

# Politique d'Investissement

3<sup>e</sup> trimestre 2021 | Juin 2021

Rédaction | **Gianluca Tarolli, CFA** | Chef économiste et stratéliste, co-CIO

## Points clés

### La fin d'une ère?

En cas d'**endettement** public excessif, comme c'est le cas aujourd'hui dans la plupart des économies développées, la **crédibilité** et la confiance dans les autorités monétaires et politiques sont indispensables pour éviter un effondrement de la devise ou l'explosion du coût de financement de la dette.

Dès lors, les nouveaux plans de relance, à l'image de celui sur les infrastructures en cours de négociations aux États-Unis, doivent désormais s'accompagner de nouvelles sources de financement. Et cela passe obligatoirement par des hausses **d'impôts**.

Dans le but de réduire les inégalités au sein de la société américaine, l'Administration Biden prévoit de relever la fiscalité des ménages les plus aisés: la politique de redistribution orchestrée par l'État va tenter de réussir là où la théorie du ruissellement a échoué. Mais la grande révolution consistant à relever la taxation des bénéfices des entreprises se profile.

Toujours sous l'impulsion des États-Unis, sans lesquels de toute façon rien ne serait possible, le principe d'un taux d'imposition minimum de **15%** et, pour les plus grandes entreprises dont les marges sont supérieures à **20%**, de payer des impôts dans les pays où sont basés leurs clients, a été accepté lors du dernier G7. Un accord comprenant davantage de pays est nécessaire pour que cela puisse être mis en place, mais un véritable consensus semble émerger: l'heure a sonné pour les gagnants de la mondialisation de contribuer au redressement des finances publiques.

Les premières **estimations** de ces changements ne sont néanmoins pas trop alarmantes: la réduction des bénéfices pour 2022 ne serait que de quelques pourcents pour les entreprises du S&P 500, les secteurs de la technologie et de la santé risquant d'être les plus touchés. En Europe, l'impact s'annonce marginal, de l'ordre de 2%.

Une des conséquences de la pandémie semble donc être la fin, **après quarante ans**, de la baisse quasi ininterrompue de la fiscalité des entreprises (**graphe 1**).

## Scénario et conclusions

- Forte **accélération** de la croissance au S2 hors Chine
- **Tassement** de la contribution du crédit à la croissance chinoise
- Redressement de **l'inflation**
- Relèvement de la **taxation** des bénéfices des entreprises

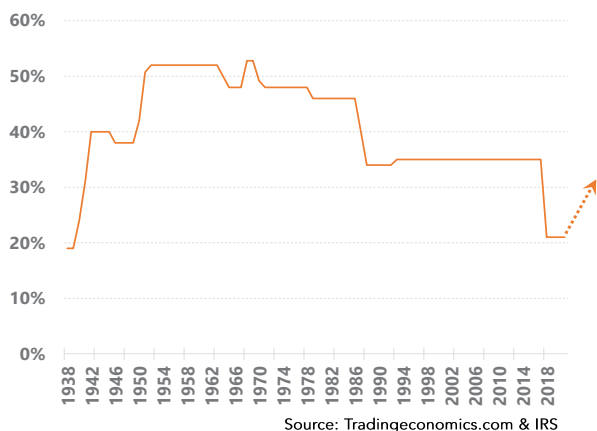
- **Actions:** «neutre». Poursuite de la rotation vers des valeurs plus cycliques et «value»
- **Obligations:** préférence pour le portage (segment à haut rendement, dette souveraine émergente en USD et chinoise en RMB)
- **Devises:** inchangé
- **Liquidités:** inchangé

### Allocation d'actifs

	UW (-)	N (=)	OW (+)
<b>Actions</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Obligations souveraines</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Crédit</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Investissements alternatifs</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Liquidités</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Actions</b>			
<b>Etats-Unis</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Europe</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Suisse</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Japon</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Marchés émergents</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Obligations</b>			
<b>Souveraines</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Entreprises de qualité (inv. grade)</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Entreprises à hauts rendements</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Souveraines marchés émergents (USD)</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Souveraines marchés émergents (local)</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

