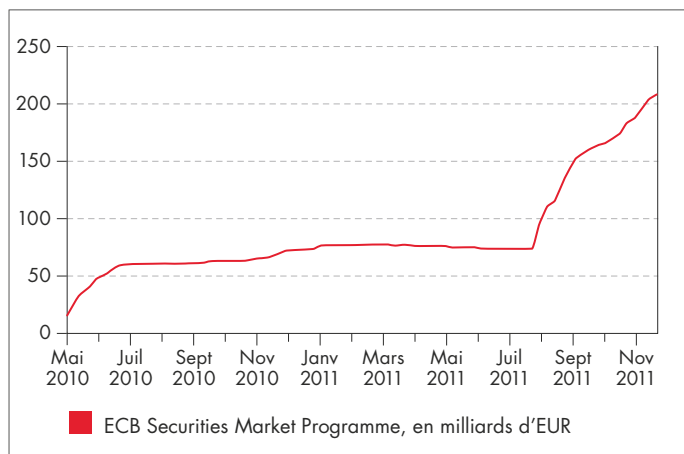
Graphique 1 : Différences majeures en termes de compétitivité



Graphique 2 : Les directeurs d'achats sont préoccupés



Graphique 3 : La BCE a déjà acheté pour plus de EUR 200 milliards d'emprunts d'Etat



Le Prix Nobel d'économie Robert Mundell a démontré qu'un espace monétaire commun ne peut fonctionner que si la mobilité des facteurs de production est suffisante pour compenser les différences entre les diverses régions. La compensation par les salaires réels peut aussi servir d'alternative à la mobilité des travailleurs.

La récession en Europe s'aggravera encore

Le point crucial de la crise actuelle en Europe est que les deux mécanismes de régulation de la zone euro peinent à fonctionner. Avec le début de la crise financière, les grandes disparités économiques au sein de la zone euro n'ont plus pu être masquées avec de l'argent facile. La monnaie commune se trouve par conséquent face à sa plus grande mise à l'épreuve. Les pays de la périphérie européenne ont pris des premières mesures pour rendre leurs économies plus concurrentielles. A court terme, ces mesures aggraveront encore la récession en Europe, raison pour laquelle les directeurs d'achats se montrent prudents quant à l'avenir.

La BCE peut trouver du temps, mais pas la solution

Une alternative à la compensation totale des différences régionales consiste à un transfert des régions économiquement fortes vers les économies plus faibles, à l'instar de la péréquation financière en Suisse. Mais la pression politique dans les pays contributeurs impose des limites strictes à un tel mécanisme de transfert.

Les points névralgiques concernant la monnaie unique européenne sont devenus apparents avec la disparition du financement bon marché à l'éclatement de la crise financière. En intervenant de manière plus musclée, la BCE serait en mesure de compenser les sources de financement tarries. A long terme, cela entraînerait cependant une augmentation du taux d'inflation et devrait être vu uniquement comme une mesure transitoire permettant de donner un peu de temps aux Etats disposés à entreprendre des réformes.

Si les pays concernés ne peuvent ou ne veulent pas réduire ni compenser par des transferts de politique monétaire ou fiscale leurs différences en termes de concurrence, la seule solution serait une réduction de la zone euro à un noyau dans lequel les critères de Mundell seraient respectés. (Thomas Liebi)

Economie Etats-Unis

L'économie reprend un cours modérément positif. Au vu de la situation sans issue dans laquelle le conflit des dettes semble engagé, les risques politiques ne sont pas à négliger.

En dépit de toutes les difficultés, l'économie américaine a connu une évolution plus favorable que beaucoup ne l'attendaient. L'indice Citigroup Surprise, qui mesure l'écart entre les résultats actuels de l'économie et les prévisions consensuelles, se situe à un niveau record depuis des années.

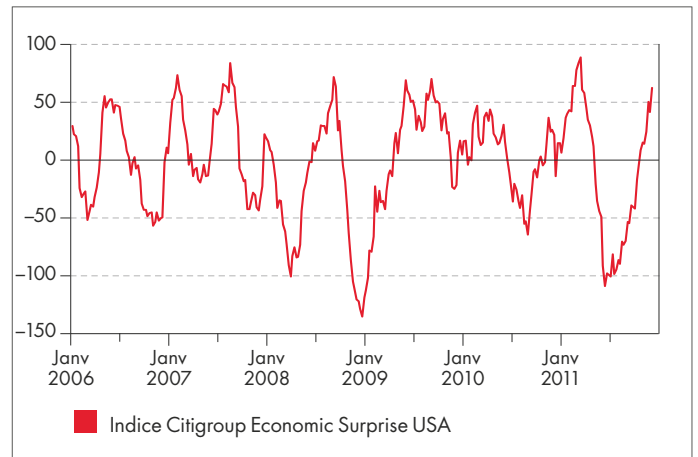
L'échec des négociations politiques entrave les réformes

Ces bonnes surprises n'attestent pas seulement de la solidité croissante de l'économie américaine, elles montrent aussi à quel point les attentes ont chuté au cours du dernier semestre. Le très médiatisé conflit sur l'augmentation du plafond de la dette en été 2011 a notamment fortement perturbé les acteurs du marché. Et dans les faits, les Etats-Unis se trouvent en effet confrontés à de lourds défis. L'échec des négociations autour d'une réduction du déficit public a montré des adversaires politiques incapables de trouver un compromis, même face à des finances publiques à la dérive. La situation politique qui semble sans issue et l'insécurité qu'elle engendre constituent un obstacle aux réformes et investissements nécessaires. Ce sujet nous tiendra encore en haleine en 2012.

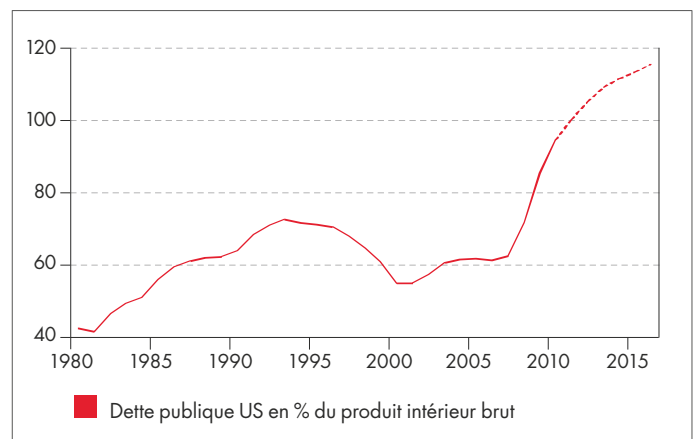
L'économie des Etats-Unis continue à se rétablir

Nous partons du principe que l'économie américaine continuera sa modeste progression en 2012, même s'il ne faut pas s'attendre à des miracles. Le marché immobilier semble se stabiliser à un faible niveau, les investissements reprennent dans le secteur de la construction et le marché du travail se remet lentement. Il est vrai que les salariés n'en ressentent pas encore les effets, puisque le revenu disponible se situe au même niveau que l'année précédente. La consommation est à nouveau davantage financée par des crédits et une réduction de l'épargne. Cette évolution n'est toutefois pas durable. (Thomas Liebi)

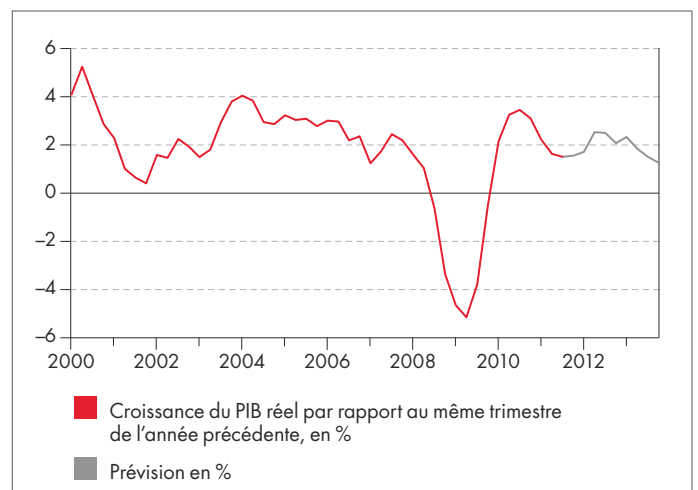
Graphique 1 : L'économie US surprend en bien



Graphique 2 : Croissance effrayante de la montagne des dettes US



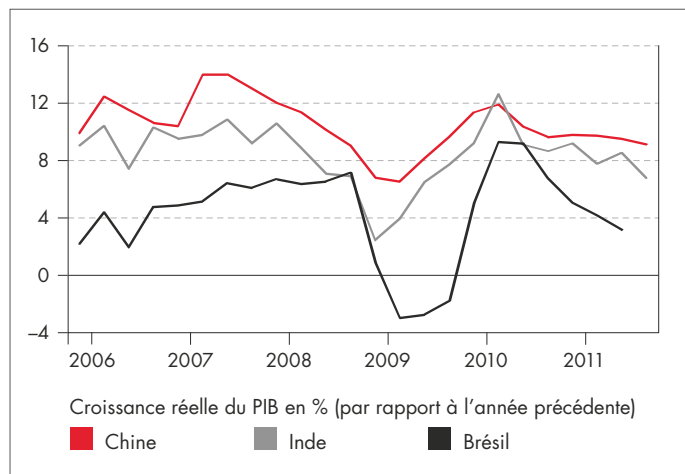
Graphique 3 : Croissance modérée aux Etats-Unis



Economie Marchés émergents

Tandis que l'Inde lutte contre une forte inflation, la Chine assouplit ses conditions cadres de politique monétaire.

Graphique 1: Ralentissement de la croissance dans les pays émergents

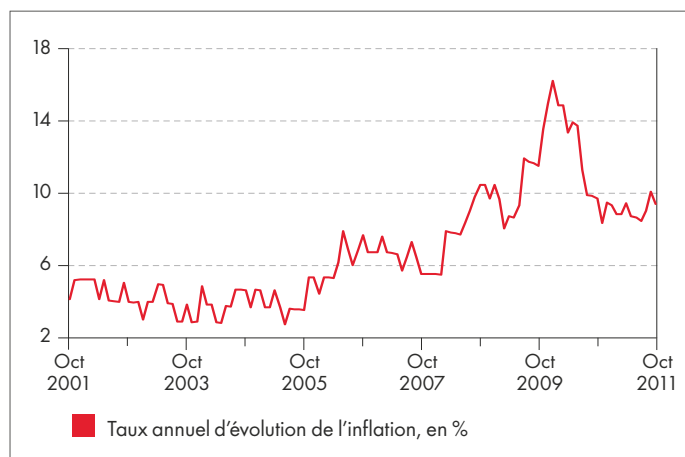


Les pays émergents ne peuvent se soustraire entièrement au ralentissement conjoncturel mondial. Dans ce contexte, les nations disposant d'un vaste marché intérieur sont avantagées par rapport aux petites économies dépendantes des exportations. Le Brésil, la Chine et l'Inde font partie de la première catégorie ; ils se trouvent néanmoins eux aussi confrontés à des défis non négligeables.

La banque centrale indienne en plein dilemme

En Inde, la croissance économique a nettement marqué le pas. Parallèlement, le pays doit pourtant faire face à un taux d'inflation aussi élevé que tenace. L'inefficacité de la chaîne de création de valeur des denrées alimentaires en est l'une des causes. D'après certaines estimations, jusqu'à un tiers des fruits et légumes récoltés y pourrissent avant d'arriver jusqu'au consommateur. L'agriculture est elle aussi notoirement inefficace et la production peine à suivre le rythme de croissance de la population. Outre un taux d'inflation élevé, l'Inde est l'un des rares pays asiatiques qui affiche un déficit de la balance des paiements, ce qui le rend donc dépendant des importations de capitaux étrangers. Ces perspectives peu favorables pour l'économie indienne se reflètent dans une perte de valeur dramatique de la roupie, qui a déjà perdu 18% par rapport au dollar US depuis août 2011. Cette situation renforce encore la pression inflationniste en faisant augmenter les prix à l'importation, et rend plus délicates les mesures de politique monétaire visant à relancer l'économie. En revanche, la dépréciation de la monnaie apporte un soutien bienvenu au secteur des exportations.

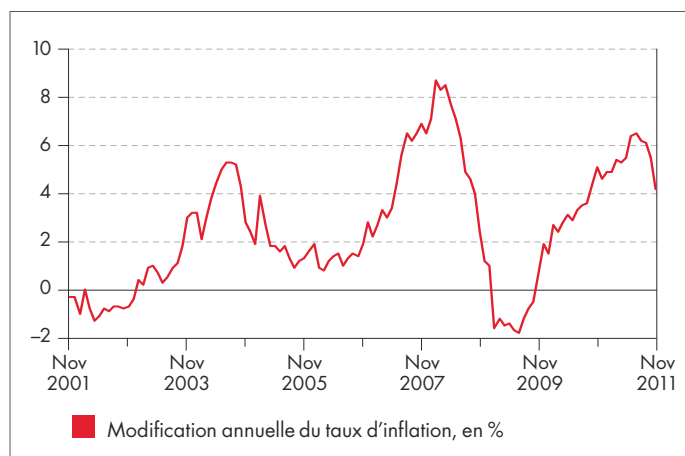
Graphique 2: L'Inde lutte contre un taux d'inflation élevé



La Chine assouplit sa politique monétaire

En termes de renchérissement, la situation de la Chine est préférable. Comme prévu, le taux d'inflation a nettement reculé au dernier trimestre 2011. Ce qui donne au gouvernement la marge de manœuvre nécessaire pour mettre en place une politique monétaire expansionniste. La Banque de Chine a d'ailleurs déjà abaissé le montant des réserves obligatoires des banques. La surchauffe du marché immobilier continue en revanche à susciter des inquiétudes. Par une initiative visant à encourager la construction de logements sociaux, la Chine espère enrayer le recul du secteur de la construction. (Thomas Liebi)

Graphique 3: Le renchérissement diminue en Chine



Monnaies

Le dollar US et la livre pourraient être réévalués à long terme.

Le franc suisse est fortement surévalué.

Le seuil fixé par la BNS de 1.20 franc par EUR a pu être défendu jusqu'ici sans frais d'intervention majeurs, surtout parce que la communication a été crédible et factuelle, et que l'écart de parité du pouvoir d'achat reste important.

Du point de vue suisse, il est actuellement intéressant d'investir dans la NOK. Outre le léger avantage que présente cette devise en termes de taux d'intérêt, la nette sous-évaluation selon notre modèle de parité du pouvoir d'achat (graphique 1) ainsi que la situation fiscale au moins aussi bonne de la Norvège, parlent également en sa faveur.

Dans l'éventualité d'un effondrement incontrôlé de la zone euro, la DKK s'apprécierait certainement. Pour des taux d'intérêt similaires, nous privilégions la DKK à l'EUR.

La GBP fait partie des devises les plus sous-évaluées au monde, comme le montre le graphique 2. La politique fiscale extrêmement restrictive obligera encore longtemps la Banque d'Angleterre à mettre les gaz en matière de politique monétaire. Par conséquent, le déficit d'évaluation ne devrait pas être comblé avant plusieurs années.

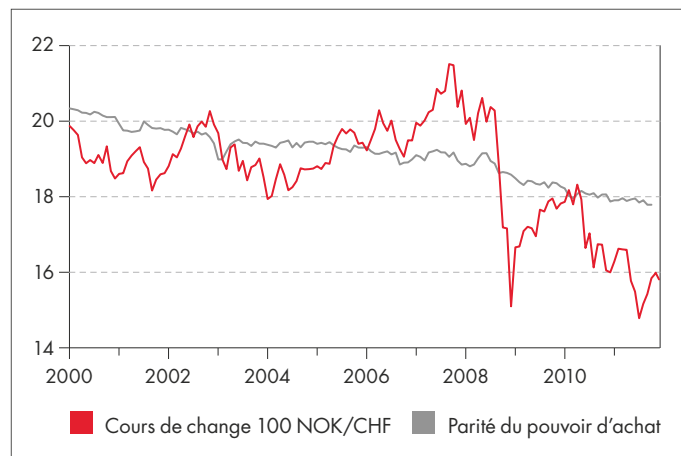
Le graphique 3 montre que le billet vert est également nettement sous-évalué par rapport au CHF, un constat qui s'applique également au CAD.

En 2012, nous prévoyons encore d'importantes fluctuations de change. En période de hausse de la volatilité, les monnaies à taux élevés seront à nouveau particulièrement soumises à pression. Une entrée ne paraît donc judicieuse qu'après les phases de correction qui ne manqueront pas de survenir tôt ou tard en 2012 également.

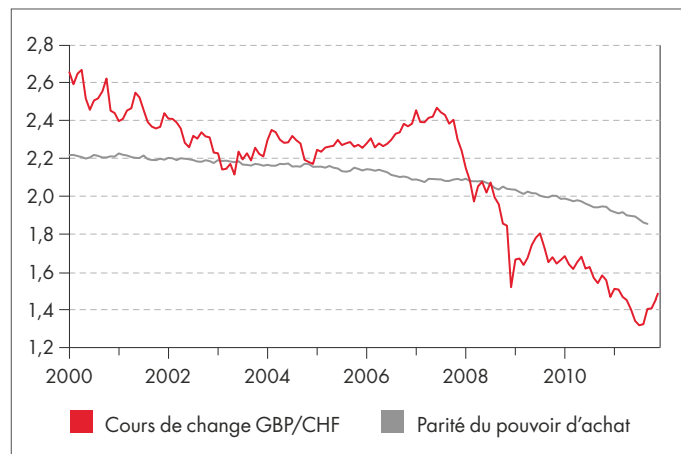
L'énorme excédent commercial de la Chine constitue l'un des déséquilibres les plus tenaces de l'économie mondiale. L'accumulation mercantile de créances à l'encontre du reste de l'humanité est d'une ampleur telle que ces sommes ne pourront jamais être récupérées. Nous prévoyons que la balance coûts/utilité, même fondée sur les intérêts des bureaucraties chinoises, penchera de plus en plus en direction d'une appréciation du yuan. Une baisse des taux d'inflation, des barrières commerciales plus favorables permettant des achats plus avantageux de matières premières ainsi que des amortissements moindres sur les créances sont autant d'avantages que nous attendons en 2012 de l'appréciation du yuan.

