



ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés : Actions, obligations ou immobilier suisses ?

21 septembre 2012

Focus : Quel véritable choix pour l'investisseur rationnel au 4^{ème} trimestre ?

Points clés:

- Les actions suisses pourraient à court terme subir des prises de profits freinant leur progression
- L'économie suisse marque le pas mais la consommation devrait soutenir la croissance
- La BNS pourrait déjà réduire ses réserves de change en septembre

Les actions suisses et l'immobilier bénéficient d'une prime de risque très favorable et devraient profiter d'effets d'allocation de portefeuille

Les échéances de septembre sont passées et le trimestre s'annonce probablement comme l'un des meilleurs depuis l'éclatement de la crise financière en 2007

Alors que de nombreux observateurs et prévisionnistes craignaient toujours un été et une rentrée de septembre difficiles sur les marchés actions, **BBGI adoptait clairement une stratégie positive et constructive dès le mois de mai** (AH du 31 mai) avant d'émettre seulement récemment quelques doutes quant à la capacité du marché des actions suisses de poursuivre immédiatement sa tendance haussière des derniers mois.

Sans remettre en question les perspectives à long terme favorables pour notre marché, nous indiquions effectivement qu'il serait certainement difficile pour le SMI et le SPI de dépasser leurs niveaux de 6600 points et respectivement 6000 points sans une pause de quelques semaines synonyme de prises de bénéfices.

Il est vrai qu'avec l'évolution de ces dernières semaines, les actions suisses vont très probablement enregistrer l'un de leurs meilleurs trimestres depuis l'émergence de la crise financière en 2007.

En effet, avec une progression trimestrielle de +8.5% au 21 septembre, l'indice SPI enregistre sa meilleure performance depuis le 3^{ème} trimestre 2009 (+17.13%).

A l'exception du 2^{ème} trimestre (+12.7%) et 3^{ème} trimestre 2009, qui marquaient le début de la reprise boursière après la chute de sept trimestres consécutifs débutée au 3^{ème} trimestre 2007, les actions suisses n'ont jamais enregistré depuis de progression trimestrielle supérieure à +7%.

L'événement est donc suffisamment exceptionnel pour être relevé car il pourrait être suivi d'une phase de prises de profits.

A quelques mois de la fin de l'année, certains investisseurs pourraient déjà considérer la situation actuelle comme inespérée et décider de réduire leur risque en assurant la performance de l'année. Une stratégie tentante si l'on tient compte du fait que la performance des actions suisses était encore négative en début juin. La performance de +14.4% de l'année 2012 (au 21 septembre) s'est donc construite pendant l'été, en quelques semaines, alors que les tensions diminuaient en Europe grâce à des mesures ou annonces de nouveaux projets politiques parfois tributaires de ratifications formelles.

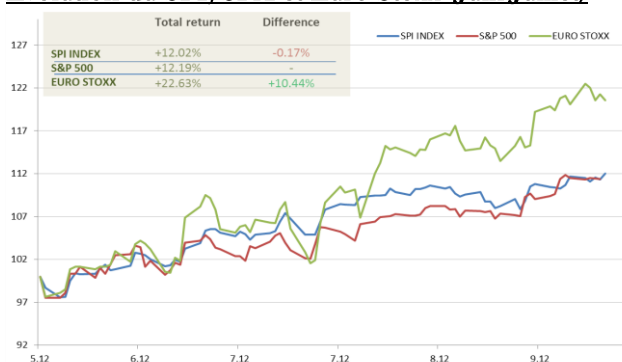
Evolution du SPI en 2012



Source: Bloomberg, BBGI

Avec une hausse de +14.4%, la performance du marché suisse en neuf mois n'est pourtant pas si exceptionnelle que cela. Elle est effectivement supérieure à celle enregistrée par l'Europe (+11.3%) qui progresse grâce à la performance de l'Allemagne et se situe derrière celle du SP500 (+16.4%) et de l'Allemagne (+26.4%) justement. Rien d'étonnant non plus qu'elle surpasse les résultats obtenus par les marchés italien (+6%), espagnol (-4.3%) ou japonais (+7.7%) et anglais (+5%) en manque de croissance ou même en récession.

