

Politique d'Investissement

4^e trimestre 2021 | Septembre 2021

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

Points clés

«Jackson Hole» et banques centrales

À la fin du mois d'août, les investisseurs ont suivi de près le traditionnel symposium annuel des banquiers centraux à **Jackson Hole**, à l'affût de toute déclaration leur permettant d'obtenir des précisions concernant la future politique monétaire, en particulier celle de la Fed américaine.

Au final, les annonces n'ont **pas vraiment surpris**. Si le président de la Réserve fédérale américaine, J. Powell, a reconnu que la croissance de l'inflation était plus rapide qu'escompté, il réitère l'opinion de la Banque centrale selon laquelle sa nature est transitoire. De même, la reprise de l'activité se révèle certes plus dynamique qu'anticipé, mais il tempère cette bonne nouvelle en évoquant l'incertitude de la réouverture totale de l'économie en raison de l'évolution de la pandémie. Dès lors, les éléments qui auraient pu induire un resserrement monétaire prématuré, à savoir plus de croissance et plus d'inflation, sont pour l'instant écartés. Néanmoins, une réduction graduelle des achats d'actifs (USD120mia/mois actuellement), le «**tapering**», devrait être annoncée d'ici à la fin de l'année. Un relèvement des taux directeurs ne semble pas d'actualité, et ne devrait pas intervenir avant début 2023.

L'absence de véritable réaction des marchés indique que cette communication a été correctement escomptée: la Fed conserve un biais toujours accommodant, favorable à l'appétit pour le risque des investisseurs.

En relevant ses perspectives de croissance et d'inflation en septembre par rapport à celles de juin, la **BCE** a décidé de réduire le rythme de ses achats d'actifs (de EUR80mia/mois à ~EUR65mia/mois) dans le cadre du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), dont l'échéance est toujours prévue pour mars 2022. Le programme plus traditionnel de rachats (APP) se poursuivra et pourra, en fonction des besoins, être adapté.

Bien que, à ce stade, ces changements ressemblent plus à des ajustements et que les **conditions financières** restent très accommodantes, nous observons un premier pas vers un retrait des banques centrales. Le processus sera graduel, mais il témoigne de la fin de l'urgence liée à la pandémie. C'est en fait une bonne nouvelle...

Scénario et conclusions

- Le cycle économique a franchi son pic de croissance
- En Chine, le PCC reprend la main**
- Les tensions **inflationnistes persistent**
- «**Tapering**» d'ici à la fin de l'année aux États-Unis

- **Actions:** «neutre» avec protections PUTS: progression attendue plus chahutée
- **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 (+)
Actions	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Obligations souveraines	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Crédit	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Investissements alternatifs	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Liquidités	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Actions			
Etats-Unis	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Europe	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Suisse	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Japon	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Marchés émergents	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Obligations			
Souveraines	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Entreprises de qualité (inv. grade)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Entreprises à hauts rendements	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Souveraines marchés émergents (USD)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Souveraines marchés émergents (local)	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Economie: doit-on craindre un risque de «stagflation»?

«**Équité et prospérité** non seulement peuvent, mais doivent marcher main dans la main»: cette déclaration n'émane pas du Parti communiste chinois, mais de Heather Boushey, membre du conseil économique de la Maison Blanche. Elle s'inscrit dans le courant de pensée du Professeur J. Stiglitz, prix Nobel d'économie, ou encore de la Secrétaire au Trésor américain J. Yellen, loin en tous les cas du libéralisme de l'École de Chicago qui dominait jusqu'à récemment. Le postulat de départ est que le marché ne peut à lui seul résoudre et régler tous les problèmes, et les sorties de route, sans encadrement suffisant, sont trop nombreuses et dangereuses. En particulier, la croissance **des inégalités**, au-delà de toute considération politique, représente un frein à la croissance économique, en plus d'être une source de tensions sociales et politiques. Les plans de relance de l'administration Biden veulent les réduire, mais certains obstacles perdurent. En effet, si l'enveloppe de plus de mille milliards de dollars pour l'infrastructure («build back better») a franchi l'écueil du Sénat, le vrai tournant viendra des USD3'500mia prévus pour les infrastructures «humaines» (santé, éducation) encore en discussion au Congrès. Leur application passera inévitablement par un rééquilibrage de la rémunération et/ou de la taxation des principaux facteurs de production que sont le travail et le capital.

À plus court terme, les dernières statistiques publiées ont déçu, tant sur le plan de la confiance des agents économiques (ménages et entreprises) que sur celui de l'activité (ventes de détail). Le **PIB du T3** pourrait se tasser après une croissance très soutenue au T1 (+6.3% t/t annualisé) et au T2 (+6.6% t/t annualisé). Nous sommes néanmoins confiants quant à l'activité au dernier trimestre, en raison de la poursuite de l'amélioration du **marché du travail**. Avec la fin du surplus des allocations de chômage, dont les montants ont permis à certains chômeurs de gagner plus qu'en travaillant, l'incitation à retrouver un emploi augmente. Et comme l'offre d'emplois des entreprises (10.9mio) dépasse le nombre de chômeurs (8.4mio), le taux de chômage devrait pour-

suivre sa décline assez rapidement (**graphe 1**). Il reste encore 5.3mio d'emplois à récupérer pour retrouver le niveau d'avant la pandémie.

Graphe 1 | États-Unis: les postes à pourvoir plus nombreux que les sans emplois!



Le tassement temporaire de l'activité s'accompagne de **tensions inflationnistes** (la croissance des prix est de 5.3% a/a en août) qui font craindre un risque de **stagflation** (faible croissance et forte inflation) (**graphe 2**). En effet, si la croissance des salaires ne devait pas compenser au minimum la hausse des prix, la perte du pouvoir d'achat des ménages pénaliserait sérieusement la consommation et donc la poursuite du cycle. Nous n'en sommes pas là, mais l'incertitude augmente.

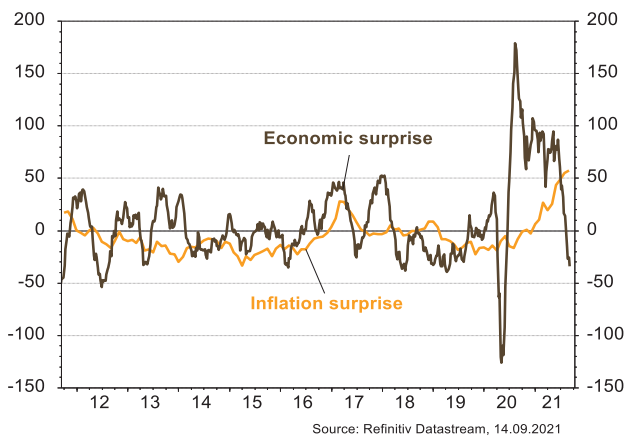
La reprise dans la **zone euro** se confirme. Elle a accéléré au T2 avec une croissance du PIB de 9.2% t/t annualisé et se rapproche du niveau de fin 2019. En août, les ventes de détail sont supérieures de 5% par rapport à février 2020 et la production industrielle s'en rapproche. Les premiers fonds européens («Next Generation») commencent à affluer dans les différentes capitales et permettront de soutenir l'activité. Bien qu'encore un peu en retard sur le cycle américain ou chinois, les tensions sur les prix y sont bien visibles également (l'indice des prix

Marchés financiers

*) Au 21.09.2021	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T3*	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
Marchés des actions										
Etats-Unis	4 240.97	1.37%	15.60%	22.02	1.8%	5.1	14%	46%	8%	10%
Europe	454.12	0.28%	13.80%	16.33	2.5%	2.2	17%	57%	9%	8%
Japon	2 100.17	8.10%	16.00%	15.05	1.8%	1.4	19%	39%	8%	8%
Suisse	11 766.42	-1.50%	9.90%	18.54	2.5%	3.3	9%	11%	9%	8%
Royaume-Uni	3 986.90	-0.69%	8.50%	12.52	3.6%	1.9	16%	81%	5%	3%
Marchés Emergents (USD)	1 258.23	-8.47%	-2.56%	13.18	2.5%	2.1	16%	54%	8%	8%
Monde (USD)	3 046.20	0.96%	13.20%	19.57	2.1%	3.4	15%	47%	8%	9%

Source: Datastream, Consensus IBES

Graphe 2 | G10: l'inflation surprend à la hausse, la croissance plutôt à la baisse!



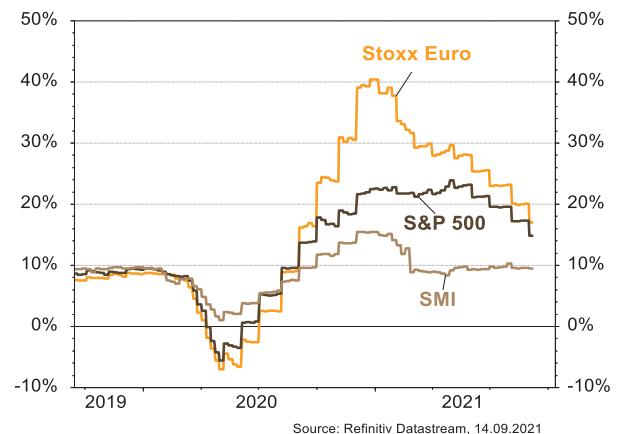
à la consommation progresse de 3% a/a, au plus haut depuis 10 ans). En outre, les demandes de hausse de salaires de la part des syndicats (p. ex. le secteur public allemand réclame une augmentation de 6%) peuvent, en cas de généralisation, contribuer à entretenir cette spirale.