(Thomas Härter)

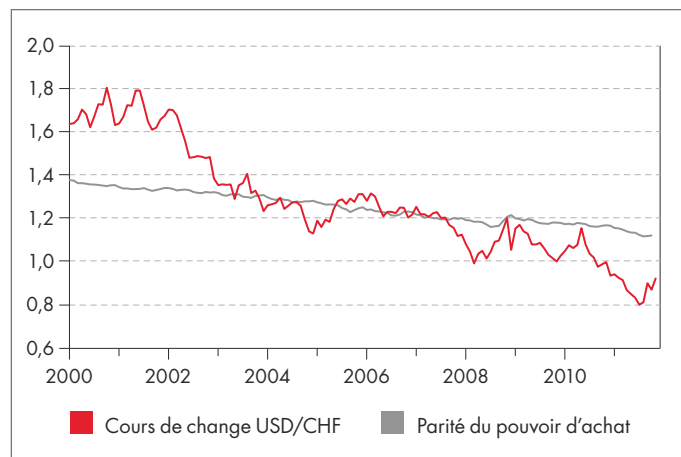
Graphique 1: Parité du pouvoir d'achat NOK/CHF, sous-évaluation de 11% de la NOK



Graphique 2: Parité du pouvoir d'achat GBP/CHF, sous-évaluation de 20% de la GBP



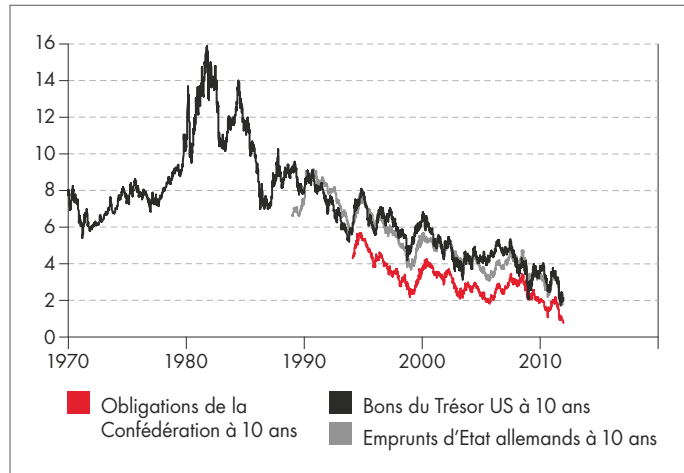
Graphique 3: Parité du pouvoir d'achat USD/CHF, sous-évaluation de 17% de l'USD



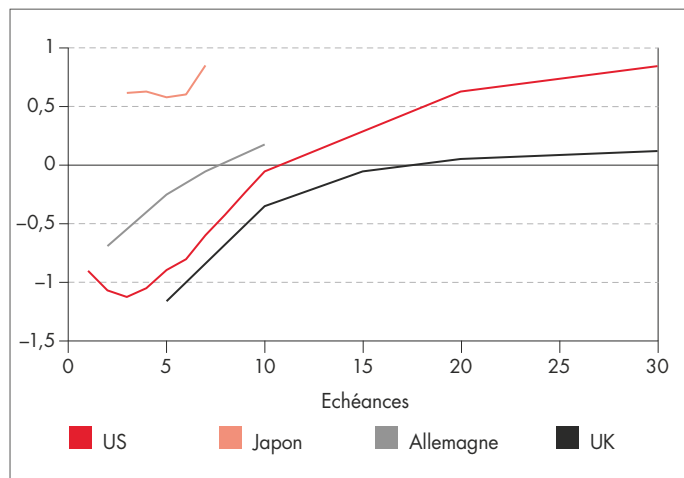
Vue d'ensemble des obligations

Les obligations restent un bon investissement, même en période de taux d'intérêt réels négatifs. 2012 restera une année volatile.

Graphique 1 : Evolution des rendements obligataires des emprunts d'Etat



Graphique 2 : Rendements réels des emprunts d'Etat sur diverses échéances, en %



On sait bien que l'argent seul ne fait pas le bonheur. Le sens ultime du capitalisme se trouve bien plus dans la maximisation de la consommation. L'épargne et l'investissement peuvent constituer une alternative. Mais ces activités exemptes de plaisir servent finalement le même objectif. Une restriction temporaire de la consommation n'est pas un but en soi, mais sert à créer ultérieurement des possibilités de consommation encore plus grandes. L'objectif de cette ascèse est l'hédonisme !

Dans un capitalisme efficace, les acteurs économiques épargnent et investissent donc seulement en vue de troquer moins de consommation aujourd'hui contre plus de consommation demain. L'agriculteur, qui laisse durant l'hiver une partie de ses récoltes de blé dans des sacs, les ressort au printemps et entame une nouvelle récolte en automne, en est une bonne illustration. En renonçant à la consommation une partie de l'année, il crée les bases de sa récolte pour l'année suivante. En langage financier, il économise et investit dans la perspective d'un rendement réel. Nos clients, des investisseurs privés et institutionnels, veulent finalement la même chose que l'agriculteur. Ils déposent leur capital sous la forme d'actions et d'obligations dans le champ de l'économie réelle et espèrent une récolte fructueuse sous la forme de dividendes et de coupons.

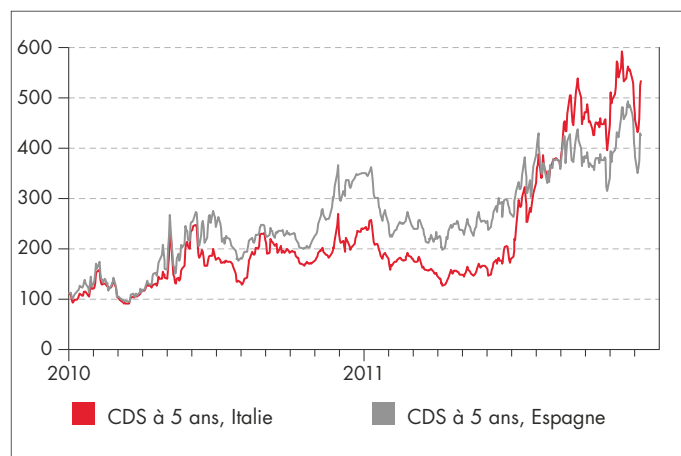
Le facteur déterminant dans cette opération est le rendement réel. Demandons-nous brièvement ce que l'agriculteur doit faire, s'il part du principe que le temps sera mauvais cette année et que la semence ne germera pas. En ce qui me concerne, je m'épargnerais les travaux pénibles des champs et laisserais le blé dans les sacs au printemps. Et c'est exactement ce que font actuellement les acteurs sur les marchés financiers : ils engrangent des actifs réels.

Le graphique 1 montre l'évolution globale des taux d'intérêt depuis les années 1980. Pour le franc, nous avons atteint de nouveaux plateaux historiques. Les emprunts de la Confédération à 3 ans affichent déjà des rendements négatifs, mais dans les principales monnaies aussi, les taux d'intérêt quasiment dénués de risque ne dépassent que timidement la limite du zéro. Si cette méthode a rapporté durant trente ans des gains en capital aux investisseurs en obligations, on peut se demander si elle est encore valable aujourd'hui pour les titres à intérêts fixes. Mais les racines du problème sont plus profondes. Comme nous l'avons vu, ce sont finalement les rendements réels qui comptent, et non les taux d'intérêt nominaux. Pour ce qui est du franc, nous n'avons pas de marché

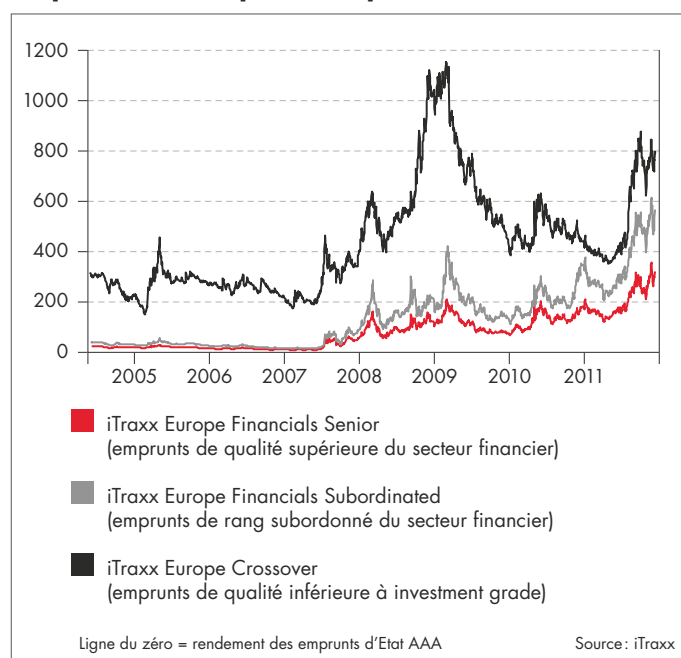
pour les obligations indexées sur l'inflation, mais sur d'autres marchés, ces instruments nous livrent des informations utiles. Le graphique 2 montre que ces titres affichent actuellement des rendements réels clairement négatifs. Si, par exemple, j'achète aujourd'hui une obligation étatique américaine à 5 ans indexée sur l'inflation (US-TIPS), je sais déjà que la valeur réelle de mon capital diminuera sur la durée – dans le meilleur des cas! En Grande-Bretagne, je dois même lier mon capital plus de 15 ans pour me libérer de l'étai des rendements réels négatifs. Visiblement, les motivations habituellement à l'origine d'un investissement n'interviennent pas en la matière. C'est un autre moteur qui prime : la peur. Cette peur explique pourquoi les investisseurs sont disposés à accepter des rendements réels négatifs. Quand les investisseurs craignent de perdre leur capital par des faillites d'Etat ou l'effondrement du système financier, ils commencent à placer leurs économies dans l'immobilier ou dans de l'or – ils engrangent leurs actifs. Il n'est alors plus question de rendements réels, il s'agit simplement de prévenir le pire. C'est de l'ascèse sans hédonisme.

Les obligations sont aujourd'hui les messagers de cette mauvaise nouvelle. Elles nous font comprendre que les investisseurs perdront ces prochaines années une partie de leurs capitaux. Des taux réels négatifs signifient une redistribution entre ceux qui détiennent le capital et ceux qui ont des dettes. C'est justement le but, dans la situation actuelle, puisque le système s'effondrerait sans cette redistribution. En proposant des taux réels négatifs, la banque centrale rend le capitalisme impuissant et lui évite donc de s'effondrer. Dans cette optique, ceux qui investissent aujourd'hui dans des obligations acceptent les faits et se résignent à une dépossession en termes réels. Un sentiment désagréable du point de vue des investisseurs, raison pour laquelle nombre d'entre eux renoncent à leurs obligations. Ce qu'ils ne voient pas, c'est qu'il n'y a pas moyen d'échapper à des taux d'intérêt réels négatifs. Qu'il s'agisse d'actions, d'immobilier, de hedge funds ou d'autres placements alternatifs, la base de leur rendement est toujours le taux d'intérêt sans risque. Cela ne signifie pas que ces catégories d'investissement produiront ces prochaines années des rendements réels négatifs, mais bien plus qu'ils ne pourront générer des rendements positifs que si leurs primes de risque spécifiques compensent les taux d'intérêt réels négatifs. En d'autres termes, je ne peux espérer des rendements réels positifs qu'en prenant des risques substantiels. C'est pourquoi les obligations ne sont pas a priori un mauvais investissement, même en période de taux d'intérêt réels

Graphique 3: Evolution des échanges de pertes de crédit sur 5 ans (CDS): écarts en points de base



Graphique 4: Primes de risques de crédit des emprunts d'entreprises en points de base



négatifs, mais seulement si nous comptons sur le fait que les primes de risque sur les actions et l'immobilier sont évaluées de manière particulièrement attrayante.

Perspectives 2012

La question se pose alors de savoir quels risques seront payants dans un avenir relativement proche. Pour les obligations, nous osons les prévisions suivantes :

- Prendre des risques en matière de duration sera payant sur l'ensemble de l'année 2012. Comme l'a annoncé explicitement la Fed, les spécialistes s'accordent à dire que les taux d'intérêt à court terme resteront bas. Au vu de l'évolution économique, nous ne comptons pas sur une hausse de l'inflation et ne voyons donc que peu de marge pour une augmentation des rendements sur les obligations à plus long terme. Même si les courbes de rendement sont relativement plates, les longues échéances offrent tout de même une certaine rémunération. Il y aura toutefois d'autres mouvements importants à court terme qui créeront des marges de manœuvre pour une gestion active. Actuellement, nous mettons en place une duration légèrement inférieure à celle de l'indice de référence.
- Nous ne prévoyons pas de prochain resserrement des primes de risque de crédit sur les obligations des Etats de la périphérie européenne. Les politiques ont perdu leur crédibilité en revenant régulièrement sur leurs déclarations et le marché exige maintenant des résultats. Il est difficile de prédire si la situation se désamorcera dans le courant de l'année. L'Italie tient le rôle du domino décisif. Les écarts de crédit représentés sur le graphique 3 ne pourront être tenus à long terme.
- Les obligations d'entreprises prendront toujours plus le rôle de placement de base. Après que les écarts de crédit se sont fortement élargis au deuxième semestre 2011, l'investisseur sera largement dédommagé en 2012 pour sa prise de risque. C'est le cas en particulier pour des crédits classés plus bas (high yield). Après une année 2011 très pauvre pour le marché primaire, nous prévoyons une recrudescence d'opportunités attrayantes en 2012.
- L'année prochaine, l'évolution de valeur des obligations financières sera encore déterminée par l'évolution de la situation européenne. Les évaluations actuelles sont toutefois extrêmes. Le graphique 4 montre que nous évoluons même massivement au-dessus des niveaux de 2008/2009. Le marché n'accorde visiblement que peu de crédit à la recapitalisation en cours. Nous estimons que ces décotes se réduiront en 2012. *(Benno Weber)*

Marchés monétaire et obligataire Suisse / Europe

Les taux d'intérêt ont encore baissé en Suisse et en Allemagne, alors que les écarts de crédit entre les pays de l'UE se sont creusés.

Le Libor en CHF désormais entre zéro et 0,25%

Le marché suisse a enregistré un nouveau recul des taux d'intérêt sur les échéances à partir de cinq ans. Le rendement des obligations de la Confédération à dix ans a baissé à un plancher record. Pour les échéances jusqu'à quatre ans, la rémunération est désormais négative.

En vertu des taux d'inflation négatifs attendus pour l'année prochaine, la BNS a maintenu la valeur cible du Libor à 0,0%. Elle n'a pas relevé non plus le seuil d'intervention de 1.20 franc par euro, malgré la faible croissance économique de 0,5% attendue pour 2012.

Nous misons actuellement sur les obligations du spectre des échéances de sept à quinze ans et évitons les titres aux deux extrémités de la courbe. Nous maintenons la durée du portefeuille proche de celle de l'indice de référence. Nous évitons aussi bien les emprunts d'Etat en raison de leurs prix très élevés par rapport aux taux d'échange que les emprunts d'entreprises volatils du secteur cyclique et du secteur financier. Nous continuons à investir dans des lettres de gage et dans des émetteurs quasi-étatiques tels que les cantons ainsi que dans des secteurs défensifs comme les centrales électriques. *(Stefan Eichenberger)*

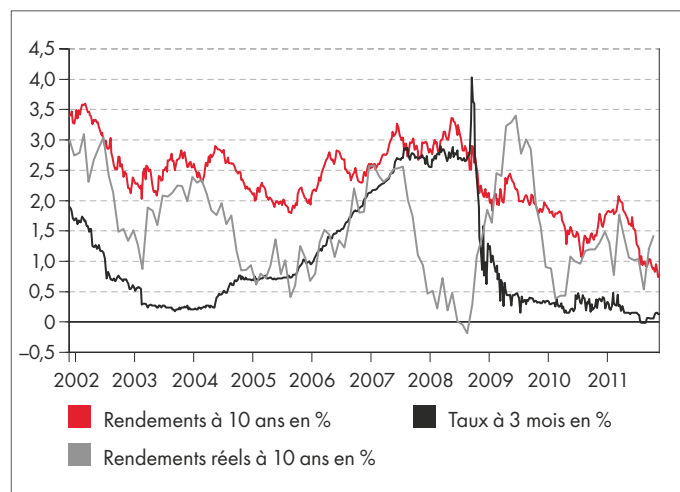
Les taux d'intérêt restent bas au cœur de l'Europe

L'Europe tente de se montrer forte, mais les pouvoirs politiques n'avancent qu'à petits pas, sans vraiment convaincre. Après une nouvelle attaque de la part des agences de notation, l'Italie et l'Espagne luttent pour leur solvabilité. Seule la BCE peut leur venir en aide, mais elle se montre très hésitante pour acquiescer des emprunts d'Etat. Elle a toutefois abaissé à nouveau son taux directeur à 1%, créant ainsi énormément de liquidités pour les banques.

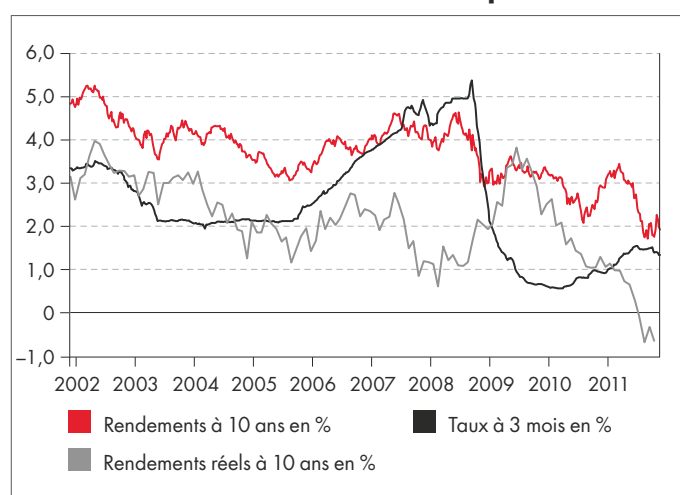
Les fluctuations de différences de taux d'intérêt entre les pays « forts » et les pays de la périphérie européenne plus faibles ont fortement augmenté. Les taux d'intérêt des nations fortes continuent à évoluer à de très faibles niveaux.

Aussi longtemps qu'aucune solution à la crise de la dette ne sera en vue, nous ne prévoyons pas de hausse des taux d'intérêt. Au sein des portefeuilles, une durée neutre est mise en place par rapport à l'indice de référence. Nous maintenons notre sous-pondération sur les Etats périphériques. *(Karl Stettler)*

Evolution des taux d'intérêt en Suisse



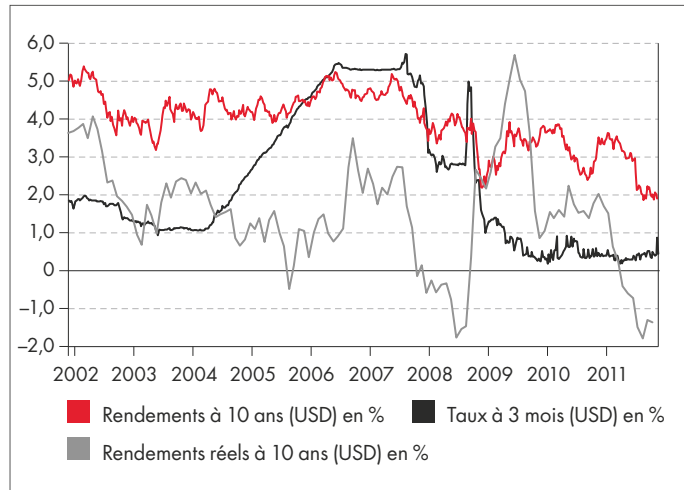
Evolution des taux d'intérêt en Europe



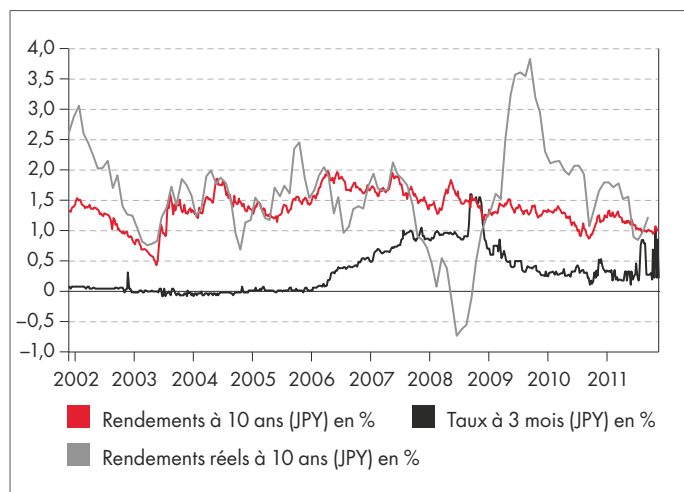
Marchés monétaire et obligataire Zone dollar / Japon

Les taux d'intérêt restent bas aux Etats-Unis. En dépit de la rémunération réelle, les obligations japonaises restent inattractives.