Evolution du SPI, SPX et Euro Stoxx (Juin-Juillet)



Source: Bloomberg, BBGI

Malgré les risques croissants d'une consolidation des cours des actions suisses, les perspectives pour les titres suisses restent positives.

En termes de valorisation, le PE des actions suisses (SPI) est toujours inférieur à sa moyenne (15x) avec une valeur de 13.5x pour 2012 et 12x pour 2013.

Un investisseur rationnel pourrait donc à la fois être tenté par des prises de profits après un parcours boursier que peu de prévisionnistes espéraient aussi florissant et d'autre part par le désir d'investir à long terme pour tirer profit d'une prime de risque toujours très favorable.

Les perspectives des actions restent en effet extraordinairement positives en comparaison à celles qu'offrent les obligations suisses, même si la conjoncture helvétique marque le pas et commence elle aussi à souffrir du ralentissement économique mondial.

L'économie suisse tout de même rattrapée par la conjoncture internationale

Le ralentissement conjoncturel mondial a donc finalement touché la Suisse. Après un excellent 1^{er} trimestre, le PIB s'est effectivement érodé au second trimestre. Le Groupe d'experts de la Confédération révisé en conséquence ses perspectives pour la

croissance économique en Suisse en 2012. Elles sont donc désormais de +1% seulement.

Mais les éléments ayant conduit à cette révision ne devraient pas développer d'effets plus négatifs en 2013, ce qui permet le maintien à +1.4% de la croissance attendue et de la progression du PIB l'année prochaine. Les risques d'une légère remontée du chômage affectant la consommation dans notre pays ne nous semblent pas significatifs et sont probablement surestimés par le Groupe d'experts. Nous ne sommes donc pas à l'abri d'une meilleure performance de notre économie en 2013 qui pourrait finalement croître de plus de +1.5%.

L'économie suisse est naturellement tributaire de la conjoncture en Europe, de celle aux USA et dans les marchés émergents. Les dernières statistiques publiées sur les exportations suisses montrent pourtant une progression de +12.1% sur un an à la fin août. Un chiffre plutôt encourageant, même s'il est vrai que le mois d'août 2011 était caractérisé par un extrême de force du franc suisse faussant quelque peu la comparaison. En réalité, les exportations semblent avoir ralenti depuis le mois de janvier 2012, mais devraient selon nous résister en 2013.

Le commerce extérieur suisse pourrait donc effectivement encore souffrir un peu, notamment dans le contexte récent d'appréciation du franc et de l'euro contre le dollar, mais il bénéficiera de la relance conjoncturelle mondiale en 2013.

L'évaluation trimestrielle des perspectives suisses par la BNS reste optimiste

Sans surprise la BNS a martelé une nouvelle fois que sa politique de défense du taux plancher entre le franc suisse et l'euro à 1.20 s'appliquerait aussi longtemps qu'elle le jugerait nécessaire et n'a pas non plus modifié sa politique de taux d'intérêt. Certains observateurs ont pu être déçus de ne pas avoir entendu de commentaire laissant présager un rehaussement du taux plancher vers 1.22 ou 1.25 comme des rumeurs l'avaient récemment laissé entendre. La BNS reste ainsi extrêmement prudente et ne prédit pas une sortie de crise prochaine; elle maintient donc sa politique et rappelle les risques pour l'économie suisse d'une situation économique toujours incertaine, marquée par un ralentissement de la performance des pays émergents et de problèmes fiscaux toujours persistants. Ses prévisions pour l'inflation restent très optimistes à +0.2% en 2013 et +0.4% pour 2014. Pour l'instant notre pays reste plutôt menacé par la déflation comme l'indique l'indice des prix pour le mois d'août (-0.5%).

