

L'AGEFI

QUOTIDIEN DE L'AGENCE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE À GENÈVE

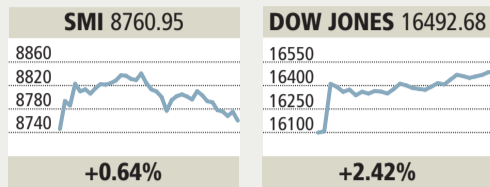
Données macros en Chine
Le problème des chiffres n'est pas celui qu'on croit



ram-ai.com



JA-PP/JOURNAL — CASE POSTALE 5031 — CH-1002 LAUSANNE



LES CHIFFRES DU CHÔMAGE EN SUISSE

Pas de hausse trop alarmante

PAGE 8

LA PRÉVOYANCE ET LE TAUX DE CONVERSION Clair fossé linguistique en Suisse

PAGE 10

MCH GROUP (AVEC BEAULIEU LAUSANNE) Marge record (et sans Swissbau)

PAGE 6

PARTENARIAT DE DEBIOPHARM AVEC SOLID L'entrée dans les myopathies

PAGE 6

LA RÉALITÉ VIRTUELLE ET LA PSYCHOLOGIE Focus de l'Université de Lausanne

PAGE 5

LE PÂTISSIER PHILIPPE GUIGNARD À ORBE Bien entouré pour son rebond

PAGE 24

LE VALAIS ET LES FRANCS-MAÇONS Réaction rapide à l'échelle suisse

PAGE 2

PAS DE PARUTION JEUDI (JEÛNE GENEVOIS) Prochaine édition vendredi

A la veille d'une bulle des valeurs technos



JEAN-EVRARD DOMINICÉ. La politique monétaire n'est pas adaptée à la croissance américaine. Comme après la crise asiatique de 1998.

Jean-Evrard Dominicé est responsable des investissements chez Semper et surtout passionné d'histoire des marchés financiers. Remarqué fin juillet lorsqu'il a annoncé le recul de la croissance chinoise et le repricing des marchés internationaux, le Genevois trace des parallèles entre la situation actuelle post-krach chinois et la crise asiatique de 1998, voire même les années 1920. A chaque fois, la Réserve fédérale a maintenu une politique monétaire inadaptée au niveau de la croissance américaine. A l'automne 1998, avec 6% de croissance américaine, Alan Greenspan avait pourtant baissé les taux afin de redonner confiance dans les marchés après la faillite du fonds LTCM. Dans les années 1920, la politique monétaire US était restée très accommodante afin de soutenir la Grande-Bretagne, malgré une croissance forte aux Etats-Unis. Dans ces deux épisodes, l'excès de liquidités avait été confronté à un faible nombre d'opportunités d'investissement dans des secteurs en croissance. Ce qui a créé des bulles d'ampleur historique, dans les valeurs technologiques et les biotechs à la fin des années 1990, par exemple. L'histoire risque fort de se répéter maintenant que la Fed veut lentement relever ses taux alors que les Etats-Unis sont proches du plein emploi, estime Dominicé, qui prévoit une bulle techno dès 2016-2017. **PAGE 13**

«Notre internationalisation a lieu en Suisse dans les technologies»

SWISSCOM. Entretien avec le président du conseil et ancien dirigeant du groupe Coop sur les grands fondamentaux.

ELSA FLORET

Swisscom a bien défendu sa position en Suisse, mais il y a encore de nombreuses possibilités de croissance horizontale. «Et nous n'envisageons aucun développement à l'international», affirme Hansueli Loosli, ancien président exécutif du groupe Coop à Bâle, actuel président du conseil d'administration de Swisscom (coté au SMI et contrôlé par l'actionnaire majoritaire qu'est la Confédération).

Pas de stratégie de développement en Europe, malgré des



HANSUELI LOOSLI. Internet à la base du core business.

moyens considérables à disposition, mais des services basés en Suisse et offerts à l'international (stockage de données en particu-

lier). Le président ne laisse pas dire que les prix élevés de la téléphonie en Suisse équivalent à de la parafiscalité, la Confédération étant le principal bénéficiaire des confortables dividendes de l'opérateur de référence. Ailleurs en Europe et dans le monde, les opérateurs privés contrôlés par l'Etat font davantage de distribution au détriment des investissements. Swisscom reste une référence technologique et réalise 70% de ses ventes avec des produits qui ont moins de dix ans.