Evolution des taux d'intérêt US



Evolution des taux d'intérêt Japon



La politique des taux d'intérêt bas ne bouge pas aux Etats-Unis

En dépit de pronostics économiques plus favorables qu'en Europe, la Fed a décidé de maintenir sa politique de taux d'intérêt bas, vraisemblablement jusqu'à fin 2013 si l'on en croit les comptes rendus d'entretien. Les rendements des emprunts gouvernementaux ont encore baissé ces derniers mois, alors même que leur solvabilité est remise en question en raison des querelles sur la politique budgétaire. L'année électorale 2012 recèle encore un potentiel de conflits qui occuperont les marchés dès que leur attention se détournera de l'Europe.

Dans le segment des emprunts d'entreprises, les sociétés paraissent dans l'ensemble plus solides aux Etats-Unis qu'en Europe.

Au deuxième semestre 2012, nous prévoyons une augmentation des taux d'intérêt à long terme et une poursuite des faibles taux d'intérêt à brève échéance. Par conséquent, nous avons mis en place une duration neutre à légèrement plus courte au sein des portefeuilles.

L'économie japonaise se remettra en marche en 2012

La reprise économique au Japon après les catastrophes de mars 2011 est actuellement soumise à rude épreuve. La force de la devise nippone et la diminution de la demande étrangère inhibent fortement la croissance. Pour l'ensemble de l'année 2011, les prévisions tablent maintenant sur un chiffre légèrement négatif, contre une croissance positive de 1,5% en 2012. Les investissements du secteur public continueront à augmenter et formeront l'essentiel du PIB.

Les taux d'intérêt ont à peine évolué. Seule la courbe des rendements s'est légèrement aplanie, ce qui réduit la différence entre les taux d'intérêt à court et à plus long terme. Les taux à dix ans évoluent à l'heure actuelle en dessous des 1%. Pourtant, le Japon affiche les taux d'intérêt réels les plus élevés, en raison de la déflation en cours. La banque centrale japonaise maintient son taux directeur inchangé à 0,1%.

Le Japon est lui aussi dans le collimateur des agences de notation. Nous pensons toutefois que le pays restera en zone AA. Pour ce qui est des débiteurs et du risque de taux, notre positionnement est neutre. (Karl Stettler)

Vue d'ensemble des actions

La joyeuse ascension des sommets de l'UE – la BCE ne parle qu'allemand – les bénéfiques des entreprises comme leur d'espoir – stratégie sectorielle : nous naviguons à vue.

Les marchés ont quittancé les résultats du cinquième sommet spécial de l'UE en l'espace de 19 mois, tous avec l'ambitieux objectif de régler une fois pour toutes la crise de l'endettement, par un vote clairement négatif. La faiblesse principale de la solution « allemande » consiste à vouloir juguler la crise de la dette exclusivement par des efforts d'économies de la part des pays concernés. Une diminution de la dette restera toutefois illusoire sans une augmentation simultanée de la compétitivité en périphérie européenne. Le cours actuel des choses promet une récession grave et de longue durée avec une aggravation de l'endettement étatique. Le fait que les banques réduisent dans un même temps leurs bilans afin de remplir les exigences plus sévères en termes de fonds propres, augmente encore les risques d'une aggravation du ralentissement économique en Europe. Des mesures d'encouragement dans les pays membres les plus solides tels que l'Allemagne restent pour l'heure illusoires ; le seul espoir reste donc un rôle plus actif de la BCE par des achats agressifs d'emprunts des Etats périphériques afin d'abaisser les coûts du financement et d'affaiblir l'euro en vue de relancer quelque peu la croissance des exportations. En définitive, la BCE n'aura probablement pas d'autre choix, même si elle n'y est pas prête pour l'instant.

Dans ce contexte, notre stratégie en matière d'actions repose sur les prévisions suivantes :

- **Evaluation :** les marchés d'actions sont en principe évalués de manière attrayante ; les évaluations n'augmenteront toutefois que lorsqu'une solution crédible et durable aura été trouvée à la crise de l'endettement européen.
- **Bénéfices :** les prévisions de bénéfiques des analystes, en particulier pour l'Europe, sont encore trop optimistes pour 2012 ; un effondrement des bénéfiques est toutefois improbable.
- **Cycle de crédit :** les crédits octroyés par les banques se feront plus rares, ce qui augmentera les coûts du crédit pour les entreprises de faible solvabilité.
- **Qualité des bilans :** le secteur des entreprises (à l'exception des finances) est surcapitalisé ; les dividendes et les rachats d'actions augmenteront.

Dans ces circonstances, nous continuons à privilégier des entreprises de grande capitalisation qui présentent une structure de fonds propres saine, de l'autonomie par rapport aux crédits bancaires et un profil de bénéfiques résistant à la conjoncture. Les actions américaines remplissent mieux ces conditions que les européennes ou les japonaises.

Pondération des stratégies de placement

	Valorisation	Capitalisation
Monde	C	G
Suisse	C	G
Europe	C	G
Amérique du Nord	C	G
Japon	S	P
Asie sans le Japon	S	P

S ou C = surpondération des valeurs de substance par rapport aux valeurs de croissance ou vice-versa

P ou G = surpondération des petites capitalisations par rapport aux grandes ou vice-versa

o = pondération neutre

La répartition en valeurs de substance ou de croissance et en petites et grandes capitalisations repose sur des définitions spécifiques à Swisscanto, qui peuvent diverger de celles d'autres établissements.

Pondération des différents secteurs internationaux (MSCI)

	Pondération mondiale (%) ¹	Positionnement période précédente	Swisscanto ² période actuelle
Energie	11,8	+	o
Matières premières et fournitures	7,2	o	-
Biens d'équipement	8,1	+	o
Services	0,8	o	o
Transports	2,1	o	o
Automobile et pièces détachées	2,2	o	o
Biens de consommation et habillement	1,4	-	-
Hôtels, restaurants et loisirs	1,7	-	o
Médias	2,3	+	+
Commerce de gros et de détail	2,7	o	o
Distribution alimentaire et pharmaceutique	2,4	+	+
Agroalimentaire, boissons et tabac	6,8	+	+
Articles ménagers et hygiène personnelle	1,8	-	-
Santé : équipement et services	2,6	+	+
Pharmacie et biotechnologies	8,0	o	o
Banques	7,3	o	+
Services financiers divers	4,0	o	o
Assurances	3,8	-	-
Immobilier	2,5	-	-
Logiciels et services informatiques	5,5	+	+
Matériel et équipement	5,0	-	o
Semi-conducteurs	1,6	o	o
Services de télécommunication	4,3	-	o
Services aux collectivités	4,0	-	-

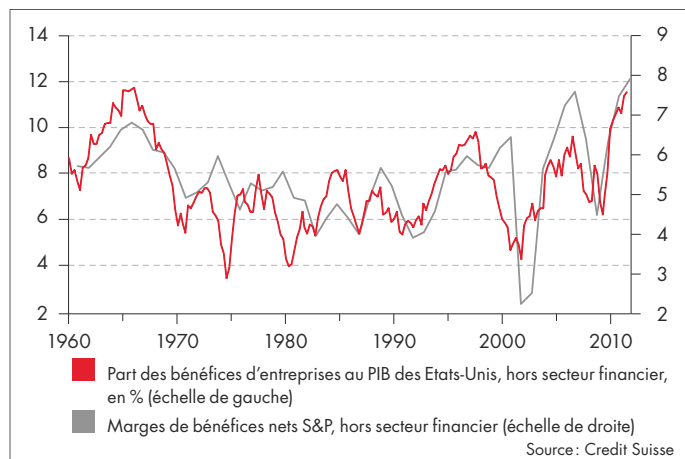
+ surpondéré par rapport à la pondération mondiale
- sous-pondéré par rapport à la pondération mondiale

o neutre par rapport à la pondération mondiale

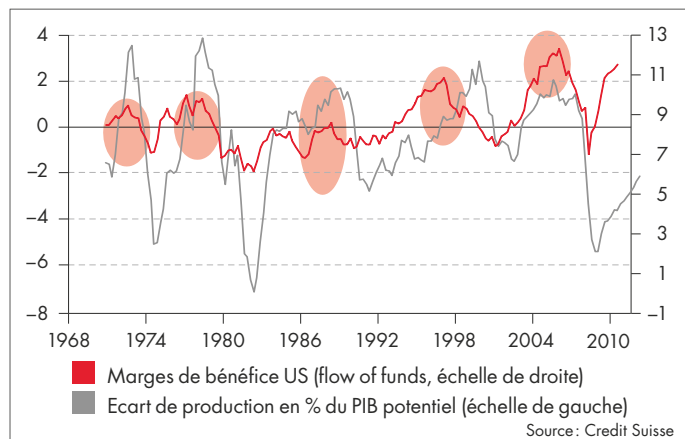
¹ Part de la capitalisation boursière du secteur dans la capitalisation boursière totale

² Les positions propres à une région ou à un pays peuvent différer des positions à l'échelle mondiale

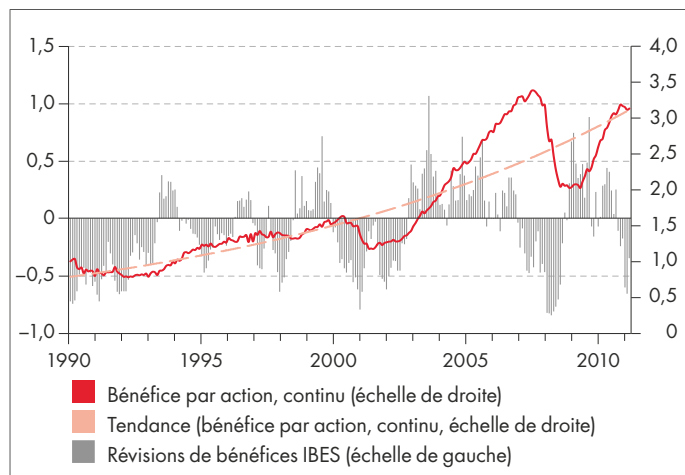
Graphique 1: Part des bénéfices d'entreprises au PIB des Etats-Unis et marges de bénéfices nets, hors secteur financier, en %



Graphique 2: Marges de bénéfices et écart de production aux Etats-Unis, en %



Graphique 3: Révisions de bénéfices IBES et bénéfices courants pour le MSCI Monde



Révisions des bénéfices: oui; effondrement des bénéfices: non

Les bénéfices pour le marché mondial des actions mesurés au MSCI Monde ont augmenté de 10% en USD sur l'année 2011. Ils se situent ainsi pratiquement au niveau des plafonds atteints juste avant la crise. Aux USA, ils sont supérieurs. On peut se demander à juste titre si les bénéfices sont durables. La part des bénéfices d'entreprises (à l'exception du secteur financier) sur le PIB atteint en réalité des niveaux record et incite à la prudence (graphique 1). Si l'on étudie toutefois les marges de bénéfices en détail, on se rend compte qu'elles sont largement soutenues. En particulier, les entreprises continueront encore à profiter dans les conditions de coûts actuelles de vents cycliques et structurels favorables :

- Faible coût des intérêts grâce à un endettement réduit
- Coûts salariaux restreints en raison d'un chômage durablement élevé
- Amortissements faibles au vu des investissements inférieurs à la moyenne ces dernières années
- Taux d'imposition structurellement bas

L'exemple américain montre justement que, par le passé, les marges de bénéfices n'ont été soumises à pression que lorsque l'économie produisait à des niveaux proches du seuil de capacité. En ce moment, l'écart de production, avec notamment un taux de chômage de près de 9%, reste important (voir graphique 2). Nous trouvons toutefois exigeantes les prévisions de bénéfices des analystes, en particulier pour l'Europe. Ces chiffres devront être revus et c'est la raison pour laquelle les prévisions de bénéfices IBES sont encore trop élevées (voir graphique 3). Nous attendons une croissance du chiffre des bénéfices par action de -10% pour l'Europe et de 0% pour les Etats-Unis (l'IBES annonce +10% pour les deux régions).

Les actions sont bon marché, mais qui les achète?

Même si les bénéfices devaient être légèrement inférieurs aux prévisions actuelles, les actions resteront sous-évaluées à long terme. Nous sommes depuis longtemps d'avis qu'au vu du contexte actuel, les acquéreurs naturels des actions seront les entreprises elles-mêmes (voir graphique 4 : arbitrage de capital des entreprises). Nous restons sur notre position. Au vu des insécurités économiques, la priorité ira des reprises d'entreprises (élément positif pour les valeurs de faible capitalisation) vers les augmentations de dividendes et les rachats d'actions par des sociétés financièrement solides (entreprises de grande capitalisation). Compte tenu de la sous-évaluation actuelle par rapport au capital étranger et du faible endettement, nous considérons les rachats actuels comme judicieux.

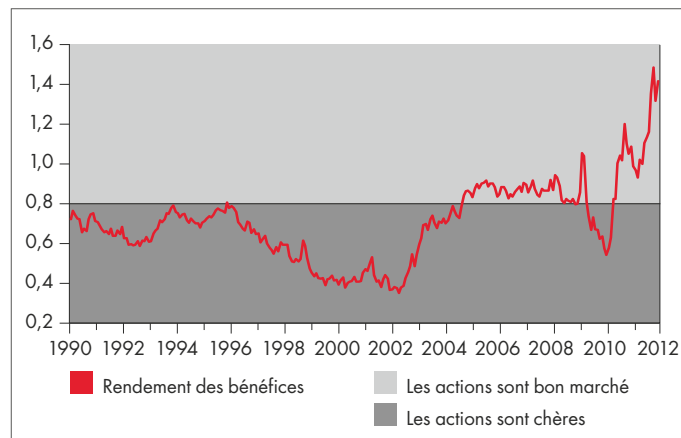
Priorité aux valeurs de croissance fortement capitalisées

En 2011, les actions des entreprises dont les profils de bénéfices résistent à la récession (gains stables et rendements élevés des capitaux propres), dont les bilans sont sains et qui sont capables de répercuter le capital sur les actionnaires, ont connu un développement supérieur à la moyenne. A l'opposé, les stratégies misant sur les actions de substance (d'après le facteur prix/valeur comptable) ont été parmi les principales perdantes. Les entreprises à faible capitalisation sont aussi restées en deçà du marché global. Les actions de substance sont entre-temps très avantageuses par rapport aux valeurs de croissance (26% de décote sur la moyenne à long terme prix/valeur comptable). Pour les valeurs de petite capitalisation, la sous-évaluation est encore moins marquée (10% de décote). Les décotes les plus marquées concernent les valeurs de substance et les petites capitalisations européennes (respectivement 32% et 26%). Pour ces titres, une opportunité d'entrée à long terme se profile, puisque nous atteindrons bientôt les valeurs extrêmes du temps de la bulle technologique. Si les valeurs de croissance étaient à l'époque surévaluées de manière impressionnante, les titres de substance sont actuellement semblablement sous-évalués. Le moment n'est pourtant pas encore venu de surpondérer les valeurs de substance et les petites capitalisations. Une reflation agressive de la BCE dans le sens de l'assouplissement quantitatif opéré par la Fed aux Etats-Unis serait à nos yeux une condition pour cela. Nous attendons, espérons et maintenons notre surpondération des valeurs de croissance à forte capitalisation.

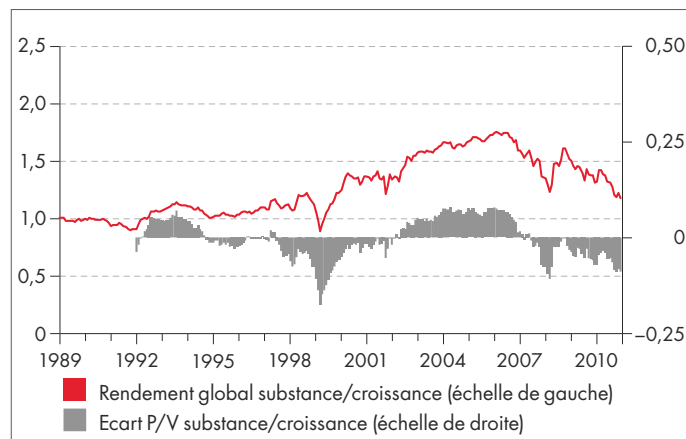
Stratégie sectorielle: nous naviguons à vue

Nous déconseillons actuellement les stratégies sectorielles agressives. Ce sont plus les pondérations sectorielles qui reflètent notre préférence pour les valeurs de croissance présentant des bilans solides. Nous considérons les valeurs technologiques (en particulier les entreprises de logiciels tels que SAP, Nuance ou Google) comme attractives. Dans le domaine financier, nous sommes pondérés de manière neutre, mais maintenons sous-pondérés les banques et les fournisseurs de services financiers. Dans les domaines non cycliques, nous trouvons des actions plus attrayantes dans l'alimentation (Coca-Cola, Anheuser, BAT, Nestlé) que dans le secteur pharmaceutique. Les télécommunications (Vodafone, Millicom) sont plus intéressantes que les services aux collectivités. Globalement, nous maintenons une surpondération des actions américaines et européennes. *(Patrik Scheuber)*

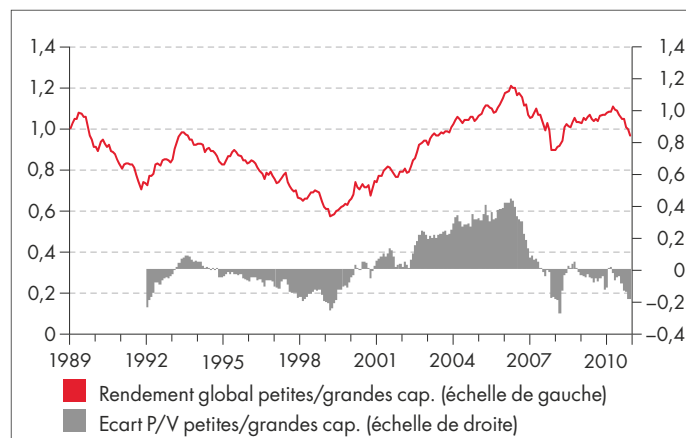
Graphique 4: Rapport entre rendement des bénéfices MSCI USA et rendement à échéance des emprunts d'entreprises USD-BBB



Graphique 5: Evaluation relative (prix/valeur comptable) des valeurs de substance et de croissance du MSCI Europe et leur rendement global relatif



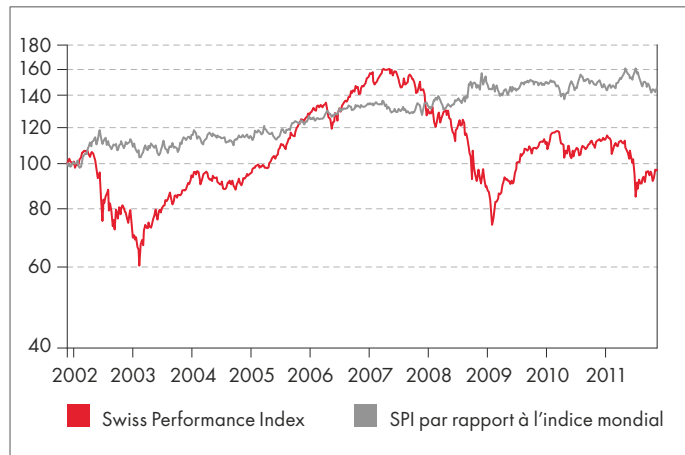
Graphique 6: Evaluation relative (prix/valeur comptable) et évolution de cours des petites et grandes capitalisations du MSCI Monde et leur rendement global relatif



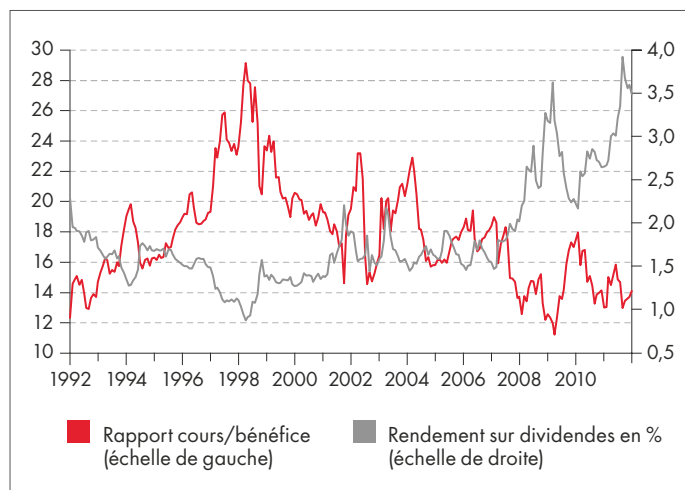
Marché des actions Suisse

A l'affût d'une amélioration ou d'opportunités en temps de crise.

Actions suisses indexées (en CHF)



Evaluation historique Suisse



Les hauts et les bas entre l'espoir d'une solution (définitive) à la crise de la dette européenne et la déception d'un nouvel échec en la matière se poursuivent au rythme de la succession des sommets européens et garderont encore en haleine les investisseurs en actions suisses.

Personne n'ignore les problèmes que traverse l'Europe. Livrer une nouvelle analyse de la crise européenne nous paraît donc superflu. Au vu de la récession qui menace l'Europe mais aussi la Suisse, nous préférons émettre la proposition audacieuse d'investir dans le marché suisse des actions en général (à long terme) et dans certains titres helvétiques en particulier (sur les douze prochains mois). Au risque que cette proposition ne semble imprudente, voire irréfléchie à notre investisseur, désabusé par les rendements cumulés des marchés d'actions de ces derniers mois.

Un plaidoyer pour les entreprises (suisses)

Pour contrer d'éventuelles objections, nous avançons les arguments suivants pour étayer notre conviction que les actions peuvent rapporter de l'argent :

- Les entreprises (alertes) sont des agents économiques capables de réagir et donc de s'adapter. Elles sont en mesure de contrer (rapidement) la crise et de la surmonter.
- Un coup d'œil à l'état actuel de nombreuses sociétés suisses cotées en bourse apporte son lot de bonnes surprises. Les résultats du 3^e trimestre 2011 ont largement convaincu. De nombreux chefs d'entreprises se montrent confiants de pouvoir maîtriser sans trop de dommages un possible ralentissement en Europe et certainement aussi en Suisse (même si elle n'est pas elle-même en proie à un problème d'endettement).
- Les entreprises helvétiques sont plus robustes, plus stables et plus rentables qu'au début des dernières récessions. Preuve en sont les quotes-parts élevées de fonds propres, le faible endettement net, les niveaux considérables de ressources liquides, les forts rendements opérationnels et les importants cash-flows opérationnels disponibles.
- Les versements de dividendes par les entreprises suisses ont nettement augmenté ces dernières années, grâce à l'augmentation des bénéfices et des taux de distribution. Les dividendes sont la preuve « en espèces » qu'une entreprise prend ses actionnaires au sérieux et qu'elle veut rétribuer de manière attrayante leur engagement de capitaux. Le dividende forme d'ailleurs avec le temps une part importante du rendement global d'une action.

Une crise est aussi porteuse d'opportunités

Les turbulences persistantes ont fait chuter les actions suisses ces derniers mois à des niveaux qui semblent, hormis en cas de scénario extrême, promettre un beau potentiel de création de valeur. A notre avis, les valeurs actuelles du marché reflètent surtout et trop unilatéralement les évolutions et prévisions négatives, la forte insécurité ainsi que la forte aversion au risque des investisseurs (il suffit de prendre comme baromètre de l'aversion au risque le rendement à dix ans des obligations de la Confédération!).

Trop peu d'attention est accordée à la situation saine de nombreuses entreprises (des bilans d'entreprises solides s'opposent à des finances publiques fragiles), aux pas timides en direction d'une résolution de la crise européenne et au contexte économique encourageant qui règne dans d'autres régions majeures de la planète (marchés émergents, Etats-Unis).

Notre positionnement

En dépit de tous les impondérables, nous soutenons en tant qu'investisseur de longue date notre engagement sur le marché suisse des actions, qui offre un niveau d'entrée inté-

ressant en vertu des critères d'évaluation courants (à titre d'exemple, nous pouvons citer ici la prime de risque actuelle et la différence entre rendements des dividendes et des emprunts de la Confédération).

Les placements dans des entreprises solides à haut rendement sur dividendes nous semblent intéressants, d'autant que leurs « cash checks » font patienter l'investisseur jusqu'à ce que le cours des actions, libéré d'un excès de facteurs exogènes négatifs, reflète à nouveau la valeur réelle de l'entreprise. Dans la dernière édition des « Perspectives de placement », nous avons présenté une corbeille d'actions qui remplissent nos exigences en matière de rendement sur dividendes actuel (> 3,0%), continuité de la croissance des dividendes sur les cinq dernières années, stabilité ou augmentation des dividendes sur les deux prochaines années (estimations IBES) et situation solide des bilans. Parmi les titres qui sont ressortis de ce tri, nous avons nommé Novartis, Roche, ABB, Lonza, SGS, Geberit, Zurich et Nestlé pour les grandes entreprises, ainsi qu'Acino, BCV, Belimo, Bossard, Calida, Ems, Nationale Suisse, Schindler et Valora pour les valeurs plus petites.
(Peter Stenz)

Performance et stratégie Suisse

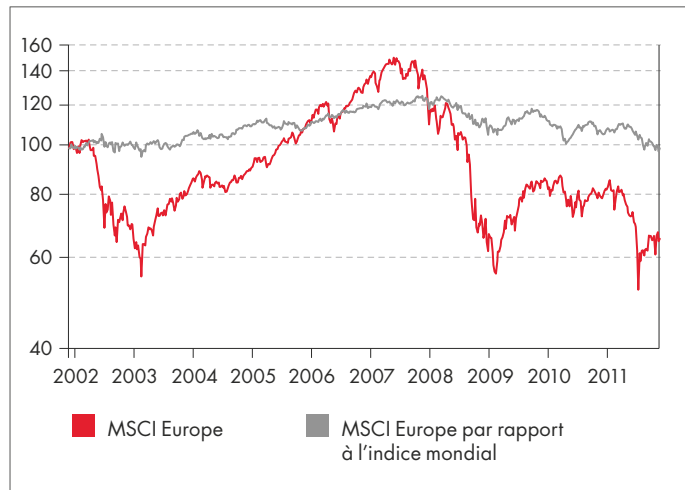
Secteur	4° trim. en % ¹	YTD en % ¹	Pondération de Swisscanto en %	Pondération de l'indice en % ¹	Différence en %	Actions sélectionnées ²
Pétrole et gaz naturel	-6,5	-42,3	2,8	2,8	0,0	(-) Transocean
Chimie	16,4	-8,3	4,6	4,3	0,3	(+) Clariant, Givaudan
Matières premières	-14,6	-35,6	0,0	0,2	-0,2	(-) International Minerals Corp.
Construction et matériaux	6,1	-22,0	2,9	3,1	-0,2	(+) Sika; (-) Holcim, Belimo, Zehnder
Biens industriels et services	9,2	-16,4	9,9	9,6	0,3	(+) ABB, Adecco, Interroll, Comet, Kaba, OC Oerlikon, Sulzer; (-) Schindler, Flughafen Zürich, Rieter
Automobile et pièces détachées	-11,1	n.a.	0,0	0,0	0,0	
Produits alimentaires et boissons	7,8	-1,0	21,8	22,1	-0,3	(+) Emmi, Aryzta; (-) Nestlé, Lindt & Sprüngli
Biens de consommation et articles ménagers	15,7	-14,1	4,5	4,7	-0,2	(-) Richemont, Metall Zug
Santé	6,9	3,0	33,2	32,5	0,6	(+) Novartis, Roche, Acino, Sonova, Tecan; (-) Synthelabo, Actelion, Nobel Biocare
Commerce de détail	9,5	-21,7	0,6	0,6	0,0	(+) Valora; (-) Dufry
Médias	0,8	0,6	0,2	0,1	0,1	(+) Publigroupe; (-) Tamedia
Voyages et loisirs	-15,8	-45,2	0,4	0,2	0,2	(+) Gategroup
Télécommunication	-4,0	-13,4	0,6	0,9	-0,3	(-) Swisscom
Approvisionnement en énergie	-10,4	-36,8	0,1	0,1	0,0	(+) BKW
Banques	1,1	-29,6	9,8	9,9	0,0	(+) UBS, Credit Suisse, Bank Sarasin, EFG International; (-) Valiant
Assurances	9,0	-12,9	6,8	6,4	0,4	(+) Zürich, Swiss Life, Swiss Re
Services financiers	-3,2	-14,7	1,4	2,1	-0,7	(+) GAM; (-) PSP, Swiss Prime Site, Pargesa
Technologie	5,7	-49,7	0,5	0,6	0,0	(+) Temenos, Ascom; (-) Huber & Suhner
Marché global	6,7	-7,7	100,0	100,0		

¹ SPI ² surpondération (+), sous-pondération (-) La mention des divers titres ne constitue pas une recommandation d'achat ou de vente pour ces valeurs.

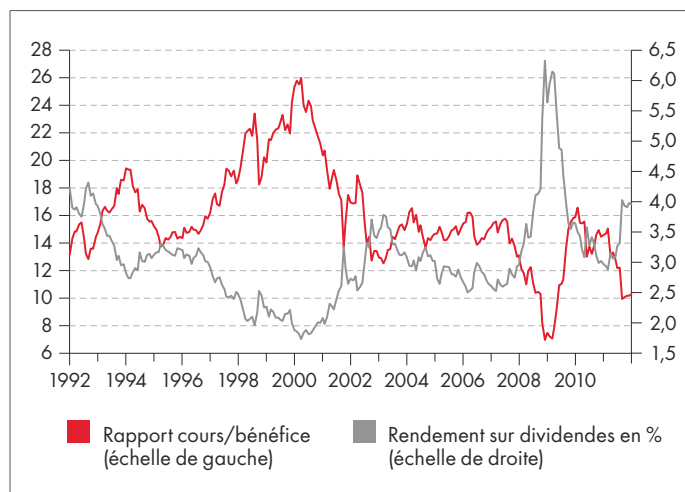
Marché des actions Europe

En période de grande incertitude en Europe, nous privilégions les titres de croissance.

Actions européennes indexées (en CHF)



Evaluation historique Europe



Les marchés d'actions européens souffrent toujours des problèmes non résolus de la zone euro. Même si les sommets se succèdent, apaisant parfois les marchés à court terme, aucune solution durable n'est trouvée. En Europe, le mot d'ordre est « économiser », une tendance qui étouffe toutefois la croissance économique et, en fin de compte, les marchés d'actions. Les réformes structurelles, qui sont à moyen terme une condition essentielle à la croissance, peinent à voir le jour.

Pour la plupart, les chiffres d'affaires et les bénéfices des entreprises au 3^e trimestre 2011 ont encore été satisfaisants. Mais le ton est prudent lorsqu'il s'agit des perspectives. De manière prévisible, les analystes ont aussi réduit leurs prévisions de croissance moyenne des bénéfices à 3% pour 2011 et à 12% pour 2012. Compte tenu de la récession qui menace l'Europe, nous considérons que ces valeurs sont encore trop élevées.

Le point positif est que les entreprises européennes génèrent encore des cash-flows disponibles honorables, ce qui leur permet de réduire leurs dettes, d'augmenter les versements de dividendes et de racheter leurs actions. Le rendement sur dividendes, actuellement de 4,1%, reste très intéressant par rapport aux taux du marché monétaire ou des emprunts d'Etat. En règle générale, les évaluations des entreprises européennes sont favorables.

La préférence va toujours aux titres de croissance

Au vu des grandes incertitudes qui règnent sur les marchés financiers, nous continuons à miser sur les titres de croissance, par exemple dans le domaine de la santé (Fresenius Medical), du commerce de détail (Inditex, Dia) ou des soins corporels (L'Oréal). Nous privilégions également les actions d'entreprises bénéficiant d'une bonne exposition sur les marchés émergents. Nous nous méfions en revanche des sociétés des marchés de la périphérie sud, en particulier dans le secteur financier. Nous restons surpondérés dans les secteurs des logiciels (SAP) et des médias (WPP, Publicis). Dans le secteur pétrolier, nous privilégions les fournisseurs de prestations en matière d'exploration et d'extraction. Nous sommes plus réservés en ce qui concerne les services aux collectivités et les télécommunications, qui sont confrontés à un important besoin d'investissements et à des prix en baisse. Le domaine cyclique des biens de capitaux est pondéré de façon neutre. Dans ce contexte, nous considérons les entreprises de grande capitalisation comme plus intéressantes que celles de petite capitalisation, même si ces dernières sont actuellement évaluées favorablement. (Peter Brändle/Ben Hauzenberger)

Marché des actions Amérique du Nord

A la hausse ou à la baisse? Pour l'instant, le mouvement latéral se poursuit sur le marché des actions américaines.

Au 4^e trimestre 2011, le marché d'actions américain a pu compenser en grande partie les pertes du trimestre précédent. Pourtant, le S&P 500 semble enlisé dans une marge de négociation située entre 1000 et 1400 points d'indice, des valeurs rarement dépassées. Les incertitudes économiques et politiques continueront au 1^{er} trimestre 2012 à détourner l'attention des investisseurs des bilans d'entreprises sains ou des évaluations attrayantes du marché des actions.

Croissance modérée des bénéfices en 2012

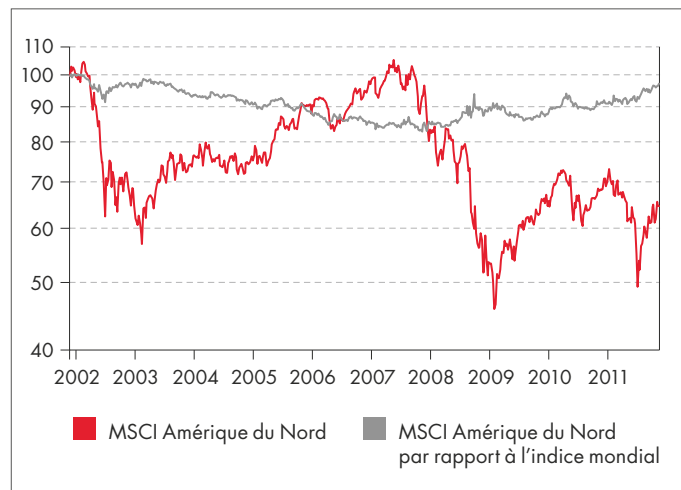
Alors que les prévisions de bénéfices du Japon et de l'Europe avaient déjà été revues à la baisse au premier semestre 2011, les dégradations de notes ont finalement atteint l'Amérique du Nord cet automne. Les entreprises exportatrices, en particulier, déplorent ces derniers temps une diminution de la demande en provenance d'une Europe paralysée par les dettes étatiques, les programmes d'économie et la crise. Il faut préciser que l'Europe n'est plus le seul marché qui compte aux yeux des entreprises exportatrices américaines, puisque l'Asie prend une importance de plus en plus décisive. Alors que les prévisions consensuelles tablent pour 2011 sur une croissance des bénéfices par action de 17% dans l'indice S&P 500, une augmentation de 6% à 10% est attendue pour 2012. Nous pensons que le marché d'actions américain gagnera en attrait par rapport à d'autres régions, puisqu'aux Etats-Unis, les mesures d'austérité du gouvernement affecteront moins la demande qu'en Europe. Nous attendons aussi des retombées positives sur le marché des actions du cycle des investissements en capitaux qui devrait repartir à la hausse dès le deuxième semestre 2012.

Nous misons sur les bilans sains et les entreprises de croissance

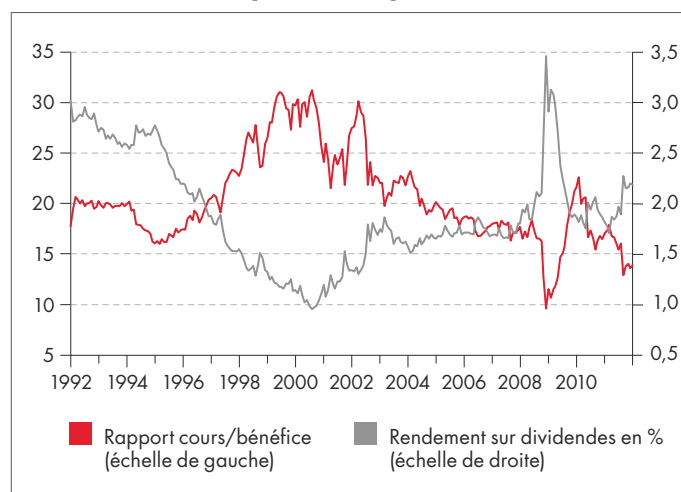
D'une manière générale et dans le contexte de marché actuel, nous recommandons aux investisseurs d'accumuler les titres du segment inférieur de la fourchette de négociation et de réaliser les bénéfices dans la tranche supérieure. Nous sommes d'avis que le marché continuera à se montrer prêt à payer une prime de qualité et nous concentrons donc sur les entreprises dont les bilans sont sains et sur les entreprises de croissance offrant une visibilité des bénéfices relativement bonne, comme McDonald's, YUM Brands, CBS ou les assureurs maladie.