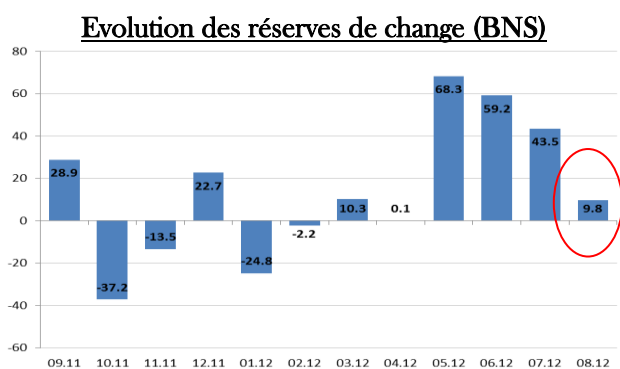
Les interventions de ces dernières semaines de la Banque centrale européenne et des gouvernements européens pour trouver des solutions à la crise européenne ont renforcé les anticipations des investisseurs, qui avaient dès le début du mois de juin adopté une attitude plus constructive en envisageant avec un peu plus d'optimisme les pistes que pourraient suivre l'union européenne pour sortir de la crise.

Globalement les marchés financiers ont donc profité de ce changement de perception des risques et tous les actifs risqués ont pu enregistrer un regain d'intérêt.

En Suisse, la BNS a aussi bénéficié de ce changement de perception. En effet, selon ses dernières indications, alors qu'elle avait dû racheter agressivement des euro pour défendre le taux plancher de 1.20 jusqu'à faire progresser ses réserves de change à des niveaux jusqu'ici jamais atteints de 237 milliards en avril à 408 milliards en juillet, la pression s'est effectivement relâchée en août comme l'indique le montant très nettement inférieur de devises achetées pendant l'été.

Après avoir progressé de 70 milliards en mai, 60 milliards en juin puis 40 milliards en juillet, la dernière hausse de 10 milliards marque probablement le point d'inflexion de la politique en cours.

La BNS pourra donc peut-être, dès le mois de septembre déjà, commencer à réduire ses engagements et montrer une diminution des réserves de change par rapport au point maximum enregistré en août à 418.4 milliards de francs et représentant 71% du PIB.



Source : Bloomberg, BBGI (en milliards CHF)

La stabilisation de la situation en Europe permettra donc peut-être à la BNS de sortir en douceur et la tête haute de sa stratégie de défense d'un taux de change acceptable pour notre économie.

Nous indiquions dans notre AH du 26/7 que les déclarations du président de la Banque centrale

européenne montrant sa volonté à supporter l'euro, pourraient calmer les spéculations pendant quelques temps au moins et que dans ce contexte, la BNS ne serait peut-être pas forcée d'augmenter ses réserves de change en août.

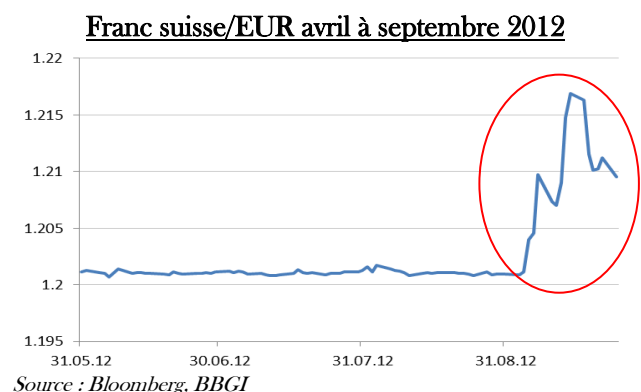
Nous pensons que la récente petite appréciation de l'euro contre notre monnaie nationale confirme cette analyse et indique déjà une normalisation des anticipations des investisseurs.

L'euro se renforce contre le franc et le dollar

L'annonce faite par le président de la BCE, statuant qu'il ferait tout pour défendre l'euro puis la levée des incertitudes sur le plan d'action visant à racheter de la dette jusqu'à trois ans de pays membres de l'union en difficulté, ont marqué un retournement de tendance et clairement amélioré le climat boursier désormais résolument plus positif.

L'euro qui avait atteint son plus haut à 1.68 contre le franc suisse en 2007, avait perdu 40% de sa valeur dans la crise financière en chutant à 1.0073 le 9 août 2011. L'intervention de la BNS lui permettait ensuite de remonter à 1.24 en quelques semaines avant de trouver un niveau d'équilibre à 1.20 entre avril et août 2012.