Le maître-mot est en fait «investissement dans l'infrastructure

sur internet», qui représente le véritable core business.

Depuis cinq ans, les dépenses d'investissement technologique ont beaucoup augmenté avec un retour qui peut s'étaler sur plusieurs années. Cette stratégie est voulue et soutenue par la Confédération.

«Le coeur de notre diversification horizontale est lié au processus de digitalisation de l'économie, qui devient plus collaborative, dit-il. L'essor de Airbnb et Uber, par exemple, a été rendu possible grâce à l'infrastructure sur Internet.» **PAGE 5**

L'ASSUREUR HELVETIA ET SES AMBITIONS EN SUISSE ROMANDE

La puissance du canal Smile.direct

STEFAN LOACKER. Directeur général (CEO) du groupe d'assurance Helvetia après la reprise du réseau de National. Relativement bien implanté dans la partie francophone. Tant par ses agences que la plateforme numérique smile.direct. Entretien sur les développements récents du groupe. La partie non-vie est en nette progression. **PAGE 3**



ÉDITORIAL GRÉGOIRE BARBEY

La présidence un peu trop transversale

La présentation du projet de budget est toujours un exercice politique très délicat. On l'appelle d'ailleurs à Genève le grand oral du ministre des Finances. Il était hier d'autant plus compliqué que le Département a annoncé il y a deux semaines un déficit inattendu de plus de 200 millions de francs sur l'exercice en cours. Hier, lorsque le Conseil d'Etat a présenté son projet à la presse, l'exercice avait quelque chose de très étrange (*lire page 9*).

Si le conseiller d'Etat en charge des Finances Serge Dal Busco a pu prendre la parole lors de la conférence de presse, ce n'était qu'après avoir préalablement obtenu la permission du président du gouvernement. François Longchamp ne s'est effectivement pas contenté d'introduire la présentation au nom du Conseil d'Etat. Il a joué le rôle de médiateur et d'intervenant du début à la fin. A tel point qu'on s'est demandé si la compétence du budget relevait encore du Département des finances. Même durant la session des questions, il n'était pas possible de s'adresser directement à Serge Dal Busco. Là aussi, François Longchamp décidait s'il répondait lui-même ou déléguait à l'un de ses collègues.

L'épisode met en lumière un problème de

clarté du fonctionnement du gouvernement. Le Conseil d'Etat était en effet tenu par la Constitution au début de l'actuelle législature de se doter d'une présidence sur cinq ans. Il a carrément choisi de créer un département présidentiel dénué de grande politique publique. Cette décision contribue largement à la confusion qui règne actuellement. En Suisse, le président d'un gouvernement n'a en principe qu'une fonction symbolique ou subsidiaire. Un rôle certes stratégique mais qui ne supprime pas pour autant la structure collégiale de l'Exécutif. En d'autres termes, tous les conseillers d'Etat, président compris, sont sur pied d'égalité. La prestation d'hier lors de la présentation du projet de budget laissait clairement penser le contraire. Le président du Conseil d'Etat semblait accompagné de ses ministres, tel le premier ministre en France. N'est-ce pas difficilement compréhensible que ce ne soit pas de la compétence du conseiller d'Etat en charge des Finances de présenter lui-même le projet de budget? Quand bien même il résulte du travail de l'Exécutif dans son intégralité. Il y a certainement des ajustements à faire sur le périmètre de ce Département présidentiel. ■

Faible sensibilité des cantons aux taux bas

Les variations des revenus fiscaux sont bien plus critiques.

CHRISTIAN AFFOLTER

Les résultats 2014 des cantons montrent qu'ils n'ont guère pu bénéficier des charges particulièrement légères liées au service de la dette, grâce aux taux historiquement bas. Faut-il craindre qu'une hausse de taux fasse passer les finances des cantons dans un état guère maîtrisable? Contrairement à la Confédération et aux communes, l'endettement des cantons devrait légèrement augmenter. Mais si certains cantons ont affiché des résultats déficitaires sur l'exercice 2014, une charge liée au service de la dette trop élevée n'en est responsable dans aucun des cas. La grande diversité des chiffres présentés sur le dernier exercice indique simplement que d'autres facteurs sont beaucoup plus déterminants pour les finances publiques. Si les dépenses ont pu être maîtrisées au point de rester dans bien des cas inférieures au budget, les revenus fiscaux ont souvent manqué les attentes eux aussi. Au

point que des cantons comme Schwyz ou Lucerne ont dû relever une imposition qui reste pourtant faible. La politique fiscale sera d'autant plus déterminante pour les finances cantonales qu'il faudra gérer l'impact de la réforme de l'imposition des entreprises III.