## Economie: l'inflation est-elle de retour?!

**Graph 1** | États-Unis: le taux d'imposition sur les bénéfices va remonter!



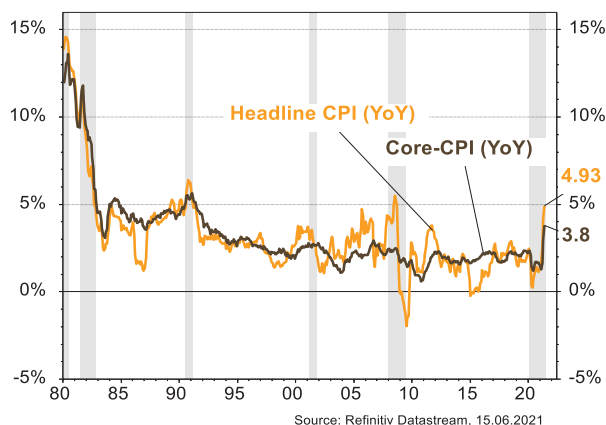
La **croissance** annuelle de l'indice général **des prix** aux États-Unis a été **de 5%** en mai, son plus haut niveau depuis 2008; celle de l'inflation sous-jacente, hors alimentation et énergie, s'est élevée à **3.8%**, un record depuis 1992. En Chine, les prix à la production progressent de **9%** sur un an et, même en Allemagne, les prix à la consommation sont en hausse de 2.4% sur un an en mai, contre 0.6% en Suisse.

Pas étonnant à la lecture de ces chiffres que l'inflation soit devenue le sujet qui occupe le devant de la scène sur le front économique.

**Deux grands camps** s'opposent. Le **premier**, qui défend la thèse d'une inflation transitoire, est chapeauté ni plus ni moins par la Réserve fédérale américaine. Le **second** considère qu'une inflation plus durable devrait s'installer et que nous sommes à l'aube d'un changement de régime après 40 ans de désinflation (**graph 2**).

Les partisans de la nature **transitoire** de l'inflation considèrent que les effets de base que nous vivons aujourd'hui, liés à l'effondrement des prix au printemps dernier, vont graduellement se dissiper avec la fin des

**Graph 2** | États-Unis: accélération de la croissance des prix!



restrictions. De même, les tensions que l'on observe sur certains segments (goulets d'étranglement dans le secteur des transports, dans les semi-conducteurs, dans certaines matières premières et même dans quelques secteurs d'activité au niveau de l'emploi) ne devraient pas résister au retour à la normale d'ici quelque mois. Enfin et surtout, pour les défenseurs de cette position, les forces désinflationnistes qui ont prévalu ces dernières décennies (globalisation, innovation technologique, endettement élevé et évolution démographique) ne vont pas disparaître et vont à nouveau exercer une pression baissière sur les prix.

Les arguments en faveur d'une inflation **plus permanente** sont tout aussi pertinents et convaincants. En effet, en réponse à l'argument d'un excès de demande tributaire d'un problème d'offre et donc transitoire, les partisans d'un changement de régime en matière d'inflation considèrent que la demande, soutenue par les aides gouvernementales dans le cas des ménages et par les projets d'investissement pour les entreprises, va dépasser l'offre disponible suffisamment longtemps pour déclencher une spirale haussière durable sur les

## Marchés financiers

\*) Au 14.06.2021

	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T2*	Depuis le 31.12.2020	P/BPA à 12 mois	Rendement sur dividende	Prix / Actifs nets	BPA à 12 mois	BPA 2021	BPA 2022	BPA 2023
<b>Marchés des actions</b>										
Etats-Unis	4 132.56	7.20%	12.70%	21.70	1.9%	4.7	20%	36%	11%	11%
Europe	458.32	6.69%	14.90%	16.91	2.4%	2.1	25%	46%	12%	9%
Japon	1 959.75	0.29%	8.60%	15.62	2.0%	1.3	20%	25%	13%	9%
Suisse	11 866.41	7.40%	11.00%	18.06	2.7%	3.2	9%	9%	10%	8%
Royaume-Uni	4 074.57	6.40%	11.00%	13.57	3.0%	1.8	30%	67%	8%	6%
Marchés Emergents (USD)	1 383.19	5.07%	7.12%	14.22	2.3%	2.1	25%	49%	11%	10%
Monde (USD)	3 019.88	7.40%	12.30%	19.60	2.1%	3.2	21%	37%	11%	9%

Source: Datastream, Consensus IBES

prix. L'accélération de la croissance des salaires, qui reflète depuis quelques mois la réticence des Américains à retourner au travail en raison de la largesse des mesures de chômage associées à la pandémie, devra se maintenir pour qu'une telle spirale se mette en place. Dans ce contexte, la volonté politique affichée par de nombreux dirigeants du monde développé de relocaliser la production de biens essentiels se traduira par un ralentissement de la globalisation et donc par une hausse des coûts de production. De même, la nécessité de réduire les inégalités afin de limiter les tensions sociales et la polarisation politique passe nécessairement soit par un relèvement de la fiscalité des plus aisés, soit par un redressement des salaires les plus bas. Dans les deux cas, l'issue est plutôt inflationniste.