Le graphique ci-après montre le changement de perception des investisseurs qui commencent sans doute à retourner leurs positions « short » et permettant ainsi une normalisation de la situation, dont la BNS profitera certainement pour mettre en œuvre sa stratégie de sortie.



Les obligations suisses pénalisées par ce regain d'optimisme général

Les obligations suisses, comme la dette allemande, avaient été particulièrement recherchées par les investisseurs en quête de protection absolue pendant la crise européenne. La nécessité de devoir également placer les francs suisses obtenus en échange des

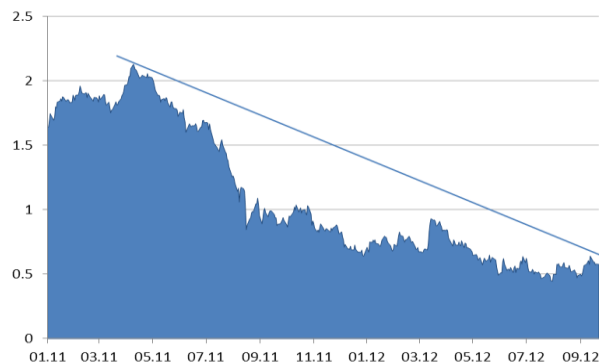
ventes massives d'euro dans un actif hors risque avait aussi renforcé la demande des investisseurs pour la dette de la Confédération malgré des taux d'intérêts proches de zéro, et même négatifs sur certaines échéances. **Cette période de surévaluation de la dette de qualité était le fruit d'une situation exceptionnelle qui s'estompe avec la nouvelle stratégie de la BCE.** Le changement d'appréciation de la situation des investisseurs européens affecte donc naturellement aussi dans l'autre sens cette fois-ci les conditions de l'offre et de la demande pour la dette de qualité en francs suisses.

On observe ainsi le même phénomène sur les taux d'intérêt de la Confédération que celui déjà décrit sur le marché des changes. Les investisseurs vendent en effet leurs positions obligataires suisses et réinvestissent dans leurs obligations nationales désormais beaucoup moins risquées puisque la BCE est prête à racheter les échéances inférieures à trois ans. Le marché obligataire suisse se traitait déjà à des niveaux historiquement bas cet été et ne présentait déjà pas d'intérêt pour un investisseur rationnel en quête de rendement ou de perspectives de plus-value.

Avec un rendement de 0.4%/an pour des échéances à dix ans, les obligations de la Confédération n'offrent que peu d'intérêt et des perspectives négatives significatives en cas de normalisation des taux.

C'est pourtant ce qui devrait prochainement se produire si tous les efforts entrepris par l'ensemble des gouvernements et banques centrales dans le monde pour relancer la croissance finissaient par porter leur fruits. Il faut donc désormais anticiper un échec de ces politiques et un retour de tendance en Europe pour justifier quelques points de base de plus de plus-value en capital. Mais si une vision plus constructive s'installe et se réalise, les perspectives à moyen terme pour les marchés obligataires sont désormais négatives. Relativisons toutefois les risques, car nous l'avons vu, les risques inflationnistes restent faibles, il ne s'agira donc certainement que d'une normalisation des niveaux de taux d'intérêt qui resteront pendant un temps probablement proches de 1% sur les échéances à dix ans de la Confédération.

Obligations de la Confédération 10 ans (rendement)



Source : Bloomberg, BBGI

Conclusion

Les obligations de la Confédération ne présentent plus d'intérêt et les taux historiquement peu attractifs renforcent les primes de risques des deux autres actifs domestiques. Les actions suisses pourraient subir quelques prises de profits à court terme mais profiteront d'une prime de risque favorable. Le rendement du marché est de 3.4% (2012) et 3.7% pour 2013. En ce qui concerne l'immobilier nous reviendrons ultérieurement sur ce segment, mais après une consolidation de -6% entre juillet et septembre, le secteur immobilier bénéficiera certainement d'un effet d'allocation positif dans les prochains mois.

Actions et immobilier suisses (30.12.2011 - 21.09.2012)



Source : Bloomberg, BBGI

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lé ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group SA
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch