

Décisions du comité de stratégie

Liquidités **Maintenir la part des liquidités.**
Priorité à la monnaie de base.

Obligations **Garder une allocation neutre.**
Maintenir la duration moyenne des portefeuilles inférieure à 5 ans.
Garder une allocation en obligations en EUR dans les portefeuilles en CHF.
Maintenir une qualité élevée de débiteurs, notation minimum AA.

Actions **Pondération neutre dans tous les profils.**
Maintenir l'exposition aux entreprises actives dans l'énergie et les matières premières.
Maintenir une sous-exposition au Japon.
Réduire la surpondération de la zone Europe.
Rester sous-pondéré sur le marché américain.
Renforcer la surpondération des marchés émergents.

Devises **Légère réduction de la monnaie de base.**
Pas de couverture de change de l'USD.

Rappel des recommandations du dernier comité du 12 mars 2009

Liquidités Maintenir la part des liquidités.

Obligations Garder une allocation neutre.

Actions Sous-pondération dans tous les profils.

Devises Allocation inchangée.

Une embellie à confirmer

Déclenchée par la crise financière internationale, la chute brutale de l'activité économique mondiale s'est poursuivie durant le premier trimestre 2009, avec un recul du PIB en glissement annuel de 8.8% au Japon, 2.5% aux Etats-Unis et 4.8% dans l'Union Européenne. Un scénario-catastrophe (dépression économique ou période prolongée de déflation) a cependant été écarté grâce aux mesures massives de soutien mises en place par les banques centrales et les gouvernements. Une série d'indicateurs conjoncturels laissent entrevoir depuis quelques semaines une stabilisation prochaine de l'activité économique aux Etats-Unis, ainsi qu'une reprise de la croissance dans certains pays émergents, comme la Chine et l'Inde. Après une récession profonde en 2009, une reprise de la croissance est donc probable dans les pays industrialisés en 2010, mais le profil de cette reprise est encore très incertain : "V" (rebond rapide), "W" (rebond rapide suivi d'une série de rechutes), "U" (remontée lente de l'activité), "L" (stagnation prolongée après la chute), tous les scénarios sont envisagés par les économistes...

Le rebond initial de l'activité économique pourrait être relativement fort pendant un ou deux trimestres dans certains pays, notamment les Etats-Unis, en raison d'un simple "effet de base" statistique après la chute de l'activité d'une brutalité sans précédent qui s'est produite depuis l'automne 2008. La diminution drastique des stocks de marchandises observée ces derniers mois devrait notamment contribuer à ranimer temporairement la demande de biens manufacturés.

Cependant, des freins puissants entraveront la croissance des pays industrialisés ces prochaines années, où des sommes colossales ont été consacrées de manière improductive au sauvetage des banques et de certaines industries comme l'automobile. Par ailleurs, le resserrement du crédit et la réduction nécessaire de l'endettement des ménages aux Etats-Unis et dans certains pays de l'Union Européenne, ainsi que la montée du chômage, freineront durablement la consommation et l'investissement privés. L'économie risque ainsi de manquer de carburant dans un ou deux ans, lorsque les gouvernements seront contraints de freiner leurs dépenses pour éviter une explosion incontrôlable de la dette publique.

Le risque d'une déflation mondiale a nettement diminué depuis le début de l'année 2009. A l'inverse, en dépit des montants massifs de stimulants monétaires et budgétaires injectés dans l'économie mondiale, nous ne voyons pas de danger d'inflation durant les prochaines années. En effet, l'économie mondiale tournera au ralenti pendant longtemps en raison du processus de désendettement des acteurs privés (l'*output gap*, qui mesure l'écart entre la croissance potentielle et la croissance observée, est le plus prononcé dans les pays du G7 depuis 30 ans). La persistance d'un chômage élevé et la faiblesse de la croissance dans

les pays industrialisés freineront les hausses des prix et des salaires. Par ailleurs, à un moment donné, les banques centrales vont éponger les excédents de monnaie qui ont été créés depuis 2007.

Dans ce contexte, la remontée récente des rendements des emprunts longs de gouvernements doit être interprétée comme un mouvement de normalisation, après une baisse excessive entraînée par la panique des marchés qui avait suivi la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008. Ainsi, la remontée récente des taux longs des emprunts d'Etat provient essentiellement d'une réallocation des portefeuilles de la part des investisseurs, qui ont retrouvé un certain goût du risque et recherchent des rendements plus élevés que ceux qui ont été offerts jusqu'ici sur la dette publique.