Autre attestation de la faible exposition des cantons à une hausse des taux: aucun d'entre eux n'a une notation de crédit inférieure à A+. Cinq disposent même de la note maximale AAA. La Confédération représente environ la moitié de la dette publique totale, les cantons un peu plus d'un quart. La majorité d'entre eux a même pu générer en 2013 des intérêts nets négatifs. Cela ne correspond plus du tout à la situation au cours des années 1990, qui était nettement plus préoccupante. Non seulement en raison des taux plus élevés: plusieurs cantons ont réussi à se désendetter depuis le tournant du millénaire. Vaud de manière particulièrement spectaculaire. **PAGE 9**



9 771421 948004 3 0 0 3 7

La nouvelle bulle techno dès 2016-2017

MARCHÉS. La situation actuelle post-krach chinois évoque la crise asiatique de 1998. Avec une politique monétaire US inadaptée qui crée des bulles.

SÉBASTIEN RUCHE

Il s'est fait remarquer fin juillet pour sa note annonçant des craintes sur la croissance chinoise et le probable repricing à la baisse des marchés qui s'en suivrait. Alors que le commerce extérieur chinois continue à se dégrader (*lire en page 21*), le Genevois Jean-Evrard Dominici estime que les inquiétudes actuelles sur la croissance mondiale ne déboucheront pas sur un ralentissement économique d'une ampleur catastrophique pour les marchés. Au contraire, le «growth scare» du moment pourrait être suivi, comme ce fut le cas pour la crise asiatique de 1998 et pour la décennie 1920, d'une bulle de grande ampleur dès 2016-2017. Alimentée par l'abondance de liquidités (due à la remontée plus lente que prévu des taux américains) et la rareté des opportunités d'investissement.

Durant le printemps, trois indices consécutifs des directeurs d'achat chinois (PMI) se sont révélés inférieurs à 50, alors que les prévisions de croissance mondiale s'établissaient toujours officiellement autour de 3,5% pour l'an-

née. La contradiction entre ces deux nouvelles a été relevée par le Genevois Jean-Evrard Dominici dans une note du 27 juillet: «La Chine représentant alors environ 16% de la croissance mondiale, les perspectives de croissance toujours très positives du FMI et d'autres institutions allaient logiquement devoir être révisées à la baisse, avec d'évidentes répercussions sur les marchés actions», décrit le CIO du gérant indépendant genevois Semper, depuis son bureau londonien.

Et maintenant? Deux options semblent possibles, poursuit l'ancien sous-directeur de Credit Suisse First Boston et cofondateur de Dominici & Co avec son cousin Michel (avant de quitter l'opérationnel en 2012). Soit un effondrement de la croissance globale, qui se traduira par des marchés très difficiles pour les semestres à venir, soit une simple crainte sur la croissance («growth scare», selon l'expression consacrée), comme celle d'octobre 2014 lorsque le PMI allemand passa sous les 50 (ce qui indique une contraction de l'activité). Dominici penche plutôt pour cette seconde variante, «mais plus

brutale qu'en 2014, notamment parce que des ventes automatiques se sont déclenchées fin août alors que beaucoup d'intervenants importants sur les marchés étaient en vacances».

Le Genevois rappelle aussi que la correction des marchés en 2014 (-8% sur le S&P 500 entre son sommet et son plancher; -15% pour les actions européennes) avait été suivie par un fort rebond. Rebond favorisé par de bonnes statistiques US et l'annonce d'un assouplissement quantitatif en Europe.

Les choses seront-elles différentes cette fois? Le CIO en doute et n'exclut pas un rebond de 15-20% sur six mois, une fois qu'un bottom aura été touché: «Les statistiques PMI japonais, européen et américain publiée la semaine passée sont orientées à la hausse et supérieures aux attentes. Cela peut contribuer à rétablir la confiance, d'autant plus que les entreprises américaines continuent à dégager un rendement du cash flow libre de près de 6%, soit trois fois plus élevé que le rendement des bons du Trésor.»

Passionné d'histoire des marchés

financiers, Jean-Evrard Dominici tire un parallèle entre la situation actuelle et la crise asiatique de 1998, qui s'était produite à la même période de l'année et avait touché l'ensemble des pays émergents. «Mais au troisième trimestre 1998, avec une croissance américaine de 6%, la Fed avait baissé ses taux. L'objectif était pour redonner de la confiance dans les marchés financiers, après la faillite du hedge fund LTCM. Pour des raisons liées à la crise asiatique, la politique monétaire américaine n'était donc pas adaptée à la croissance américaine. Nous sommes aujourd'hui dans un scénario similaire.»

Aujourd'hui, la croissance est certes inférieure – probablement de 3,2-3,5% au troisième trimestre aux Etats-Unis – mais le pays est presque en situation de plein emploi et la baisse du prix du pétrole favorise le consommateur américain. «Logiquement, la Fed devrait déjà avoir remonté ses taux à 0,5% ou 0,75%. Or la hausse sera de 25 points de base, en septembre ou décembre». Comme en 1998, les liquidités sont extrêmement abondantes, alors que les opportunités d'in-

vestissement dans des secteurs en croissance sont très limitées. A l'époque, les capitaux s'étaient concentrés sur les valeurs technologiques et les biotechnologies. «Aujourd'hui, les seules valeurs qui offrent des opportunités de croissance séculière se trouvent dans les médias sociaux et de manière plus générale les nouvelles technologies. Ces secteurs pourraient connaître un énorme bull market très spéculatif à partir de 2016-2017.»

Un autre parallèle ramène aux années 1920, poursuit le spécialiste. «La croissance US était très forte durant cette décennie, mais la Grande-Bretagne avait été encouragée à recoller au dollar alors qu'elle allait très mal, à cause de ses dettes de guerre et de l'impact de la première guerre mondiale sur sa démographie. En conséquence, la Fed avait conservé une politique monétaire beaucoup trop accommodante par rapport à la croissance américaine. Ce qui s'est terminé par une bulle immobilière en Floride et une bulle boursière historique, en particulier sur les nouvelles technologies de l'époque, l'automobile et la radio.» ■

RECHERCHE

S&P: banques challenger au Royaume-Uni

D'après Standard & Poor's, pas moins de 15 banques britanniques de taille relativement modestes par rapport aux six principaux acteurs nationaux sont en mesure de concurrencer ces dernières. Dans une note de recherche publiée, l'agence de notation observe que le paysage concurrentiel du secteur bancaire au Royaume-Uni s'est quelque peu contracté. Suite à la crise financière de 2008, de nombreux établissements ont fusionné, d'autres ont été contraints de quitter l'industrie, alors que certaines ont fait faillite. Seuls six gros acteurs demeurent, profitant d'une marge d'intérêt moyenne de 2,4% et affichant un ratio bénéficiaire opérationnel/chiffre d'affaires de 40%. Mais de plus petits établissements, essentiellement des banques de détail, ne souffrant pas de coûts liés aux actifs toxiques, aux contentieux juridiques ou à des charges ou pénalités diverses, sont en mesure d'occuper une part significative du marché. D'autant que la plupart d'entre eux n'ont pas à assumer des charges liées aux réseaux d'agences typiques des grandes banques universelles.

BLACKROCK: flux ETF records

Les exchange-traded products (ETP) globaux ont recueilli pour 17,2 milliards de dollars de capitaux nouveaux, le mois dernier, d'après les chiffres publiés hier par la société de gestion BlackRock (propriétaire des fonds iShares). De tous les mois d'août au cours des cinq dernières années, le mois dernier aura été le plus solide en termes de flux de fonds positifs pour les émetteurs d'ETP. Les actions non-américaines des marchés développés ainsi que les obligations ont été les classes d'actifs à avoir le plus bénéficié de ces flux. Les fonds exposés à l'Europe ont connu leur troisième mois consécutif d'afflux nets positifs, avec un montant cumulé de plus de 15 milliards de dollars entre juin et août. «En dépit d'un regain de volatilité suscité par les récents développements sur les marchés chinois, les exchange-traded funds (ETF) ont à nouveau fait l'objet de flux de capitaux records», insiste Sven Württemberger, directeur d'iShares pour la Suisse allemande.

STANHOPE: s'appuyer sur la conviction

Les stratèges du family office Stanhope Capital ont attiré l'attention sur le maintien d'un certain niveau de volatilité pendant un certain temps, contraignant les investisseurs à s'appuyer sur leurs convictions les plus fortes en termes d'exposition aux divers actifs financiers. La boutique d'investissement rappelle que par le passé, celle-ci a rarement procédé à de multiples ajustements tactiques durant les phases de volatilité. «Nous avons déjà pris nos bénéfices sur la Chine, s'agissant de la plupart de nos portefeuilles», précise Stanhope Capital dans Capital Bulletin publié hier. «Notre exposition actuelle aux actions est neutre, voire légèrement à surpondérer, par rapport à notre positionnement de long terme», précisent les stratèges.

NOUVEAUX PRODUITS

CREDIT SUISSE: 8,71% discount IBM

Credit Suisse a émis hier à la SIX Structured Products le certificat discount CSOAW (ISIN CH024 8749704) sur l'action IBM, échéance 2 septembre 2016. Le certificat affiche, hier à la clôture des marchés américains, une décote (discount) de 8,71%. Son cap est fixé à 140 dollars. Le rendement maximal annualisé est, au cours spot actuel, de 9,71%.

CREDIT SUISSE: 7,67% discount J&J

Credit Suisse lance le certificat discount CSOAY (ISIN CH024 8749712) sur l'action Johnson & Johnson (J&J), échéance 2 septembre 2016. Le certificat affiche une décote (discount) de 7,67%. Son prix d'exercice est fixé à 90 dollars. Le rendement maximal annualisé est, au cours spot actuel, de 8,44%. Le produit est négocié en dollars, sans couverture contre les fluctuations de changes. L'écart par rapport au cap est de 2,67%.

UBS: discount Deutsche Post

UBS lance le certificat discount DPYGIU (ISIN CH02932195 53) sur Deutsche Post, échéance 31 août 2016. Le prix d'exercice est fixé à 22 euros contre un cours spot de 24,44 euros. Soit un écart cap-spot de 9,98%. Le produit est négocié en euros, sans couverture contre les fluctuations de changes.

BCZ: Lock-in BRC actions suisses

La Banque cantonale de Zurich (BCZ) émet à la SIX la convertible à barrière (BRC) sur les actions suisses Geberit, Swisscom et Swiss Life, échéance 1^{er} septembre 2017. Le produit est assorti d'un coupon de 8,00% (4,00% annualisé).

L'audacieuse projection à 5 ans

ROBECO. Le gérant d'actifs basé aux Pays-Bas publie ses prévisions de performances des actifs financiers 2016-2020.

LEVI-SERGIO MUTEMBA

Le gérant d'actifs Robeco a publié hier la quatrième édition de ses prévisions financières sur cinq ans, portant sur les principales classes d'actifs. Le document, Expected Returns 2016-2020, tente d'analyser l'impact des fondamentaux économiques sur les rendements. L'un des points essentiels que Robeco met en exergue réside dans la permanence d'un certain niveau de volatilité dans les années à venir. Même si le processus de normalisation graduelle de l'économie mondiale semble désormais inéluctable.

Cette volatilité permanente rend d'autant plus difficile à dresser les différents scénarios de croissance et de performance. «L'année en cours a-t-elle confirmé nos attentes précédemment établies?», s'interroge ainsi la société d'investissement. «Certainement pas. Nous ne nous attendions pas, l'an dernier, à ce que le pétrole chute de 60 dollars le baril sur la seule base du développement du gaz de schiste.» De même, le retour de la déflation en Europe, au point de contraindre la Banque centrale européenne (BCE) à prendre des mesures exceptionnelles, était tout aussi imprévu. Ainsi que la prise de contrôle de la Grèce par le parti d'extrême-gauche Syriza, menant à des négociations qui semblaient sans fin.