(Denise Gugerli/Daniel Würmli)

Actions américaines indexées (en CHF)



Evaluation historique Amérique du Nord



Performance et stratégie Europe

Secteur	4 ^e trim, en % ¹	YTD en % ¹	Pondération de Swisscanto en %	Pondération de l'indice en % ¹	Différence en %	Actions sélectionnées ²
Energie	20,9	5,0	14,3	14,4	-0,1	(+) Repsol; (-) Royal Dutch
Matières premières et fournitures	12,4	-23,7	9,9	10,0	-0,1	(+) Xtrata
Biens d'équipement	11,1	-18,9	8,3	8,2	0,2	(+) Siemens
Services	10,7	2,8	1,9	1,2	0,7	(+) Mitie
Transports	7,3	-23,0	1,4	1,1	0,3	(+) Ryanair
Automobile et pièces détachées	5,1	-23,4	2,7	2,6	0,2	(+) VW
Biens de consommation et habillement	9,8	-12,8	1,5	1,4	0,1	(+) Burberry
Hôtels, restaurants et loisirs	11,7	-13,7	1,2	0,9	0,2	(+) Whitbread
Médias	9,2	-7,7	3,1	2,0	1,1	(+) Publicis
Commerce de gros et de détail	7,3	2,4	1,9	1,6	0,3	(+) Inditex
Distribution alimentaire et pharmaceutique	9,6	-10,1	1,7	2,3	-0,6	(+) Dia
Agroalimentaire, boissons et tabac	13,9	13,3	6,8	9,0	-2,2	(+) SABMiller; (-) Unilever
Articles ménagers et hygiène personnelle	6,6	-4,8	0,8	1,5	-0,7	(+) L'Oréal
Santé : équipement et services	6,3	9,2	1,4	1,1	0,3	(+) Fresenius Medical
Pharmacie et biotechnologies	14,9	13,3	7,8	7,7	0,1	(+) Novo Nordisk; (-) Sanofi-Aventis
Banques	-0,5	-31,9	10,5	10,4	0,2	(+) Barclays
Services financiers divers	4,0	-25,6	2,8	2,2	0,6	(+) ING, Deutsche Bank
Assurances	5,8	-11,2	5,1	4,3	0,8	(+) Aviva
Immobilier	2,2	-12,6	0,4	1,0	-0,6	(+) Immofinanz
Logiciels et services informatiques	6,9	5,5	3,1	1,5	1,6	(+) SAP
Matériel et équipement	-3,8	-30,6	1,4	1,1	0,3	(-) Ericsson, Nokia
Semi-conducteurs	11,6	-0,7	1,4	0,8	0,6	(+) ASMI
Services de télécommunication	4,6	-2,9	6,6	8,1	-1,5	(+) Vodafone; (-) Dt Telekom
Services aux collectivités	-0,9	-14,3	3,9	5,8	-1,8	(-) RWE
Ensemble du marché	9,3	-10,8	100,0	100,0		

Performance et stratégie Amérique du Nord

Secteur	4 ^e trim, en % ¹	YTD en % ¹	Pondération de Swisscanto en %	Pondération de l'indice en % ¹	Différence en %	Actions sélectionnées ²
Energie	20,8	0,5	12,9	13,5	-0,5	(+) Hess, Apache, Devon, Marathon Petroleum, Marathon Oil
Matières premières et fournitures	11,5	-14,4	5,1	5,1	0,0	(+) Agrium, Barrick Gold, Yamana Gold, Potash
Biens d'équipement	20,2	-1,3	7,0	7,4	-0,4	(+) Boeing, Tyco, Navistar, 3M, Xylem
Services	11,1	-4,1	0,6	0,6	0,0	(+) Republic Services, Equifax
Transports	23,1	4,7	2,3	2,0	0,2	(+) United Parcel Service, Canadian Pacific Railway
Automobile et pièces détachées	13,6	-28,2	1,0	0,8	0,2	(+) TRW Automotive Holdings, Johnson Controls
Biens de consommation et habillement	16,0	6,4	1,0	1,0	0,1	(+) Newell Rubbermaid, Lululemon Athletica, Coach
Hôtels, restaurants et loisirs	18,7	14,7	2,3	2,1	0,2	(+) Las Vegas Sands, YUM Brands, McDonald's, Starbucks, Devry
Médias	17,8	6,9	2,8	3,1	-0,3	(+) DirectTV, Comcast, CBS, Walt Disney
Commerce de gros et de détail	10,4	5,7	3,5	3,6	-0,1	(+) Amazon, Macy, Nordstrom, Home Depot, Advance Autoparts
Distribution alimentaire et pharmaceutique	15,5	10,3	2,2	2,4	-0,2	(+) Kroger, Walgreen, CVS
Agroalimentaire, boissons et tabac	12,8	16,4	6,1	6,0	0,1	(+) Mead Johnson, Green Mountain Coffee, Pepsi, Corn Product
Articles ménagers et hygiène personnelle	9,4	9,9	2,3	2,4	-0,1	(+) Church & Dwight, Procter & Gamble
Santé : équipement et services	10,5	7,8	4,2	3,6	0,6	(+) Aetna, Cigna, Allscripts, Covidien, McKesson, Baxter
Pharmacie et biotechnologies	14,2	16,1	7,5	7,4	0,1	(+) Exact Sciences, Biogen Idec, Celgene, Vertex
Banques	13,6	-6,5	4,9	4,3	0,6	(+) Huntington, PNC, Canadian Imperial Bank, Toronto-Dominion
Services financiers divers	9,1	-28,8	5,3	4,7	0,5	(+) CME Group, ICE, Discover Financial Services, Schwab
Assurances	13,2	-9,9	3,1	3,4	-0,4	(+) Aon Corp, Progressive, XL Group, Reinsurance Group
Immobilier	17,2	9,1	2,0	2,2	-0,2	(+) Camden Property Trust, UDR, LaSalle Hotel, Brookfield, CBRE
Logiciels et services informatiques	10,7	5,7	9,4	8,9	0,5	(+) Google, Cognizant, Teradata, VISA, Fiserv, Oracle, Symantec
Matériel et équipement	12,6	-1,5	6,6	6,6	0,0	(+) Qualcom, Harris, Netapp, Apple, EMC
Semi-conducteurs	13,0	-0,9	2,4	2,2	0,2	(+) Cavium, Micron Technologies, Broadcom, Texas Instruments
Services de télécommunication	11,4	6,5	2,8	3,2	-0,4	(+) American Tower, NII Holdings, Crown Castle Intl
Services aux collectivités	11,2	19,8	2,7	3,5	0,2	(+) PG&E, UGI Corp, Calpine, Nexterra Energy
Ensemble du marché	14,3	0,9	100,0	100,0		

¹ MSCI Europe sans la Suisse resp, MSCI Amérique du Nord, performance en CHF, ² surpondération (+), sous-pondération (-)
La mention des divers titres ne constitue pas une recommandation d'achat ou de vente pour ces valeurs,

Marché des actions Japon / Asie sans le Japon

Les investisseurs sont résignés. Les évaluations attrayantes ouvrent de nouvelles perspectives de placement.

La reconstruction après Fukushima génère des vents favorables

L'année de placement 2011 a été décevante pour les marchés asiatiques. Le marché japonais des actions n'a pu se soustraire à un environnement déprimant et est désormais largement sous-évalué. Les mesures de politique fiscale prises au lendemain de la catastrophe naturelle de mars 2011 auront des effets positifs sur la demande intérieure. Les bénéfices des entreprises, qui ont subi une forte pression à la suite du séisme, devraient connaître une évolution supérieure à la moyenne mondiale en 2012.

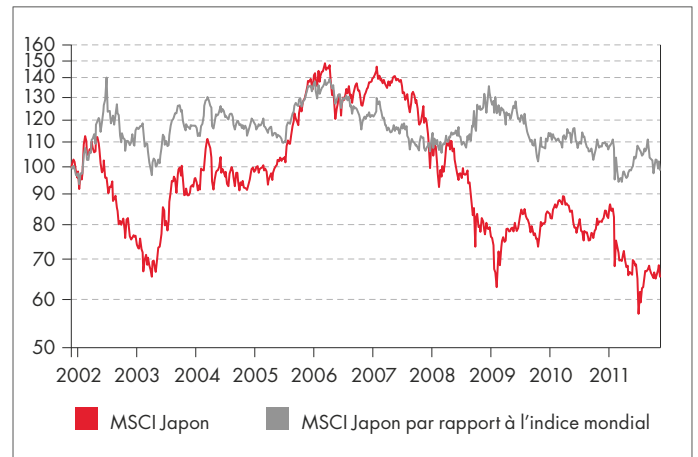
Les conditions sont favorables pour un rétablissement du marché japonais des actions. Des évaluations attrayantes associées à d'agréables surprises en termes de bénéfices et des prévisions modestes de la part des investisseurs devraient entraîner une augmentation des cours en 2012. Dans ce contexte, nous privilégions les entreprises axées sur le marché intérieur dans le domaine des biens d'investissement, de l'immobilier et du commerce de détail.

Asie sans le Japon: la Chine fait pencher la balance

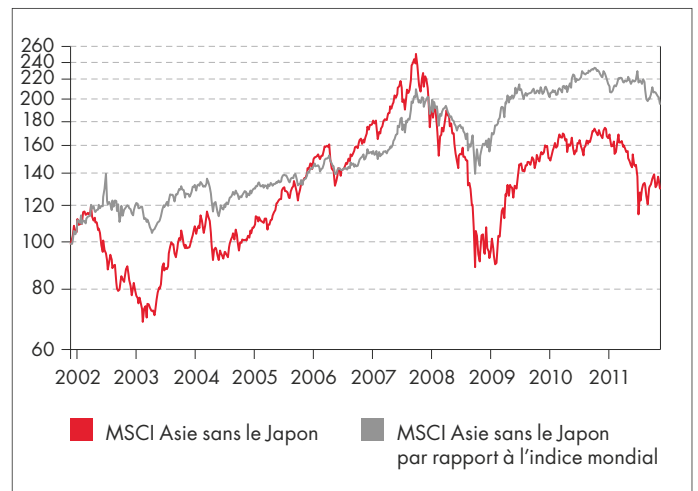
Après la forte surperformance des marchés défensifs de l'ASEAN, l'attention des investisseurs devrait se concentrer en 2012 sur les bourses de Chine, de Hong Kong et de Corée du Sud. Des évaluations favorables ainsi qu'un assouplissement sélectif de la politique monétaire restrictive en Chine, associés à de nouvelles mesures de soutien des PME, devraient entraîner un repositionnement des investisseurs.

Les domaines plus défensifs tels que les denrées alimentaires ou les services aux collectivités sont actuellement clairement surévalués. Nous nous attendons à ce que l'aversion au risque diminue et que les investisseurs se tournent à nouveau davantage vers les secteurs cycliques et sensibles aux taux soumis récemment à forte pression. Nous privilégions les entreprises de grande capitalisation des secteurs des finances et de l'énergie, tout en restant prudents par rapport aux sociétés immobilières chinoises toujours en proie à des vents contraires réglementaires. (Thomas Zbinden)

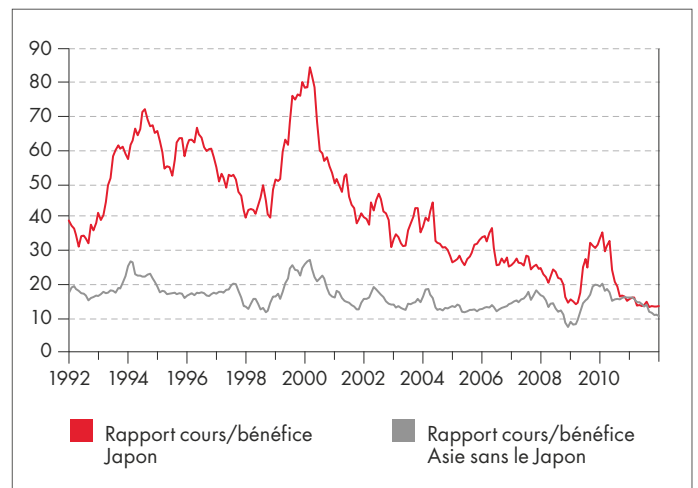
Actions japonaises indexées (en CHF)



Actions Asie sans le Japon indexées (en CHF)



Evaluation historique Japon et Asie sans le Japon



Performance et stratégie Japon

Secteur	4 ^e trim. en % ¹	YTD en % ¹	Pondération de Swisscanto en %	Pondération de l'indice en % ¹	Diffé- rence en %	Actions sélectionnées ²
Energie	6,6	-1,5	2,2	1,8	0,4	(+) Inpex, JX Holding
Matières premières et fournitures	-3,3	-17,1	7,0	7,2	-0,2	(+) Nissan Chem, Kuraray
Biens d'équipement	3,7	-11,0	16,0	15,0	1,1	(+) Mitsui
Services	-1,5	-13,1	0,8	0,9	-0,1	
Transports	2,4	-3,8	4,1	4,9	-0,8	(+) Central JR, West JR
Automobile et pièces détachées	-0,5	-14,0	11,2	11,8	-0,6	(+) Nissan; (-) Honda
Biens de consommation et habillement	-5,0	-26,9	3,2	4,0	-0,8	(+) Sankyo; (-) Panasonic
Hôtels, restaurants et loisirs	5,5	12,2	1,0	0,5	0,5	(+) Benesse
Médias	-0,6	2,0	0,7	0,5	0,2	
Commerce de gros et de détail	0,8	7,8	1,5	2,1	-0,6	
Distribution alimentaire et pharmaceutique	4,1	10,2	2,5	1,7	0,8	
Agroalimentaire, boissons et tabac	0,3	10,8	2,6	3,3	-0,7	
Articles ménagers et hygiène personnelle	1,0	3,4	1,5	1,3	0,2	
Santé : équipement et services	-17,9	-20,9	0,9	1,0	-0,2	(+) Sysmex
Pharmacie et biotechnologies	0,1	1,6	6,0	5,5	0,6	(+) Rohto; (-) Astellas
Banques	-2,7	-15,4	8,3	9,4	-1,1	(+) Fukuoka
Services financiers divers	-6,5	-34,2	1,9	1,7	0,2	(+) Orix
Assurances	-7,5	-26,9	2,6	2,5	0,0	(+) Sony Financial
Immobilier	-7,1	-17,1	3,6	3,5	0,1	(+) Daito Trust, Mitsui Fudosan
Logiciels et services informatiques	-2,0	-29,0	1,7	2,0	-0,3	
Matériel et équipement	2,2	-19,2	10,4	10,0	0,4	(+) Kyocera
Semi-conducteurs	-0,8	-32,2	0,9	0,8	0,1	
Services de télécommunication	3,1	4,3	5,2	4,8	0,4	(+) KDDI
Services aux collectivités	-4,3	-38,3	3,4	3,9	-0,5	(+) Osaka Gas
Ensemble du marché	-0,5	-14,0	99,1	100,0		

Performance et stratégie Asie sans le Japon

Secteur	4 ^e trim. en % ¹	YTD en % ¹	Pondération de Swisscanto en %	Pondération de l'indice en % ¹	Diffé- rence en %	Actions sélectionnées ²
Energie	9,6	-12,3	6,7	7,4	-0,7	(+) Sinopec, Petrochina; (-) CNOOC
Matières premières et fournitures	7,6	-19,0	8,6	7,7	0,9	(+) LG Chem, Indocement
Biens d'équipement	11,1	-23,9	10,0	7,9	2,1	(+) Daelim, Fraser & Neave; (-) Keppel
Services	13,5	4,4	0,0	0,0	0,0	
Transports	7,5	-28,3	1,6	2,2	-0,5	(+) Guangshen Railway
Automobile et pièces détachées	5,1	13,4	5,2	5,0	0,2	(+) Hyundai Mobis; (-) Astra
Biens de consommation et habillement	9,3	-28,1	3,2	1,0	2,3	(+) Woongjin Chemical
Hôtels, restaurants et loisirs	10,9	-7,2	1,9	1,9	0,0	(+) QSR Brands
Médias	7,1	3,3	0,0	0,3	-0,3	
Commerce de gros et de détail	4,5	-24,0	2,6	2,1	0,5	(+) Esprit; (-) Li & Fung
Distribution alimentaire et pharmaceutique	2,5	-0,7	0,6	1,1	-0,5	
Agroalimentaire, boissons et tabac	11,2	0,5	0,4	3,7	-3,3	(-) KT & G, Wilmar, Want Want
Articles ménagers et hygiène personnelle	7,7	10,4	0,7	0,8	-0,1	
Santé : équipement et services	-11,8	-33,5	0,0	0,2	-0,2	
Pharmacie et biotechnologies	-0,4	-10,2	1,7	0,3	1,4	(+) China Shineway
Banques	10,6	-16,0	15,4	17,0	-1,6	(+) China Merchants Bank, Krung Thai Bank; (-) Bank of China, HSB
Services financiers divers	7,5	-28,0	1,2	2,4	-1,2	
Assurances	8,2	-23,2	4,1	4,2	-0,1	(+) AIA; (-) China Life
Immobilier	9,9	-24,1	5,0	6,8	-1,8	(+) Agile
Logiciels et services informatiques	-2,3	-4,2	2,4	1,6	0,8	(+) Tencent
Matériel et équipement	4,0	-32,4	7,2	5,3	1,9	(+) Hon Hai, Lite-On, Quanta
Semi-conducteurs	18,6	-1,2	9,3	10,3	-1,0	(+) Samsung Electronics; (-) Hynix
Services de télécommunication	4,6	8,9	8,7	7,4	1,3	(+) Singtel, China Mobile; (-) China Unicom
Services aux collectivités	9,2	4,1	1,5	3,8	-2,3	
Ensemble du marché	9,1	-14,0	98,0	100,0		

¹ MSCI Japon resp. MSCI Asie sans le Japon, performance en CHF. ² surpondération (+), sous-pondération (-)
La mention des divers titres ne constitue pas une recommandation d'achat ou de vente pour ces valeurs.

Marchés émergents

Les conditions sont données pour que 2012 soit une bonne année pour les actions. Mais les marchés seront exposés à un certain nombre de craintes.

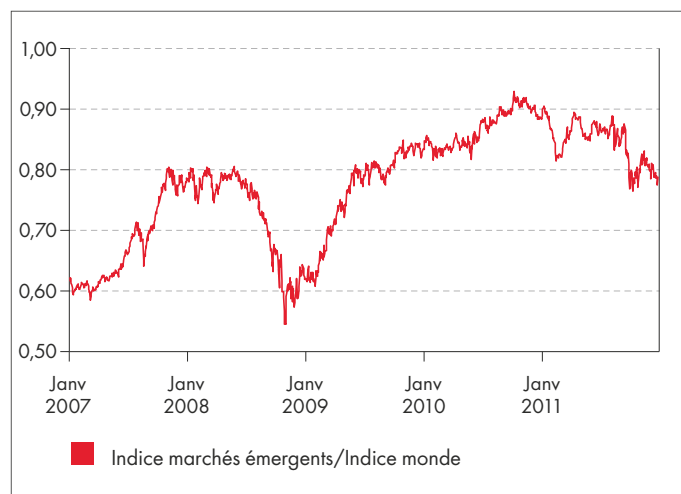
Il n'y a pas si longtemps, les courbes de rendement inversées de l'Inde et du Brésil nous inquiétaient, car elles indiquaient un ralentissement massif de la croissance économique. Nous n'avons donc pas été surpris par l'annonce pour le 3^e trimestre 2011 d'une croissance nulle pour le Brésil et de 6,9% pour l'Inde, le résultat le plus faible qu'ait enregistré le pays depuis le 3^e trimestre 2009. En Chine, où nous ne prévoyions pas un atterrissage brutal de l'économie, la croissance réelle a été supérieure à 5%. Les doléances du commerce de détail à propos de la consommation amorphe et la baisse des prix de l'immobilier sont une conséquence intentionnelle des mesures visant à éviter une surchauffe conjoncturelle.