Les marchés des actions étaient tombés au début du mois de mars 2009 à leur plus bas niveau depuis plus de dix ans, avant de rebondir de plus de 30% en quelques semaines. La qualité de ce rebond laisse à désirer, puisqu'il a profité surtout aux valeurs financières comme aux sociétés de qualité moyenne qui avaient été mises fortement sous pression durant la chute boursière de 2007 et 2008. La poursuite de la hausse est également incertaine, car les perspectives économiques restent particulièrement difficiles. Le marché a réagi favorablement aux indicateurs conjoncturels récents, qui montrent les premiers effets des mesures massives de relance. Le rebond des marchés émergents et des matières premières, ainsi que la remontée des taux d'intérêt sur le marché de la dette publique participent de la même vision : la fin du monde n'aura pas lieu, le monde ne va pas plonger en dépression, une reprise même modeste est possible en 2010. Cette anticipation devrait suffire à entretenir une hausse modérée du marché. Nous avons de ce fait de bonnes raisons d'attendre une performance positive de la part des actions en 2009 : même si des phases de consolidation et de repli sont probables durant les prochains mois, la menace d'un effondrement de l'économie et du système financier s'est éloignée, de sorte que le niveau atteint en mars 2009 par les bourses peut être considéré de manière raisonnable comme le point bas du *bear market* séculaire.

Dans cette perspective, nous avons légèrement renforcé la part des actions dans les portefeuilles, en revenant à une allocation neutre. Nous avons renforcé la surpondération des pays émergents, qui offrent les meilleures perspectives de croissance pour les années à venir, au détriment des marchés européens et américain. Nous restons sous-exposés au secteur financier, mais gardons une position dans les sociétés actives dans l'énergie et les matières premières, secteurs qui demeurent dans une phase séculaire de hausse.

Constantino Cancela
Responsable des investissements du groupe BCGE

Evolution des principaux marchés

		NIVEAU		Performance 2009
		30.12.2008	18.06.2009	
Indices mondiaux				
USA	Dow Jones	8'668.39	8'555.60	-1.3%
	S&P 500	890.64	918.37	+3.1%
	Nasdaq	1'550.70	1'807.72	+16.6%
Japon	Nikkei 225	8'859.56	9'703.72	+9.5%
Europe	Euro Stoxx	222.81	222.51	-0.1%
	DAX	4'810.20	4'837.48	+0.6%
	CAC 40	3'217.13	3'194.06	-0.7%
	AEX	246.58	253.52	+2.8%
	FTSE 100	4'392.68	4'280.86	-2.5%
Suisse	SMI	5'534.53	5'376.84	-2.8%
	SPI	4'567.57	4'633.58	+1.4%
Matières Premières				
	PETROLE	37.9	69.85	+84.3%
	OR	873.7	933.06	+6.8%
	CRB	217.20	256.85	+18.3%
Devises				
	USD-CHF	1.06	1.09	+2.5%
	EUR-USD	1.41	1.39	-1.1%
	USD-JPY	90.34	96.47	+6.8%
	EUR-CHF	1.49	1.51	+1.4%
Taux CT 3 mois Libor				
	USA	1.44	0.61	-83bp
	JPN	0.84	0.49	-35bp
	EUR	2.93	1.24	-169bp
	CHF	0.67	0.40	-27bp
Taux LT 10 ans Gvt				
	US	2.05	3.83	177bp
	JGB	1.17	1.46	29bp
	BUND	2.95	3.55	60bp
	CONF	2.10	2.37	28bp

Rendements attendus des principaux marchés (en %)

%	Liquidités 3 mois 12 mois annualisé	Obligations 10 ans		Actions	
		3 mois annualisé	12 mois	3 mois	12 mois
USA	+0.20	+3.50	+3.50	-5.00	+20.00
EUROPE	+0.50	+3.50	+3.50	-5.00	+20.00
SUISSE	0.00	+2.50	+2.50	+3.00	+10.00
JAPON	0.00	+1.50	+1.50	+5.00	+20.00