De même, la **transition énergétique et écologique** n'est pas gratuite: son coût est estimé à USD~4'000mia/an. Plus généralement, le relèvement de la fiscalité, qu'elle soit sur les épaules des consommateurs ou des entreprises qui produisent, conduira à alourdir les coûts et à alléger le portemonnaie ou les bénéfices.

Sans croire comme certains le prédisent à un retour de l'inflation comme dans les années 1970, nous pensons que les politiques économiques très expansionnistes qui sont venues, contrairement à 2008, s'ajouter à celles monétaires très accommodantes, sont de nature à entretenir la croissance des prix **plus durablement**. Aux États-Unis, l'effort cumulé (État et Banque centrale) représente 30% du PIB comme lors de la Seconde Guerre mondiale (!), et sans commune mesure par rapport à 2008 (moins de 15% du PIB). En outre, la Fed s'accommode volontiers d'un niveau d'inflation supérieur à celui connu ces dernières années (une moyenne de 1.8% au cours de la dernière décennie).

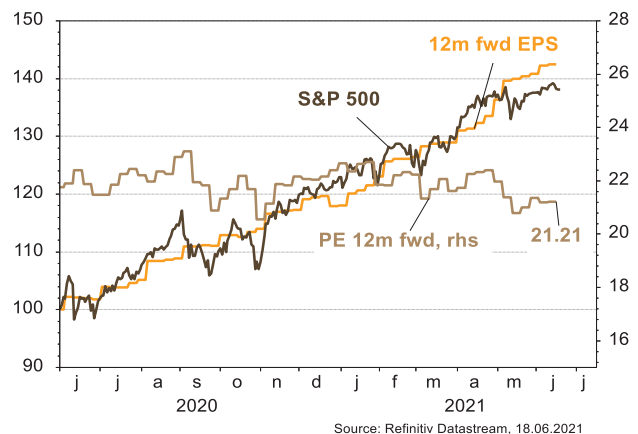
En effet, malgré les révisions fortement haussières des perspectives de croissance et d'inflation, les banques centrales américaine et européenne conservent leur biais très accommodant. Après avoir testé leur détermination en début d'année en faisant remonter les taux

longs, les marchés semblent résignés pour l'instant. Ils auront largement le temps de réagir si l'inflation ne devait pas ralentir et/ou si l'activité devait se révéler encore plus forte qu'estimée.

Concernant l'**activité économique**, la reprise suit son cours, au rythme des réouvertures. Aux **États-Unis**, les indices de confiance des directeurs d'achats (ISM manufacturier et des services) ont probablement déjà franchi un pic. Les données sur l'activité, en particulier de consommation, confirment cet optimisme et affichent de forts rebonds. Au T1, le PIB a crû de plus de 6.4% t/t annualisé et le T2 s'annonce encore meilleur. La **zone euro** confirme son retard, avec un PIB au T1 en léger recul (-1,3% t/t annualisé), mais moins prononcé qu'attendu, tout comme la **Suisse** qui enregistre une contraction de 2% t/t annualisé sur la même période. Le T2 confirmera la reprise avec la fin des restrictions.

La contribution du crédit à la croissance de l'activité ralentit en **Chine**: c'est un signe que, même si la conjoncture reste très porteuse, l'accélération au sein de l'économie la plus avancée dans le cycle est terminée.

**Graph 3** | Actions: la progression des indices repose sur les BPA et non pas la valorisation



Obligations souveraines à 10 ans	Niveau au 14.06.2021	Variation T2*) (en pb)	Var. depuis le 31.12.2020 (en pb)
Taux USD - Etats-Unis	1.50%	-25	59
Taux EUR - Allemagne	-0.25%	8	32
Taux JPY - Japon	0.04%	-6	1
Taux CHF - Suisse	-0.23%	12	32
Taux GBP - Royaume-Uni	0.78%	-10	54
Marchés émergents (USD)	3.91%	-7	34
Marchés émergents (devise locale)	6.01%	-81	-2
Matières premières	Prix	Trimestre T2*)	Depuis le 31.12.2020
Or (USD/once)	1 864.56	9.4%	-1.7%
Brent (USD/bl)	72.38	14.0%	39.0%

FX	Niveau au 14.06.2021	Variation T2*)	Variation depuis le 31.12.2020
EUR vs CHF	1.0901	-1.45%	0.79%
EUR vs USD	1.2109	3.04%	-1.36%
EUR vs JPY	133.3513	2.68%	5.56%
EUR vs NOK	10.0718	0.39%	-3.86%
GBP vs EUR	1.1662	-0.66%	5.41%
GBP vs USD	1.4120	2.34%	3.29%
USD vs CHF	0.8991	-4.47%	1.71%
USD vs CAD	1.2135	-3.45%	-4.75%
AUD vs USD	0.7721	1.37%	0.05%