Pour l'évolution du marché des actions, il est essentiel que les banques centrales du Brésil jusqu'en Chine freinent l'inflation et se préservent des possibilités de baisse des taux susceptibles de stimuler l'économie. En termes nominaux, les taux d'intérêt des marchés émergents restent durablement bas et même négatifs en Asie. Aucune pression à la hausse ne viendra des Etats-Unis.

D'après l'indice MSCI Marchés émergents, Morgan Stanley prévoit une croissance des bénéfices d'environ 10%. En Amérique latine, les titres brésiliens bancaires et de compagnies d'assurances (Banco Santander, ITAU, Sul Americana), très sensibles aux variations des taux d'intérêt, devraient attirer à nouveau les acquéreurs. L'évaluation du Mexique est relativement élevée. En Europe centrale, le marché des actions polonais nous plaît particulièrement. En Turquie, les taux d'intérêt devraient prochainement atteindre un plafond, ce qui rendrait les valeurs financières intéressantes. Dans l'espace asiatique, nous voyons peu de potentiel en Indonésie. L'Inde reste sous-pondérée. Nous sommes toujours optimistes en ce qui concerne la Corée, tout en suivant attentivement l'évolution chinoise qui influence également la Grande Chine. Dans la composition du portefeuille, nous prenons des risques légèrement supérieurs à la moyenne du marché et renforçons, au vu de l'écart d'évaluation considérable, la pondération des valeurs de substance au détriment des actions de croissance devenues trop chères.

Les craintes des investisseurs et la méfiance vis-à-vis des marchés émergents ont rarement été aussi fortes. Si une solution crédible à la crise de l'endettement se dessine dans les pays industrialisés, il est fort probable que l'optimisme retrouvé tire à nouveau les marchés émergents vers le haut. *(Yves Kuhn)*

Evolution relative d'indices entre les marchés émergents et le monde



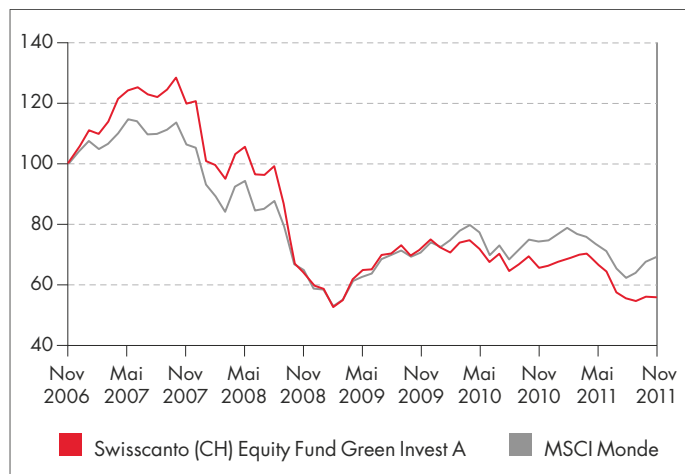
Evolution relative d'indices entre la Chine et les marchés émergents



Placements durables

Maigre bilan au sommet climatique de Durban : dix ans de perdus en termes de protection climatique. Le réchauffement climatique ne pourra pas être limité à 2° C.

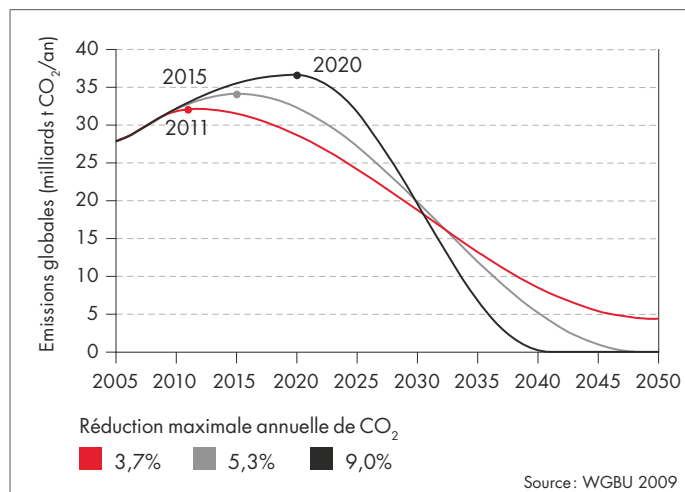
Graphique 1: Swisscanto (CH) Equity Fund Green Invest A vs Marché mondial des actions MSCI indexé (en CHF)¹



Principaux écarts entre le portefeuille et l'indice de référence

	Pondération Swisscanto en %	Pondération indice en %	Ecart en %
Energie	0,0	11,8	-11,8
Matières premières, auxiliaires et d'exploitation	10,7	7,5	3,1
Biens d'investissement	13,7	8,1	5,6
Services industriels	2,7	0,8	1,9
Transports	6,5	2,1	4,5
Automobile & composants	0,9	2,2	-1,3
Articles ménagers et produits de soins corporels	8,8	1,8	7,1
Banques	1,0	7,2	-6,2
Divers services financiers	1,4	4,0	-2,6
Immobilier	0,0	2,5	-2,5
Appareils et produits semi-conducteurs	5,7	1,6	4,0

Graphique 2: Réduction annuelle de CO₂ nécessaire pour atteindre l'objectif 2° C en 2050, à partir de différentes années



D'abord la bonne nouvelle : pour la première fois dans l'histoire de l'humanité, tous les pays du monde doivent s'unir pour trouver un accord mondial sur le climat. La mauvaise nouvelle est par contre plus lourde de conséquences : l'accord sur le climat ne prendra effet qu'en 2020. Dix années de protection climatique sont ainsi perdues, ce qui rendra impossible de limiter le réchauffement à 2° C par rapport aux températures de l'ère préindustrielle.

Les modèles de calcul² montrent que les réductions annuelles des émissions mondiales de CO₂ devront être d'autant plus drastiques qu'elles interviendront tard. Pour atteindre l'« objectif des 2° C », il faudrait décider lors du prochain sommet climatique qu'à partir de 2020, les émissions annuelles de CO₂ (graphique 2, courbe noire) doivent baisser de jusqu'à 9% et qu'aucun CO₂ ne soit plus émis dès 2040. Un scénario malheureusement irréaliste.

Impact du sommet climatique des Nations Unies sur les décisions d'investissement

Etant donné que la communauté internationale ne suit pas d'objectifs contraignants de réduction de CO₂, la modification du système énergétique en un approvisionnement en énergie pauvre en carbone sera différée. Par conséquent, les technologies d'efficacité énergétique et les énergies renouvelables ne seront plus autant encouragées qu'il ne le faudrait en vertu du réchauffement climatique. C'est pourquoi nous nous concentrons dans le domaine de l'efficacité énergétique et des énergies renouvelables sur les entreprises aujourd'hui déjà concurrentielles ou proches de la compétitivité. Les technologies telles que les centrales thermiques solaires sont évitées pour des raisons de coûts.

En outre, le thème des stratégies d'adaptation revient en point de mire. Nous nous concentrons sur les entreprises qui contribuent à ce que l'humanité puisse s'adapter au réchauffement climatique. Dans ce sens, le secteur agricole représente un thème d'investissement prometteur. Les entreprises intéressantes dans ce domaine sont celles qui sont susceptibles d'augmenter durablement le rendement par parcelle agricole, que ce soit par des engrais améliorés ou des méthodes d'irrigation efficaces. (Nathalie Meier / Gerhard Wagner)

¹ La performance passée n'est pas un indicateur de l'évolution de la valeur future et ne constitue aucune garantie de succès. Les indications de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus lors de l'émission et du rachat des parts.

² Source: WGBU 2009, « Solving the climate dilemma: The budget approach »

Thème du développement durable

Le développement durable équivaut à ne pas se rendre dépendant sans opposer d'alternative.

Selon Wikipédia, le concept de « développement durable » désigne un développement qui répond aux besoins des générations du présent sans compromettre la capacité des générations futures à répondre aux leurs.

Les catastrophes écologiques telles que l'accident nucléaire de Fukushima ou le réchauffement climatique qui menace la planète illustrent le peu de durabilité écologique de nos activités. Et les aspects économique et financier du concept de développement durable ne s'inscrivent pas non plus dans la durabilité. La prédominance du court-terme y est particulièrement évidente. Il suffit de considérer la montagne croissante des dettes étatiques que les générations futures devront éponger.

Il est frappant de constater que l'humanité ne dispose apparemment d'aucune solution alternative pour affronter les grands défis globaux tels que la crise de la dette ou celle de l'énergie.

Selon certains experts, il semble que nous n'ayons pas d'alternative à court terme en matière de nucléaire, car les énergies renouvelables ne sont pas encore prêtes à être commercialisées. Il n'y a pas non plus d'alternative aux sources énergies fossiles bon marché, puisque sans elles, la croissance économique ne pourrait être maintenue. Quant aux milliards injectés dans des plans de sauvetage, l'Europe n'a pas non plus d'autre solution, sous peine de voir s'effondrer la zone euro.

De plus, il semble que les défis mondiaux pour lesquels il n'existe pas de solution à court terme sont aussi ceux pour lesquels les risques sur le long terme sont particulièrement élevés. Le problème paraît insoluble. Ne pouvons-nous vraiment rien changer à court terme, pour nous laisser fatalement entraîner dans des catastrophes à long terme ?

Dans ce sens, le développement durable implique la recherche constante d'alternatives visant à corriger au plus vite les dysfonctionnements de notre système.

L'énergie nucléaire en est un exemple typique : il est significatif de voir que la France désigne encore l'énergie nucléaire comme une ressource sans alternative, alors que l'Allemagne a déjà décidé de renoncer à cette technologie d'ici 2022. La raison en est simple : avec les énergies renouvelables et le couplage force-chaleur, l'Allemagne a su mettre au point ces dernières années des technologies alternatives à l'énergie nucléaire, ce que la France n'a pas fait.

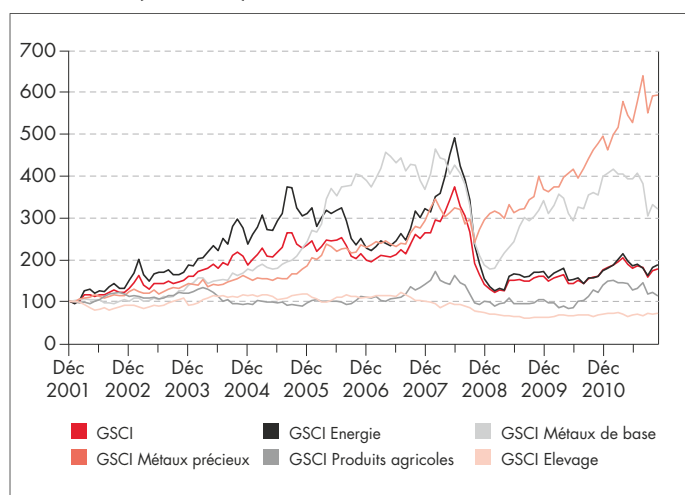
Le développement durable équivaut à ne pas se rendre dépendant sans opposer d'alternative, que ce soit en matière d'énergie nucléaire, de sources d'énergie fossiles ou de faibles taux d'intérêt sur les marchés des capitaux.
(Gerhard Wagner)

Matières premières

Des impondérables économiques et géopolitiques influencent les marchés.

Au vu des fortes incertitudes qui planent actuellement sur les marchés, l'environnement est aussi difficile pour les matières premières. La crise de la dette dans la zone euro,

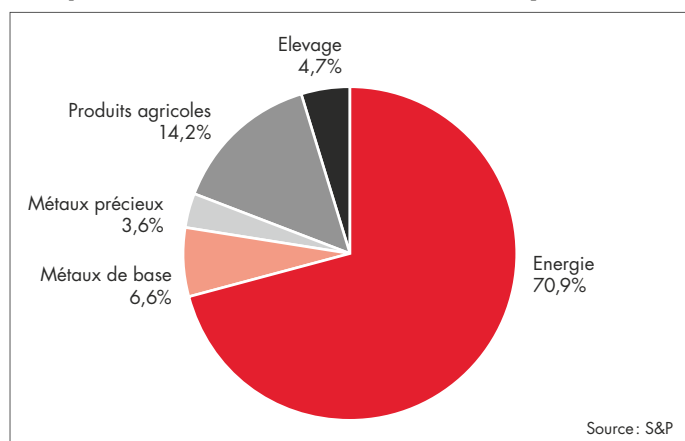
Evolution des marchés de matières premières indexés (en USD)



les inquiétudes liées à l'évolution économique en Chine et la menace de récession en Europe sont les facteurs fondamentaux. Par ailleurs, la situation géopolitique reste tendue et une escalade des désaccords qui opposent l'Iran aux Etats-Unis et à la Grande-Bretagne ne peut être entièrement exclue. L'Angleterre, tout comme la France, soutient vivement au sein de l'UE l'idée d'un embargo sur le pétrole iranien. Ce dernier ne devrait certes pas entraîner de problèmes d'approvisionnement en Europe, mais provoquer tout de même une hausse des prix. La décote impressionnante du pétrole brut WTI par rapport au Brent a commencé à se normaliser à nouveau ces dernières semaines. Ce phénomène s'explique par une diminution des stocks aux Etats-Unis ainsi que l'annonce que les problèmes d'infrastructure du grand hub pétrolier américain de Cushing seront résolus jusqu'au 2^e trimestre 2012. Au total, les prix du pétrole devraient rester solidement soutenus par la situation géopolitique et la demande toujours forte de la part des marchés émergents.

Après une légère correction, l'or reste recherché en tant que valeur sûre et profite des faibles taux d'intérêt réels. Par ailleurs, plusieurs banques centrales augmentent actuellement leurs stocks d'or.

Composition de l'indice GSCI Commodity S&P



Dans l'ensemble, l'évolution des prix des matières premières restera empreinte de volatilité. La crise de la dette de la zone euro représente de loin la plus grande menace ; si aucune solution favorable aux marchés n'était trouvée, les impacts sur la croissance mondiale et donc sur la demande de matières premières pourraient être considérables. D'un point de vue tactique, la prudence est certainement de mise dans le contexte actuel. Mais si une récession globale peut être évitée, comme on peut le supposer à l'heure actuelle, le moment d'entrée pourrait être propice pour les investisseurs orientés sur le long terme. (Reto Niggli)

Composition détaillée de l'indice de matières premières GSCI S&P

Energie	70,9%	Métaux de base	6,6%	Métaux précieux	3,6%	Produits agricoles	14,2%	Elevage	4,7%
Pétrole brut	35,0%	Aluminium	2,0%	Or	3,1%	Blé Chicago	2,8%	Bovins vivants	2,7%
Pétrole brut Brent	16,6%	Cuivre	3,1%	Argent	0,5%	Blé Kansas	0,7%	Bovins de bouch.	0,5%
Essence sans plomb	4,7%	Plomb	0,4%			Maïs	4,3%	Porc maigre	1,5%
Mazout	5,3%	Nickel	0,6%			Soja	2,2%		
Diesel	7,1%	Zinc	0,5%			Coton	1,1%		
Gaz naturel	2,3%					Sucre	2,0%		
						Café	0,9%		
						Cacao	0,2%		

Source : S&P

Hedge funds

Maintien du capital et attente prolongée de risques qui en valent la peine.

Au vu des décalages attrayants du marché (délocalisations), nombre de gérants de hedge funds ont entamé l'année écoulée avec un certain optimisme. Toutefois, les bonds erratiques des cours au rythme des craintes et des espoirs, ainsi qu'une hausse de la corrélation au sein et entre les classes d'actifs, ont entravé la mise en œuvre judicieuse de nombreuses stratégies de placement. Les gestionnaires ayant souvent investi eux-mêmes une grande partie de leurs avoirs dans leurs propres fonds, il est tout à fait compréhensible que le maintien du capital était et reste encore prioritaire en vertu des conditions du marché. C'est justement cette volonté de limiter les pertes qui rend intéressant un portefeuille de hedge funds bien diversifié en tant que placement à long terme.

Emettre des prévisions pour 2012 semble à tous les niveaux une entreprise pour le moins difficile. Mais la grande variété des stratégies disponibles en matière de hedge funds permet tout de même de composer un portefeuille potentiellement rentable en dépit de la prudence et de l'insécurité ambiantes.

Top-down, classes d'actifs, régions

Pour ce qui est des classes d'actifs, nous considérons les devises et la volatilité, moyennant une attitude prudente, comme largement plus attrayantes que les actions et le crédit, alors que nous restons neutres en matière de taux d'intérêt et de matières premières. En 2012, l'un des thèmes principaux sera une nouvelle fois la liquidité, un problème aggravé encore par la crise bancaire et l'interdiction de commerce pour leur propre compte frappant les établissements bancaires aux Etats-

Unis. A l'échelle mondiale, on constate d'une part des taux d'intérêt à des planchers record, des bilans d'entreprises sains et une baisse relative du prix des matières premières, et d'autre part, une croissance au ralenti assortie à une crise de la zone euro et un déficit fiscal et public élevé dans les pays développés ; les deux forces s'équilibrent pour l'instant, mais le risque d'explosion est important, aussi bien vers le haut que vers le bas. Dans ces conditions, nous estimons nécessaire de sous-ponder l'Europe durant un certain temps. Quant aux Etats-Unis, nous restons pour l'heure prudents en cette année électorale, malgré les données économiques encourageantes. Même si la performance des marchés asiatiques a déçu en 2011, nous pensons qu'une surpondération reste indiquée, avant tout parce que l'Asie est condamnée à la croissance.

Long/Short Equities

Nous partons du principe que le contexte actuel restera difficile pour la sélection fondamentale des actions et pour mettre en place des stratégies d'exposition nette statiquement plus élevée. Les approches diversifiées et neutres en termes de marché, qui ont déjà fait leurs preuves par le passé, devraient encore permettre de bonnes performances en 2012. Parmi les fonds sectoriels, nous privilégions la santé et la technologie, deux secteurs où la dispersion en termes de risques spécifiques aux titres est plus grande et où la recherche fondamentale est récompensée. En revanche, la volatilité plus forte et les risques de liquidité ne sont pas rémunérés chez les petites capitalisations, raison pour laquelle nous leur préférons les grandes capitalisations.