«Aurons-nous dû prédire ces événements? Non. Car le but de nos prévisions est de dresser un tableau général des développements macroéconomiques et financiers sous-jacents sur un horizon de cinq ans, et non de pré-

RENDEMENTS ATTENDUS DES ACTIFS	Rendements	
	2015	2014
Obligations souveraines de qualité	-3.00%	0.50%
Cash/Marché monétaire	1.50%	0.75%
Obligations «investment grade»	-1.75%	0.75%
Obligations high yield (Europe)	0.50%	2.00%
Actions marchés développés	5.50%	5.50%

Le scénario central est une normalisation graduelle. Pas de stagnation, pas de croissance forte, mais entre deux.
Robeco – Expected Returns Highlights, 2016-2020

dire ce qui peut arriver à court terme. Ce qui nous laisse ainsi quatre ans pour valider ou invalider nos précédentes prévisions», précise Robeco.

Par rapport aux anticipations publiées l'année dernière, le gérant d'actifs basé aux Pays-Bas a rehaussé les chances ou probabilités de son scénario central (70% de chances de réalisation contre 60% auparavant). Soit une normalisation graduelle de l'économie globale, avec un retour progressif de la croissance et de l'inflation. À l'inverse, les chances d'un scénario catastrophe diminuent à 20% contre 30% précédemment.

Robeco insiste cependant sur le fait que les économies les plus avancées sont d'autant plus proches d'un point d'inflexion, où les effets de phénomènes antérieurs peuvent se matérialiser, avec un certain décalage. Ainsi, ce scénario est appelé «derrière la courbe» (behind the curve scenario), pour signifier le retour de l'inflation. Seulement, d'après Robeco, ce ne sont pas les banques centrales qui l'auront suscitée. Des forces plus fondamentales devraient être en jeu. Les taux de

chômage dans les économies les plus matures sont proches du plein emploi: 5,3% aux États-Unis, 5,6% au Royaume-Uni, 6,4% en Allemagne, 3,3% au Japon, et même 4,0% en Chine. Ces économies, en croissance relativement solide, ont un impact bien plus significatif sur la tendance globale que celles, plus modestes, traversant actuellement des pressions déflationnistes.

Le vieillissement de la population en Allemagne et au Japon, par exemple, renforce cette approche de l'inflation de second tour. Dès lors que, en effet, tels que le soulignent les divers rapports de recherche de l'Ocde, la contraction du nombre des capacités sur le marché du travail dû au vieillissement tend à accroître les salaires.

De fait, après avoir quintuplé son bilan, la Fed, notamment, n'observe aucune réaction significative des chiffres de l'inflation suite à son action monétaire. Ce qui peut paraître contre-intuitif par rapport à l'idée reçue, selon laquelle «l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire» (Milton Friedman). «Nous

nous attendons à un pic d'inflation de 3% aux États-Unis, tandis qu'en Europe celle-ci devrait atteindre 2,5% tout au plus dans les cinq prochaines années», prévoit le gérant d'actifs.

En termes de performances attendues des différents actifs, les actions des marchés développés devraient afficher en moyenne un rendement de 5,5% sur cette période. La plus faible performance revient aux obligations gouvernementales de qualité, dont les rendements pourraient être négatifs, à hauteur de 3%. Robeco prévient qu'il est extrêmement rare que de tels actifs enregistrent des rendements négatifs sur cinq ans.

Mais dans le cadre d'un scénario de normalisation graduelle de l'économie, les taux d'intérêt devraient s'accroître de 350 points de base pour le Bund allemand, touchant un pic de 4% d'ici 2020. Aussi, le coupon, bien qu'offrant une visibilité quant aux flux d'intérêts, ils ne sont pas suffisamment élevés pour constituer un tampon face à des pertes potentielles de capital. «Avec un rendement à 10 ans de 0,5% actuellement pour le Dix ans allemand, nous sommes loin de pouvoir appeler cela un amortisseur de perte», insiste la société de gestion. Enfin, Robeco recommande la vigilance et la sélectivité de la part des investisseurs, dans un environnement où la plupart des actifs financiers ne sont plus aussi bon marché. «Nous sommes davantage haussiers que baissiers, bien que la nature des risques et des rendements changera à mesure que l'économie procède à son cycle de reprise.» ■