Source: Datastream

## Préférences monétaires

Rang 1 Appréciation attendue	Rang 2 Stabilisation	Rang 3 Dépréciation attendue
<b>USD</b>	<b>GBP   JPY   OR   NOK</b>	<b>CHF   EUR</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>USD</b>: profite de la divergence des politiques monétaires</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>GBP</b>: valorisation intéressante et reprise économique anticipée (vaccination)</li> <li>▪ <b>JPY</b>: valorisation attrayante et devise de refuge</li> <li>▪ <b>OR</b>: devise de protection et actif de diversification</li> <li>▪ <b>NOK</b>: stabilisée avec le rebond des cours du pétrole</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>CHF</b>: valorisation élevée; pénalisé par l'appétit pour le risque</li> <li>▪ <b>EUR</b>: pénalisé par un redémarrage tardif et une BCE plus accommodante</li> </ul>

## Conclusions d'investissement

Depuis juin 2020, la valorisation des actions, mesurée par le ratio prix/BPA à 12 mois, demeure inchangée sur les marchés américains. Ceci peut paraître étonnant, mais la progression des indices sur la période, d'environ +40%, repose exclusivement sur l'amélioration attendue de la **croissance des bénéfiques (graphe 3)**.

Si cette évolution est plutôt saine car basée sur l'évolution des fondamentaux - les bénéfiques - elle indique également que les investisseurs ne veulent pas payer plus cher les marchés des actions. La poursuite de leur progression semble désormais dépendante des nouvelles révisions haussières des perspectives de croissance. Elles sont certes encore possibles, mais elles seront clairement plus **modestes** qu'au cours des derniers mois. Le potentiel de hausse paraît donc plus limité. Tout en restant exposés aux marchés des actions, nous avons acheté des **protections** (options PUT) pour l'ensemble de nos stratégies. Le but consiste à protéger la per-

formance accumulée depuis le début de l'année à un moment où les surprises positives pourraient se raréfier.

Ceci étant, les **alternatives** aux actions manquent. L'étonnant mouvement baissier sur les taux d'intérêt observé au cours du T2 n'arrange pas les investisseurs les plus prudents. Dans un environnement où les perspectives de croissance demeurent plus que satisfaisantes et en dépit de valorisations absolues élevées, le recul des taux d'intérêt redonne en fait de l'intérêt à terme aux... actions! Nous envisageons de relever notre exposition dès qu'une occasion se présentera et restons actifs à l'intérieur des différentes classes d'actifs: à titre d'exemple, nous avons pris nos bénéfiques sur les actions liées aux métaux industriels et renforcé notre exposition aux obligations asiatiques. Nous avons également constitué de nouvelles positions sur les dettes hybrides d'entreprises dont le couple rendement/risque nous semble plus attrayant que le crédit de qualité.

Clôture de la rédaction | 14 juin 2021

Ce document a été produit uniquement à des fins d'information générale et est exclusivement fourni par Bordier & Cie SCmA dans le cadre d'une relation contractuelle existante avec le destinataire qui le reçoit. Les vues et opinions exprimées sont celles de Bordier & Cie SCmA. Son contenu ne peut être reproduit ou redistribué par des personnes non autorisées. Toute reproduction ou diffusion non autorisée de ce document engagera la responsabilité de l'utilisateur et sera susceptible d'entraîner des poursuites. Les éléments qui y figurent sont fournis à titre informatif et ne constituent en aucun cas une recommandation en matière d'investissement ou un conseil juridique ou fiscal fournis à des tiers. Par ailleurs, il est souligné que les dispositions de notre page d'informations légales sont entièrement applicables à ce document, notamment les dispositions relatives aux limitations liées aux différentes lois et réglementations nationales. Ainsi, la Banque Bordier ne fournit aucun service d'investissement ni de conseil à des «US Persons» telles que définies par la réglementation de la Commission américaine des opérations de Bourse (SEC). En outre, l'information figurant sur notre site Internet – y compris le présent document – ne s'adresse en aucun cas à de telles personnes ou entités.

Politique d'Investissement | Juin 2021

4/4  
Design ClPa

**Bordier & Cie SCmA** | Banquiers Privés depuis 1844

Rue de Hollande 16 | case postale 5515 | CH-1211 Genève 11 | t +41 58 258 00 00 | f +41 58 258 00 40 | bordier.com