Tableau 1 : Estimation des facteurs de distinction 2012

Classe d'actifs	Actions	Crédit	Taux d'intérêt	Monnaies
Directionn. du marché	Position longue	Flexible	Neutre	Position courte
Géographie	Monde	USA	Europe	Asie
Market Cap	Large cap	Mid cap	Small cap	
Style	Value	Growth	Variable	
Sector	Santé	Technologie	Finances	Energie
Micro vs Macro	Security picker	Macro-thématique	Trade flow	Opportunistic
Horizon de placement	A long terme (investir)	A moyen terme	A court terme (négociier)	A très court t. (high freq. trading)
Systematic vs Discretionary	Systématique	Systématique avec overlay	Discrétionnaire	
Concentration	Très diversifiée	Diversifiée	Core satellite	Ciblée
Effet de levier	Ligne de crédit	Marge	Option	
Risque moyen	Marge VaR	Grande marge d'exposition	Exposition nette constante	Flexible
Tail Risk	Risque de liquidités	Risque du marché	Evénements assurés	Mark to market

■ privilégié ■ évité

Global Macro

Si, dans le courant de l'année, une tendance nette devait se dessiner à la hausse ou à la baisse, les *trend followers* auront à nouveau la possibilité de dégager des bénéfices conséquents. Mais en l'absence de tendances claires ou en présence de brusques changements de direction inattendus, en réponse par exemple à des événements politiques, un *overlay* discrétionnaire pourrait s'avérer payant. Jusqu'à mi-2012, les gérants thématiques Macro auront la vie dure, en raison de la volatilité fluctuante, car ils risquent d'être freinés à plusieurs reprises par leur gestion active des risques avant que leurs prévisions ne se réalisent.

Event Driven

Les investisseurs qui misent sur ces stratégies doivent probablement patienter encore un peu jusqu'à voir leurs opportu-

nités se concrétiser. C'est le cas en particulier pour les Distressed Securities, tandis que les Merger Arbitrage seront le plus à même de profiter des écarts de négoce relativement attrayants.

Relative Value

Un bon nombre de ces stratégies font bonne figure. Nous évitons toutefois les marchés pour lesquels les liquidités sont susceptibles de tarir à nouveau brusquement, de même que les stratégies impliquant un effet de levier plus important.

Notre procédé favori pour profiter des délocalisations actuelles sur les marchés consiste à augmenter les quotas d'investissement attribués à l'arbitrage de volatilité, à l'arbitrage statistique et à la gestion des crédits orientés vers le négoce. (Bruno Wicki)

Hedge Fund Research Indices *

Rendements en %	juillet 11	août 11	septembre 11	octobre 11	novembre 11	YTD	3 ans	5 ans	10 ans
Equity Hedged									
EH Equity Hedged	-0,33%	-4,89%	-5,98%	4,91%	-1,66%	-7,15%	8,59%	0,97%	4,90%
EH Emerging Markets	0,31%	-5,31%	-7,73%	4,65%	-2,85%	-11,07%	11,44%	2,40%	11,38%
EH Short Bias	1,94%	3,88%	4,33%	-4,79%	0,89%	-0,02%	-15,20%	-3,52%	-1,96%
EH Equity Market Neutral	-0,26%	-2,42%	-2,72%	1,73%	-0,18%	-2,47%	-0,28%	0,32%	2,21%
EH Quantitative Directional	-1,40%	-5,35%	-4,69%	3,56%	-0,15%	-6,14%	5,58%	0,52%	6,66%
Global Macro									
GM Macro	1,66%	-0,42%	-1,21%	-0,88%	-0,54%	-3,65%	3,18%	5,08%	7,31%
GM Systematic Diversified	3,26%	0,72%	-0,11%	-3,56%	-0,62%	-3,78%	1,88%	6,71%	8,17%
Event Driven									
ED Event Driven	-0,19%	-3,71%	-3,95%	3,00%	-0,50%	-2,45%	10,36%	2,94%	7,02%
ED Merger Arbitrage	-0,39%	-1,11%	-0,65%	1,26%	0,26%	1,52%	6,24%	4,03%	5,00%
ED Distressed/Restructuring	0,11%	-3,57%	-4,51%	2,31%	-0,15%	-2,06%	10,61%	2,34%	8,44%
Relative Value Arbitrage									
RV Relative Value	-0,00%	-2,03%	-1,47%	1,14%	-0,21%	0,38%	11,97%	5,01%	6,28%
RV Convertible Bond Arbitrage	-0,63%	-3,39%	-1,99%	1,81%	-1,09%	-4,88%	20,41%	4,06%	4,87%
RV Multi Strategy	-0,09%	-1,37%	-1,26%	0,28%	-0,10%	-0,90%	11,70%	2,73%	5,43%
Broad Indices									
Composite Index	0,23%	-3,18%	-3,83%	2,64%	-1,01%	-4,45%	8,17%	2,69%	6,14%
Fund of Funds Diversified	0,34%	-2,42%	-2,27%	0,76%	-0,44%	-4,11%	3,48%	-0,07%	3,53%
Fund of Funds Composite	0,39%	-2,63%	-2,79%	1,04%	-0,64%	-4,90%	3,35%	-0,23%	3,45%

* HFRI

Indications concernant HFRI :

Les indices HFR sont mis à jour trois fois par mois. Flash update (le 5^e jour ouvrable du mois), Mid update (le 15 du mois) et End update (le 1^{er} jour ouvrable du mois suivant). Le mois le plus récent et les 3 mois précédents sont des valeurs estimées sous réserve de modifications. Toutes les données de performance antérieures ne subiront plus aucune modification. HFRI comprend aussi bien des fonds onshore que des fonds offshore.

Informations complémentaires sur www.hedgefundresearch.com

Marché immobilier Suisse

Les placements immobiliers jouissent d'une popularité intacte.

Les levées de capitaux ont été bien absorbées.

Avec une performance de près de 6% à début décembre, les fonds immobiliers suisses cotés font partie des catégories de placement les plus rentables de l'année 2011. Au 4^e trimestre, cette performance a toutefois marqué le pas. En conséquence, les agios ont baissé légèrement. En effet, des capitaux frais que le marché a très bien absorbés ont afflué en fin d'année sous la forme de nouveauxancements et d'augmentations de capital. Afin de les financer, de nombreux investisseurs ont réduit leurs positions dans des fonds immobiliers à agios élevés.

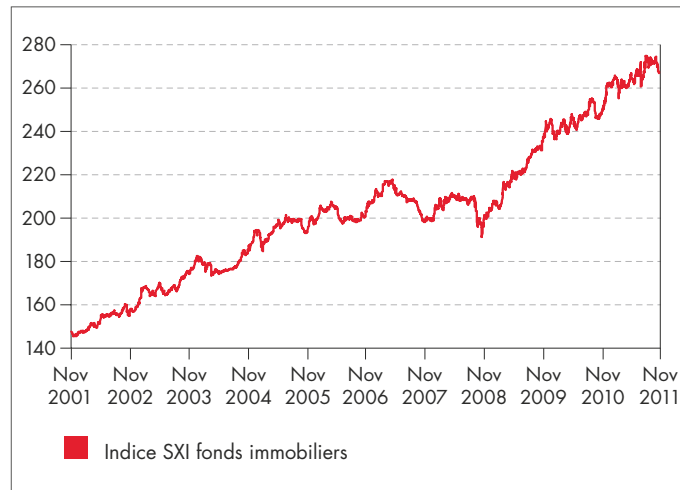
La discipline de placement est essentielle dans le contexte actuel

Dans le segment de l'immobilier d'habitation, on constate encore un excédent de demande des investisseurs pour les immeubles de rendement, ce qui signifie des prix durablement élevés et des rendements initiaux nets faibles. Même si ces objets restent encore attractifs par rapport à d'autres placements, leur performance n'est plus en accord avec les objectifs de rendement à long terme de la plupart des investisseurs professionnels. Une bonne discipline de placement est par conséquent particulièrement importante dans le contexte actuel. Dans le domaine de l'immobilier résidentiel, il paraît très difficile d'obtenir une croissance rentable en dehors de projets de construction.

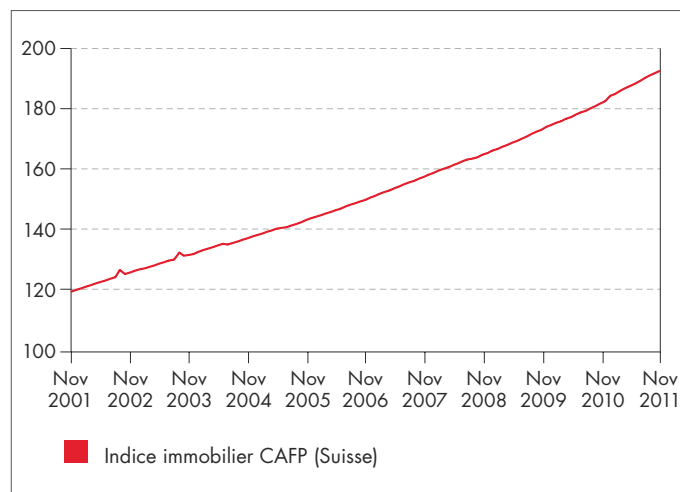
Le marché de l'immobilier commercial est moins disputé

Contrairement au segment résidentiel, l'immobilier commercial offre des possibilités d'investir dans des objets intéressants. Il s'agit souvent de transactions portant sur d'importants volumes d'investissement qui n'entrent en ligne de compte que pour un nombre limité d'acquéreurs. D'une part, les immeubles commerciaux offrent une protection contre l'inflation pour la durée des contrats de location puisque ceux-ci sont indexés sur l'inflation; d'autre part, les négociations lors de nouvelles locations ou de relocations sont plus difficiles et prennent plus de temps. *(Dirk Steiner)*

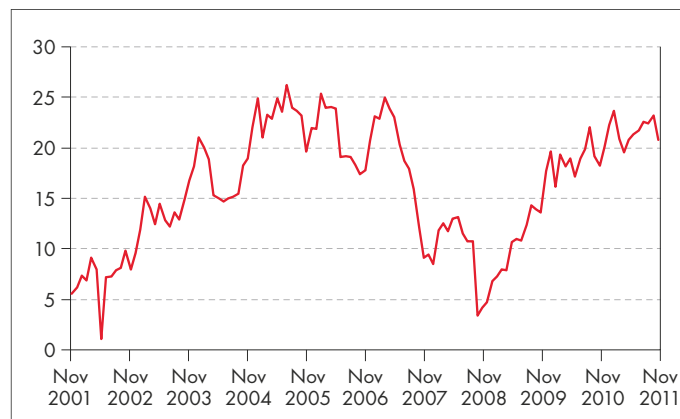
Fonds immobiliers Suisse



Fondations immobilières Suisse



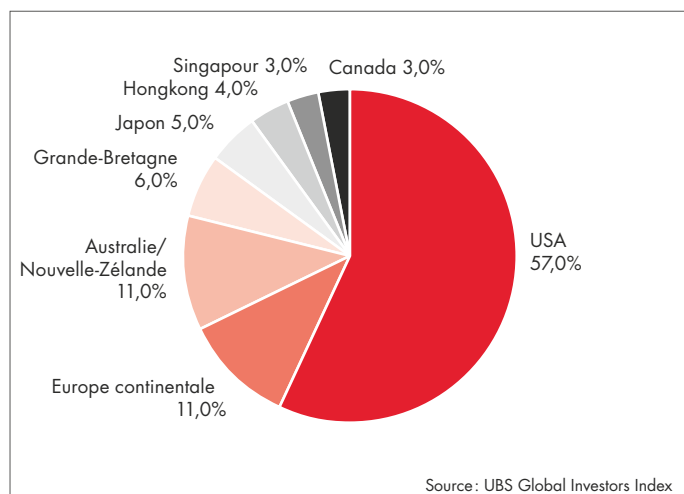
Agios/disagios des fonds immobiliers suisses en %



Immobilier Etranger

Du point de vue des rendements, les sociétés immobilières cotées sont attrayantes.

Répartition par régions de l'univers global des actions immobilières au 30 novembre 2011

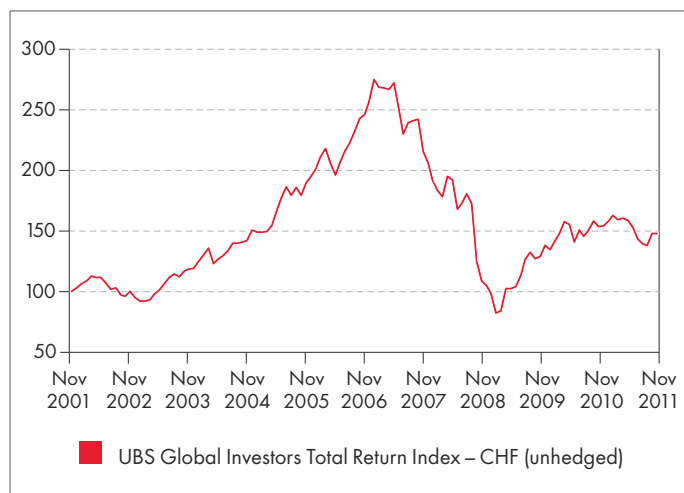


En 2011, les actions immobilières mondiales ont nettement moins perdu que l'indice général du marché des actions. Emmenées par les REITs nord-américaines, les actions immobilières à Singapour et en Australie ont elles aussi surpassé la performance des bourses mondiales.

La croissance de l'économie mondiale faiblit à nouveau

Les prévisions conjoncturelles les plus récentes pour l'économie mondiale confirment le pronostic de 3,1% pour 2011 mais abaissent les prévisions à 2,9% pour 2012. Le facteur critique reste la situation financière de la zone euro, pour laquelle un glissement en récession paraît très probable. La croissance de l'espace Asie-Pacifique est toujours largement supérieure à la moyenne mondiale, tandis que les prévisions de croissance pour l'Amérique du Nord restent faibles.

Actions immobilières globales indexées (en CHF)



La demande est toujours forte pour les actifs immobiliers core à rendement élevé

Dans un tel environnement conjoncturel, les revenus courants et à longue échéance sont particulièrement attrayants. Les actifs immobiliers core, en possession des meilleures REITs, pourront maintenir leur rentabilité même en cas de ralentissement conjoncturel et devraient encore faire l'objet d'une forte demande. Les données cadres du secteur immobilier sont pour l'heure stables, mais les prévisions précédemment très favorables ont été revues à la baisse. Pour les sociétés REIT de notre univers de placement, nous misons ces prochaines années sur une croissance dans le milieu du segment à un chiffre.

Les valeurs de l'immobilier commercial se sont stabilisées ces derniers temps, même si le volume des ventes de biens d'investissement au 3^e trimestre a diminué sur la plupart des marchés. Ce recul des volumes est le plus flagrant dans l'espace Asie-Pacifique. Les sociétés immobilières cotées en bourse sont négociées à des prix qui, cumulés, se situent légèrement en deçà de leur valeur nette d'inventaire. En Amérique du Nord, elles ont enregistré une légère augmentation, tandis que sur d'autres marchés, la baisse a parfois atteint deux chiffres. Leurs rendements sur dividendes sont en moyenne supérieurs de 2% aux rendements des emprunts d'Etat équivalents à dix ans. (*LaSalle Investment Management [Securities]*)

L'effet de levier interne « L » définit la relation entre le bilan bancaire et le capital minimal requis, donc le seuil que le capital ne peut en aucun cas franchir pour des questions de droit de surveillance ou économiques (par exemple pour parer à une ruée sur les banques ou éviter d'être l'institution la plus mal capitalisée). Pour des raisons de sécurité, le capital minimal devrait en principe être supérieur aux fonds propres. Pour simplifier, le coût du financement étranger n'est pas explicitement pris en compte et l'on part du principe que le capital minimal équivaut aux fonds propres.

Le logarithme du rendement du capital propre nécessaire est par conséquent $\ln(1+Lr)$, où r est le rendement du capital global. On peut démontrer que l'espérance mathématique du rendement logarithmé du capital propre nécessaire peut être estimée au moyen de la formule suivante :

$$[2] \ln(1+r_{\text{cap.propre}}) \approx LE(r_{\text{cap.global}}) - (L\sigma^2)/2 + S(L\sigma)^3/3 - K(L\sigma)^4/4$$

σ =volatilité, E=espérance mathématique, S=asymétrie, K=curtose

Cette formule permet un premier constat important : l'espérance mathématique du rendement logarithmé du capital propre requis n'est pas seulement fonction du rendement du capital global attendu, mais aussi de l'asymétrie (*skewness*), de la curtose (aplatissement) ainsi que de tous les autres moments supérieurs. L'espérance du rendement (logarithmé) du capital propre est d'autant plus élevée que l'espérance du rendement du capital global est élevée, que la courbe est asymétrique vers la gauche et que la distribution des rendements du capital global est « moins dense ».

Le deuxième constat montre que les moments les plus élevés sont d'autant plus significatifs que l'effet de levier est important. Ainsi, l'importance de l'asymétrie croît déjà d'un facteur L^3 alors que l'importance de la volatilité n'augmente qu'au carré par rapport à l'effet de levier.

Un bilan bancaire « normal » présente à l'heure actuelle un effet de levier de 10 par rapport au capital propre. En comparaison avec une banque hypothétique entièrement financée par des capitaux propres, le facteur asymétrie est ainsi à peu près 1000 fois plus significatif.

Même les rendements normaux d'actions ou d'obligations sont distribués asymétriquement vers la gauche. Les crédits immobiliers et les *junk bonds* affichent une asymétrie nettement plus négative. Pour les tranches AAA des Special Investment Purpose Vehicles, qui investissent dans des hypothèques *subprime*, l'asymétrie négative est encore bien plus marquée et les CDO squared sont l'ultime tentative des banquiers d'investissement de créer l'instrument présentant l'asymétrie la plus négative que l'on puisse envisager.

Les rendements des obligations (pas seulement) de l'Etat grec sont distribués bien plus asymétriquement à gauche que les marchés n'auraient pu se l'imaginer il y a trois ans.

Un autre constat important livré par la formule est que l'espérance mathématique du rendement du capital propre peut être négative même pour une espérance de rendement du capital global positive. Cette probabilité est d'autant plus forte que le rendement espéré du capital global est faible et que la distribution des rendements du capital global est asymétrique à gauche et dense.

La bonne nouvelle que livre l'équation [2] est qu'il est même possible de calculer l'effet de levier optimal, par différenciation selon l'effet de levier et remise à zéro.

La base de données mondiale de Swisscanto comprend 50 054 chiffres de rendement des capitaux globaux de banques. Cette énorme quantité de séries chronologiques et d'informations croisées permet de calculer les valeurs suivantes :

Rendement moyen sur le capital global : 1,1%
 Volatilité du rendement du capital global : 3,9%
 Asymétrie du rendement du capital global : -0,67
 Curtose du rendement du capital global : 2,06

Si l'on prend ces chiffres et que l'on optimise par une variation de L l'équation [2], on obtient un effet de levier interne optimal de 5,8. Cette valeur est nettement inférieure à 10, a fortiori de 20. Le graphique 2 montre l'espérance de rendement en fonction de l'effet de levier interne et en tenant compte de moments toujours plus élevés. Dans le monde idéal et irréaliste décrit par la courbe rose, les prévisions de rendement augmentent de façon linéaire par rapport à l'effet de levier. Malheureusement, ces prévisions ne sont pas valables puisqu'elles négligent tous les moments plus élevés. Il est frappant de constater que le monde rose idéal autorise des rendements de capitaux propres de 20% pour un effet de levier (non corrigé du risque) de 20. Fait intéressant, ces chiffres coïncident parfaitement avec les objectifs de rendements annoncés par le passé et promis aux actionnaires par les dirigeants des banques les plus diverses. D'autant plus que les ratios d'effet de levier se situaient à cette époque environ à ces niveaux-là !