OBLIGATIONS Coupon + gain en capital
ACTIONS Dividende + plus-value

Baromètre économique: tendances actuelles

INDICATEURS MACROECONOMIQUES	SUISSE	EUROPE	USA	JAPON	CHINE
PIB	↘	↘	↘	↘	↗
Emploi	↘	↘	↘	↘	↘
Activité manufacturière	↘	↘	↘	↘	↗
Mises en chantier	↘	↘	↘	↘	↘
Prix à la consommation	↘	↘	↘	↘	↘
Commerce international	↘	↘	↘	↘	↘
Confiance des ménages	↘	↘	↘	↘	↗
Tendance	↘	↘	↘	↘	↗

Baromètre financier: tendances futures

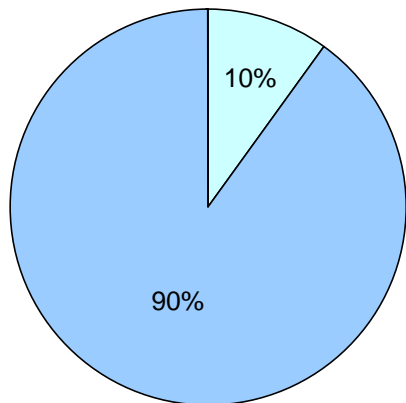
TAUX	CT		LT		Duration recommandée années
	3 Mois	12 Mois	3 mois	12 mois	
Suisse	↘	↗	↗	↗	3 - 5
Europe	→	→	→	↗	3 - 5
USA	↘	↗	↘	↗	3 - 5
Japon	↗	↘	→	↗	à éviter

ACTIONS	3 Mois	12 Mois
Suisse	↗	↗
Europe	↘	↗
USA	↘	↗
Japon	↗	↗

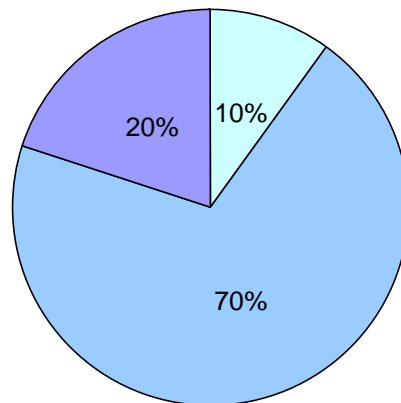
DEVISES	3 Mois	12 Mois
EUR - CHF	→	→
USD - CHF	→	↘
EUR - USD	→	↗
USD - JPY	→	↗

Allocations d'actifs Base CHF

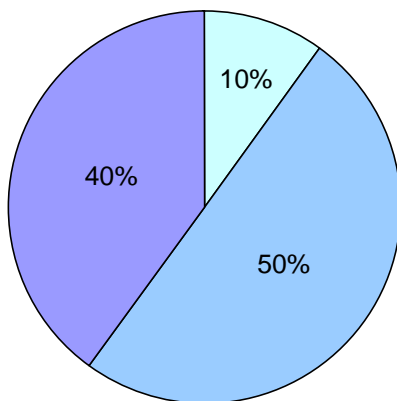
Mandats "obligations"



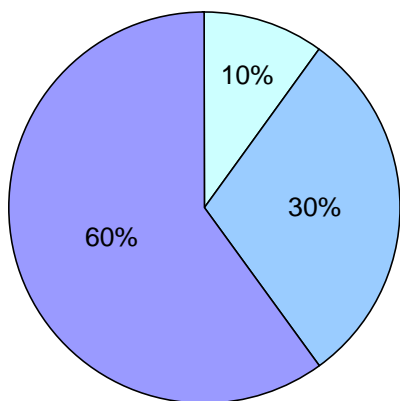
Mandat "défensif"



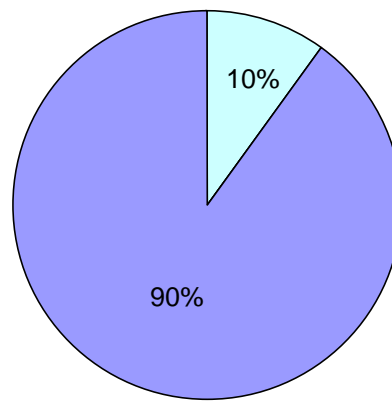
Mandat "équilibré"



Mandat "dynamique"



Mandat "World Equit"



Liquidités

Obligations

Actions