Si certains excès du capitalisme représentent des enjeux politiques importants et alimentent les débats au sein même des économies libérales, les récentes décisions du **gouvernement chinois** ne peuvent pas surprendre. Pour assurer une «prospérité partagée», raison d'être du PCC, des restrictions sur l'éducation (privée), sur la détention de données privées par les entreprises du numérique et une hausse des impôts des plus fortunés ont été annoncées. L'avenir dira si ces mesures brideront l'innovation ou la création d'entreprises. C'est un risque, mais c'est le prix à payer pour maintenir le contrôle de l'économie et de la société, et plus généralement du «capitalisme communiste». Par ailleurs, pour contrer le ralentissement en cours, la PBoC (banque centrale) a réduit le taux de réserve des banques afin de stimuler la reprise du crédit. D'autres mesures destinées à relancer l'activité sont envisageables, surtout dans le cas d'une contamination à l'ensemble du secteur d'un potentiel

défaut d'Evergrande, principal promoteur immobilier du pays. D'ici là, le rebond du commerce mondial (exportations: +25.6% a/a et importations: +33.1% a/a en août) rassure.

Après une légère contraction au T1, **l'économie suisse** affiche une croissance solide de +1.8% t/t de son PIB au T2 (+7.7% a/a). La levée de nombreuses restrictions a permis à la consommation privée de rebondir fortement (+4.1% t/t) et la poursuite de l'effort public (+5.5% t/t) dans sa lutte contre la pandémie (vaccins, tests) a été le principal contributeur. Notons au passage que 0.2% de croissance provient des événements sportifs des J.O. de Tokyo et du championnat d'Europe de football, les sièges de ces associations étant situés dans le pays. Le «trou» causé par la pandémie est en passe d'être comblé: le niveau du PIB trimestriel n'est plus qu'à 0.5% de celui observé avant la pandémie (T4 2019). Les données disponibles pour le T3 indiquent que la croissance restera solide, avant de logiquement fléchir au T4. Comme ailleurs dans le monde, les prix se redressent (+0.9% a/a), mais ne représentent pas une source d'inquiétude durable, ni pour l'économie et encore moins pour la BNS.

Graphe 3 | Actions: croissance des BPA attendus à 12 mois (consensus IBES)



	Niveau au 21.09.2021	Variation T3* (en pb)	Var. depuis le 31.12.2020 (en pb)
Obligations souveraines à 10 ans			
Taux USD - Etats-Unis	1.31%	-14	40
Taux EUR - Allemagne	-0.32%	-7	26
Taux JPY - Japon	0.05%	-1	2
Taux CHF - Suisse	-0.23%	1	32
Taux GBP - Royaume-Uni	0.80%	5	56
Marchés émergents (USD)	3.97%	2	40
Marchés émergents (devise locale)	6.34%	9	31
Matières premières			
	Prix	Trimestre T3*	Depuis le 31.12.2020
Or (USD/once)	1 764.60	0.0%	-7.0%
Brent (USD/bl)	73.45	-1.4%	41.0%

	Niveau au 21.09.2021	Variation T3*	Variation depuis le 31.12.2020
FX			
EUR vs CHF	1.0882	-0.73%	0.61%
EUR vs USD	1.1736	-1.07%	-4.40%
EUR vs JPY	128.4064	-2.44%	1.65%
EUR vs NOK	10.2245	0.19%	-2.40%
GBP vs EUR	1.1715	0.56%	5.89%
GBP vs USD	1.3670	-1.05%	0.00%
USD vs CHF	0.9281	0.41%	4.99%
USD vs CAD	1.2817	3.50%	0.60%
AUD vs USD	0.7254	-3.38%	-6.00%

Source: Datastream

Préférences monétaires

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

Conclusions d'investissement

Le rythme de progression des **indices actions** a ralenti par rapport au premier semestre. Le principal moteur de la hausse, à savoir la dynamique de croissance bénéficiaire qui s'est fortement redressée, a logiquement commencé à décélérer. Par ailleurs, le changement de cap des principales banques centrales, quoique graduel et encore à venir, va réduire l'excès de **liquidité** qui a contribué à stimuler l'appétit pour le risque des investisseurs.

La toile de fond se dégrade donc et le profil rendement/risque de la classe d'actif en souffre. Néanmoins, les conditions financières demeurent très accommodantes et la croissance des profits des entreprises, quoique plus modérée, va se poursuivre (**graphe 3**).

Dès lors, nous maintenons inchangée notre allocation au risque actions (neutre), mais profitons de la faiblesse de **la volatilité** pour acheter des **protections** (options PUTS) afin de tenir compte du relèvement du niveau de risque.

Au sein **des obligations**, nous restons à l'écart du risque de duration (maturité longue sur les obligations souveraines ou d'entreprise de grande qualité) et privilégions le risque crédit, y compris à haut rendement, ainsi que les segments des hybrides et des «rising stars» (obligations dont la note a été dégradée en début de pandémie, mais dont l'amélioration rapide des fondamentaux devrait leur permettre de retrouver leur statut précédent). Les obligations souveraines chinoises, en monnaie locale, continuent d'offrir un surplus de rendement attrayant.

Si l'**or**, pris isolément, offre un intérêt limité (hausse des taux d'intérêt et appréciation du dollar américain), il représente le seul actif avec des caractéristiques de protection et de diversification au sein d'un portefeuille multi-actifs. Par ailleurs, il est possible d'extraire de sa volatilité, particulièrement élevée pour un actif défensif, des rendements intéressants avec des produits structurés.

Clôture de la rédaction | 15 Septembre 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 | Septembre 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