Si l'on se veut plus réaliste et que l'on considère en plus les facteurs volatilité, asymétrie et curtose, les espérances de rendement sont de plus en plus faibles. Par ailleurs, la concavité, c'est-à-dire la courbure, augmente d'autant plus

- que l'effet de levier du bilan bancaire est important et
- que les moments de distribution considérés sont nombreux.

Cela signifie que les moments de distribution plus élevés ne peuvent être négligés que pour les effets de levier très faibles, comme c'est le cas dans la formule d'effet de levier naïve [1].

La courbe de rendement rouge, la plus réaliste, plonge déjà dans la zone de rendement négative à partir d'un effet de levier inférieur à 11.

Pour un effet de levier de 20, l'espérance de rendement de notre monde rose se situe à 22%! Dans le monde moins illusoire des rendements volatils, asymétriques à gauche et « plus denses », l'espérance de rendement atteint le chiffre terrifiant de -38% par an !

Tous ceux qui ne croient pas à ce chiffre devraient se souvenir des augmentations de capital récurrentes qui ont certes entraîné une dilution terrible, mais qui sont aussi absolument nécessaires pour garantir tout simplement la survie de la banque en périodes difficiles (quand la banque a dû faire face à une réalisation de rendement dans la branche de distribution « dense » et asymétrique à gauche). C'est ce qui s'est passé, non seulement au cours de la crise financière de 2008, mais régulièrement tous les vingt à trente ans.

Les dotations en fonds propres plus importantes imposées aux banques et l'introduction de ratios d'effets de levier (non pondérés du risque) ne nuiront pas aux actionnaires des banques, mais assainiront au contraire leur position. Les investisseurs dans des emprunts bancaires et en particulier les acquéreurs de CoCos en bénéficieront également. Un autre point intéressant est que les valeurs d'effet de levier exigées par les autorités suisses de surveillance ne sont pas néfastes pour les actionnaires des banques, selon cette analyse, mais sont étonnamment proches au ratio d'effet de levier optimal calculé à partir de 50 054 données ; sans parler du fait que la probabilité des dommages collatéraux, qui sont à la charge de tous les contribuables à la survenue du dommage sans compensation ex ante, est massivement réduite.

La présente analyse surestime même le niveau du ratio d'effet de levier optimal, puisqu'aucune prise en compte explicite n'est faite des coûts du capital étranger. Si on incluait ces coûts à l'analyse, le ratio d'effet de levier optimal serait plus faible, les coûts de financement étant corrélés négativement avec ceux de l'ensemble du capital. En d'autres termes, les banques ont toujours de la peine à obtenir des capitaux étrangers lorsque le rendement de l'ensemble de leur capitaux est négatif, les coûts du capital étranger et les possibilités de financement sont distribués tout autant asymétriquement vers la gauche que les rendements des emprunts d'Etat grecs et les possibilités de refinancement de la Grèce ! Sous un angle plus réaliste, il faudrait encore tenir compte de tous les moments les plus élevés des coûts du capital étranger ainsi que de la corrélation entre tous ces moments et les coûts de l'ensemble du capital. Comme nous l'avons dit précédemment, le résultat ferait apparaître la politique commerciale de la plupart des banques sous un jour encore plus sombre.

Conclusion : la société, mais aussi les actionnaires et les investisseurs en CoCos profitent tous de la meilleure structure de fonds propres des banques. L'initiative de la Suisse diminue les dépenses fiscales nécessaires au sauvetage des banques, améliore les prévisions de bénéfices pour les actionnaires des banques et augmente l'attrait des CoCos.
(Thomas Härter)

Recommandation de placement: obligations CoCo

Les banques doivent augmenter considérablement leurs réserves de capitaux propres.

Le Swisscanto (LU) Bond Invest CoCo peut profiter de ces changements.

Au cours des derniers mois, les actions bancaires ont été particulièrement soumises à pression dans la foulée de la crise de la dette européenne. D'autres instruments de placement liés aux actions bancaires ont également subi des pertes de change. C'est aussi le cas des obligations bancaires de la catégorie Tier 2 (emprunts de rang subordonné) ainsi que des Contingent Convertible Bonds (CoCos). Les premières constituent actuellement la majeure partie des placements du fonds Swisscanto (LU) Bond Invest CoCo. Près de 6% de la fortune du fonds sont investis dans des CoCos. Cette part est maintenant élargie au même rythme que la croissance prévisible du marché pour cette forme de placement.

Les obligations de type CoCo génèrent un intérêt fixe assorti d'une conversion obligatoire en actions dès que les fonds propres de la banque émettrice baissent en deçà d'un seuil prédéfini.

Les exigences en matière de fonds propres, qui doivent être remplies progressivement jusqu'en 2019 selon « Bâle III », obligent les banques à acquérir un coussin de sécurité supplémentaire. Le besoin en capitaux des banques européennes est estimé par la European Banking Authority (EBA) à près de 115 milliards d'euros au total. Le Term Sheet actuel de l'EBA considère les obligations CoCo comme des instruments appropriés en vue de remplir les exigences en matière de fonds propres. Une arrivée massive de ces titres sur les marchés des capitaux ces prochains mois est donc hautement probable.

Le fonds Swisscanto (LU) Bond Invest CoCo reste positionné de manière conservatrice avec l'abandon des obligations financières de pays de la périphérie européenne, assorti d'une sous-pondération des titres bancaires du reste de la zone euro et une surpondération des titres scandinaves, australiens et canadiens.

L'évolution du marché continuera à dépendre de la crise de la dette européenne et de ses effets sur le secteur bancaire. Le Swisscanto (LU) Bond Invest CoCo reste un placement adéquat pour les investisseurs conscients des risques mais désireux de participer à une reprise potentielle du secteur bancaire.
(Andreas Fuchs)

Chiffres clés des actions pour le 4^e trimestre 2011

Performance des différents styles de portefeuille

en %, en CHF		octobre	novembre	décembre	3 mois ¹	YTD ¹	5 ans ¹
Monde	substance ²	5,78	0,64	3,04	9,69	-10,13	-9,95
	croissance ³	6,06	3,25	2,65	12,42	0,83	-3,81
	petites capitalisations ⁴	3,68	0,15	2,73	6,67	-9,95	-5,99
	grandes capitalisations ⁵	6,18	2,17	2,85	11,58	-4,16	-6,96
Europe	substance	8,76	-1,89	0,88	7,64	-15,69	-12,71
	croissance	6,83	1,40	2,00	10,48	-4,58	-6,12
	petites capitalisations	6,08	-2,72	0,13	3,33	-19,11	-11,13
	grandes capitalisations	7,94	0,06	1,60	9,73	-9,14	-9,17
Amérique du Nord	substance	7,39	3,64	3,92	15,66	-3,41	-7,49
	croissance	5,29	4,24	2,94	12,98	5,51	-2,60
	petites capitalisations	8,10	3,79	2,78	15,31	0,51	-1,94
	grandes capitalisations	6,19	3,94	3,51	14,24	0,89	-5,43
Pacifique	substance	-2,56	-0,55	3,73	0,53	-15,92	-8,11
	croissance	4,97	-1,75	2,43	5,65	-10,98	-8,59
	petites capitalisations	-3,55	-0,35	4,33	0,28	-9,23	-3,75
	grandes capitalisations	1,72	-1,23	2,93	3,42	-13,89	-8,79

La répartition en valeurs de substance ou de croissance et en petites et grandes capitalisations repose sur des définitions spécifiques à Swisscanto qui peuvent diverger de celles d'autres établissements.

¹ Etat à la fin décembre 2011.

⁴ Actions d'entreprises à faible capitalisation boursière.

² Actions d'entreprises à faible valorisation.

⁵ Actions d'entreprises à forte capitalisation boursière.

³ Actions d'entreprises à valorisation élevée.

Performance des différents secteurs mondiaux (MSCI)

en %, en CHF	Pondération en % ¹	octobre	novembre	décembre	3 mois	YTD	5 ans
Energie	11,80	12,43	4,44	2,27	20,08	0,80	-10,43
Matières premières et fournitures	7,23	10,02	1,25	-1,75	9,44	-19,21	-18,23
Biens d'équipement	8,09	8,09	2,86	2,89	14,40	-8,75	-27,06
Services	0,83	3,84	1,42	4,51	10,06	-3,49	-29,67
Transports	2,09	6,51	2,91	4,35	14,39	-3,31	-16,57
Automobile et pièces détachées	2,18	5,88	-2,81	0,96	3,90	-19,82	-38,40
Biens de consommation et habillement	1,42	10,29	-0,44	-1,14	8,56	-10,94	-33,67
Hôtels, restaurants et loisirs	1,65	7,55	3,54	4,50	16,37	7,33	-9,17
Médias	2,32	6,75	3,51	4,38	15,34	2,80	-27,96
Commerce de gros et de détail	2,67	3,80	2,75	2,49	9,31	3,63	-16,35
Distribution alimentaire et pharmaceutique	2,39	3,25	5,37	3,02	12,07	3,01	-12,41
Agroalimentaire, boissons et tabac	6,80	1,58	4,87	5,02	11,87	12,82	17,05
Articles ménagers et hygiène personnelle	1,80	-1,88	5,41	4,70	8,29	6,33	-5,38
Santé : équipement et services	2,57	1,99	4,00	2,65	8,88	6,31	-20,22
Pharmacie et biotechnologies	7,96	0,65	3,95	7,52	12,50	12,03	-11,99
Banques	7,30	4,86	-2,98	4,38	6,18	-17,63	-61,77
Services financiers divers	3,98	9,81	-4,65	2,31	7,12	-28,64	-72,68
Assurances	3,80	8,94	-1,35	1,88	9,49	-10,96	-53,82
Immobilier	2,53	7,67	-1,26	3,14	9,65	-6,35	-41,03
Logiciels et services informatiques	5,52	6,51	2,77	0,49	10,00	3,94	-9,70
Matériel et équipement	4,97	5,60	1,64	2,17	9,66	-7,21	-22,66
Semi-conducteurs	1,58	9,43	1,65	0,79	12,11	-2,97	-29,91
Services de télécommunication	4,33	1,52	2,10	3,52	7,30	2,07	-17,91
Services aux collectivités	3,99	-1,21	3,43	2,62	4,86	-1,87	-29,97
Monde	100,00	5,94	1,97	2,84	11,09	-4,74	-29,82

¹ Part de la capitalisation boursière du secteur dans la capitalisation boursière totale.

Performance des marchés

Suisse

Rendement global¹ en %

Marché	octobre	novembre	décembre	3 mois	YTD ²	5 ans ³	10 ans ³
Indice LPP 93 ⁴	0,86	0,36	1,82	3,06	3,22	1,75	3,25
SBI SUISSE ⁵	0,19	0,30	0,83	1,33	6,90	4,56	4,31
SBI ETRANGER ⁵	0,03	-1,58	1,12	-0,44	2,73	2,87	3,08
SBI GLOBAL ⁵	0,18	-0,56	0,86	0,47	4,83	3,76	3,77
Swiss Bond Index Government ⁵	0,04	0,84	1,09	1,98	8,91	5,02	4,78
SMI	3,61	-1,34	5,02	7,35	-4,63	-4,82	1,62
SPI	4,10	-1,55	4,14	6,73	-7,72	-5,06	2,00
MSCI Suisse ⁶	3,94	-1,30	4,50	7,21	-5,75	-5,23	1,73
Immobilier	0,36	0,38	0,37	1,11	5,07	4,95	4,29
Taux hypothécaire ⁷	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,80	3,05
Eurotaux à 3 mois	0,04	0,05	0,05	0,05	0,12	1,16	1,01

¹ Variation relative de l'indice par rapport à la période précédente. ² Rendement global depuis le début de l'année. ³ Rendement global annuel, moyenne des 5 et des 10 dernières années. ⁴ Source : Pictet & Cie. ⁵ A partir du 1^{er} janvier 2004 SBI, avant Pictet, Source : Swiss Exchange (SWX). ⁶ Indice Morgan Stanley Capital International Suisse, ⁷ Taux hypothécaire de la Zürcher Kantonalbank.

Marchés d'actions choisis

Rendement global¹ en %

Marché ⁴	octobre	novembre	décembre	3 mois	YTD ²	5 ans ³	10 ans ³
Monde	6,41	1,97	2,94	11,69	-5,05	-7,35	-2,12
Europe	8,11	-0,20	1,40	9,41	-10,60	-10,04	-1,43
Amérique du Nord	6,94	3,91	3,62	15,15	0,45	-5,51	-2,85
Pacifique ⁵	1,52	-1,16	3,16	3,51	-13,29	-8,55	-0,34
Japon	-3,80	-0,10	3,85	-0,19	-13,89	-11,33	-2,72
Marchés émergents	9,21	-2,45	1,75	8,41	-18,00	-2,83	7,55

¹ Variation relative de l'indice d'actions par rapport à la période précédente en francs suisses, ² Rendement global depuis le début de l'année. ³ Rendement global annuel, moyenne des 5 et des 10 dernières années. ⁴ Indices de marché Morgan Stanley Capital International (net dividend reinvested). ⁵ Comprend l'Australie, Hong Kong, la Nouvelle-Zélande et Singapour.

Marchés d'obligations choisis

Rendement global¹ en %

Marché ⁴	octobre		novembre		décembre		3 mois		YTD ²		5 ans ³ CHF	10 ans ³ CHF	MDUR ⁵
	local	CHF	local	CHF	local	CHF	local	CHF	local	CHF			
Monde		-3,87		3,34		3,79		3,10		7,57	2,11	2,11	6,71
Europe	-2,04	-2,36	-2,82	-1,98	4,02	3,06	-0,98	-1,37	1,78	-1,20	-1,97	2,69	6,12
Etats-Unis	-0,81	-4,90	0,73	5,28	1,00	3,76	0,91	3,89	9,94	10,30	1,46	-0,02	5,72
Canada	-0,94	-0,36	1,45	3,58	1,27	3,89	1,76	7,21	10,02	7,71	3,80	6,42	6,57
Australie	-0,83	3,79	3,50	4,75	0,87	3,42	3,54	12,44	14,45	14,83	9,22	11,52	4,57
Grande-Bretagne	1,22	0,55	2,22	4,10	2,01	3,56	5,54	8,40	16,84	16,36	-1,94	1,47	9,62
Allemagne	-0,70	-1,03	-0,53	0,33	3,20	2,25	1,93	1,53	9,85	6,64	0,56	4,34	6,76
France	-2,65	-2,97	-1,06	-0,20	2,78	1,83	-1,00	-1,39	5,10	2,03	-0,43	3,68	6,53
Pays-Bas	-0,72	-1,05	-0,74	0,13	3,06	2,11	1,56	1,16	9,08	5,89	0,55	4,38	6,41
Belgique	-3,74	-4,06	-2,94	-2,09	6,83	5,85	-0,18	-0,57	4,68	1,62	-1,20	3,27	6,03
Italie	-2,44	-2,77	-5,47	-4,65	5,05	4,09	-3,12	-3,50	-5,85	-8,61	-3,58	1,65	5,68
Espagne	-1,99	-2,32	-3,13	-2,28	6,68	5,70	1,29	0,90	6,61	3,49	-2,27	2,57	5,58
Danemark	-0,93	-1,26	1,67	2,61	3,68	2,79	4,43	4,14	13,63	10,60	1,43	5,04	8,17
Suède	-1,04	0,77	1,97	2,19	1,06	2,14	1,98	5,18	13,39	11,55	0,90	5,60	6,43
Japon	-0,17	-5,39	-0,02	4,96	0,67	4,36	0,48	3,63	2,25	8,13	6,75	1,37	7,56

¹ Variation relative de l'indice obligataire par rapport à la période précédente, Local : en monnaie locale, CHF : en francs suisses. ² Rendement global depuis le début de l'année. ³ Rendement global annuel, moyenne des 5 et des 10 dernières années. ⁴ JP Morgan Government Bond Indices « Traded », ⁵ Duration modifiée.

Impressum

Editeur
Rédaction
Directeur/Chief Investment Officer
Conseil Clientèle institutionnelle
Chief Strategist
Graphiques, tableaux

Swisscanto Asset Management SA, Waisenhausstrasse 2, 8021 Zurich

Paul Winiger, tél. +41 58 344 49 53
Peter Bänziger, tél. +41 58 344 49 50
Hans-Jörg von Euw, tél. +41 58 344 49 56
Thomas Härter, tél. +41 58 344 49 46

Les informations et graphiques sans indication de source sont empruntés à Datastream et Bloomberg ou ont été élaborés par Swisscanto Asset Management SA.

Parution
Internet
Abonnement et commande
d'exemplaires
Changements d'adresse

Trimestrielle
Cette publication est disponible en format pdf sous www.swisscanto.ch/politiquedeplacement

Tél. +41 58 344 49 00, www.swisscanto.ch/politiquedeplacement
assetmanagement@swisscanto.ch

© Swisscanto Asset Management SA, Zurich

Cette publication est destinée à la distribution en Suisse, et ne s'adresse pas aux investisseurs d'autres pays. Les indications figurant dans le présent document ont un caractère purement informatif et ne constituent ni un conseil en placement ni toute autre forme de recommandation. Les seules sources d'information faisant foi pour l'acquisition de parts de fonds Swisscanto sont les prospectus de vente et les rapports d'activité correspondants. Les fonds désignés par (CH) sont des fonds régis par le droit suisse. Les fonds avec la mention (LU) sont des fonds de droit luxembourgeois. Pour tous les fonds, les documents publiés (prospectus de vente, prospectus de vente simplifié, conditions contractuelles dans leur version actualisée ainsi que les derniers rapports annuel et semestriel et d'éventuels rapports d'activité) peuvent être obtenus gratuitement sur www.swisscanto.ch ou auprès de Swisscanto Asset Management SA, Nordring 4, Case postale 730, 3000 Berne 25, auprès de toutes les agences des Banques Cantonales en Suisse et de la Banque Coop SA, Bâle; pour les fonds luxembourgeois, ils sont également mis à disposition par le représentant en Suisse, la Banque Cantonale de Bâle, Spiegelgasse 2, 4002 Bâle. Les informations contenues dans le présent document ont été réunies avec le plus grand soin par Swisscanto Asset Management SA. Ces informations et opinions proviennent de source fiable. Toutefois, Swisscanto Asset Management SA ne peut garantir ni l'exactitude, ni l'intégralité, ni l'actualité des données. Les conséquences fiscales ont été étudiées avec soin, mais pas de manière exhaustive. Nous ne pouvons assumer aucune garantie à ce sujet. L'approbation par les autorités compétentes reste réservée. Les conséquences fiscales dépendent de différents facteurs spécifiques pour chaque cas particulier, tels que la forme juridique et le domicile fiscal. Le fait de citer des titres individuels ne constitue pas une recommandation d'achat ou de vente desdits titres. La performance historique ne constitue pas un indicateur prospectif de l'évolution des rendements et n'offre aucune garantie quant aux résultats futurs. Les indications de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais perçus lors de l'émission et du rachat des parts.



