

# Politique d'Investissement

2<sup>e</sup> trimestre 2022 | Mars 2022

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

## Points clés

### Fed et BCE: entre le marteau et l'enclume

La flambée des prix des **matières premières** complique sérieusement la tâche des **banques centrales**.

En début d'année, leur changement de cap, bien que tardif, vers des politiques monétaires moins accommodantes se justifiait non seulement par un niveau de croissance des prix déjà supérieur aux objectifs, mais aussi par des perspectives de croissance de l'activité économique qui étaient encore très encourageantes.

Aujourd'hui, la donne a changé et leur position est devenue moins confortable. En effet, la forte hausse, que l'on peut qualifier de **choc**, des prix de l'énergie et des denrées alimentaires (**graphe 1**) agit comme un impôt global sur les entreprises et les ménages, pénalisant les dépenses d'investissement des uns et les dépenses de consommation des autres. Dès lors, relever les taux directeurs revient à appuyer davantage sur la pédale de frein de l'activité, sans pour autant avoir un impact direct sur l'origine de la hausse des prix... La question de la **priorité** de la mission des banques centrales est donc cruciale: doivent-elles privilégier la croissance ou contrer l'inflation ?

Aux États-Unis, la **Fed** doit à la fois tenir l'inflation sous contrôle, tout en assurant le plein emploi. Comme l'économie américaine sera moins affectée que d'autres par la situation géopolitique, la priorité de la banque centrale pourrait rester celle de l'inflation. Elle entamera donc un processus de **resserrement** monétaire (arrêt des achats d'actifs, relèvement des taux d'intérêt, puis réduction du bilan), quoique à un rythme moins soutenu qu'initialement anticipé.

Dans la zone euro, le dilemme de la **BCE** est plus marqué. Sa principale mission consiste à maîtriser l'inflation, sans objectif spécifique en matière d'activité. Or, la dynamique économique sur le Vieux Continent sera bien plus pénalisée par la situation en cours, et subira, elle aussi, une hausse des prix. En juin 2008, son Président de l'époque avait relevé les taux en raison d'un cours du pétrole à USD 150/bl, alors que l'activité ralentissait fortement.

Difficile d'imaginer la **même erreur** mais quoiqu'il en soit, sa décision s'annonce délicate.

## Scénario et conclusions

- La hausse des prix des matières premières représente un **risque** majeur dans la poursuite du **cycle** économique
- **Les politiques monétaires** sont inefficaces pour combattre ce type de choc
- **L'intervention des États** pourrait se révéler nécessaire pour limiter l'impact du conflit sur l'économie, en particulier en Europe

- **Actions:** sous-pondérées en raison de l'accroissement du risque sur l'activité
- **Obligations:** maintien d'une durée courte et des obligations chinoises en RMB. Réduction du risque crédit, surtout celui à haut rendement
- **Devises:** relèvement du CHF
- **Liquidités:** surpondérées

### Allocation d'actifs

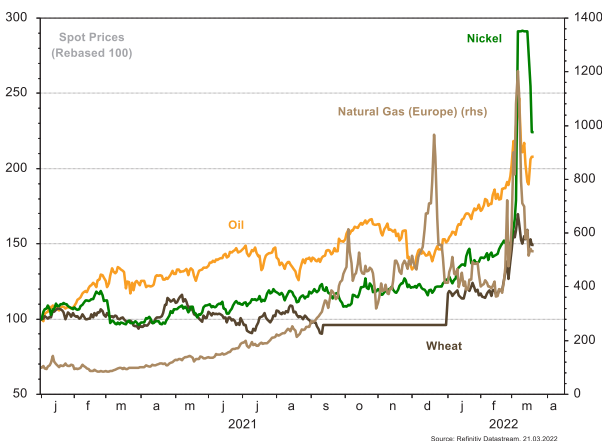
	UW (-)	N (=)	OW (+)
<b>Actions</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Obligations souveraines</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Crédit</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<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 type="checkbox"/>	<input checked="" 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 checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Souveraines marchés émergents (USD)</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Souveraines marchés émergents (local)</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

## Économie: menace sur la croissance ?

La situation géopolitique internationale, le conflit armé entre la Russie et l'Ukraine, l'impact sur les cours des matières premières et les sanctions mises en place évoluent de jour en jour et nul ne sait vraiment ni quand, ni comment la situation va se résorber. S'il est **impossible d'anticiper** le développement de la conjoncture économique au cours des prochains mois, une **approche par scénario**, quoique malheureusement peu conclusive, nous permet d'envisager diverses issues. À chacun d'y associer la probabilité d'occurrence qu'il juge la plus adéquate.

Le **scénario** le plus **optimiste** concerne l'arrêt rapide des hostilités, un accord entre les belligérants sur le découpage et le nouveau statut (neutre) de l'Ukraine, ainsi que la levée des sanctions à l'encontre de la Russie. Le recul des prix des matières premières, notamment énergétiques, permettrait de renouer avec la **tendance positive** qui prévalait encore en début d'année.

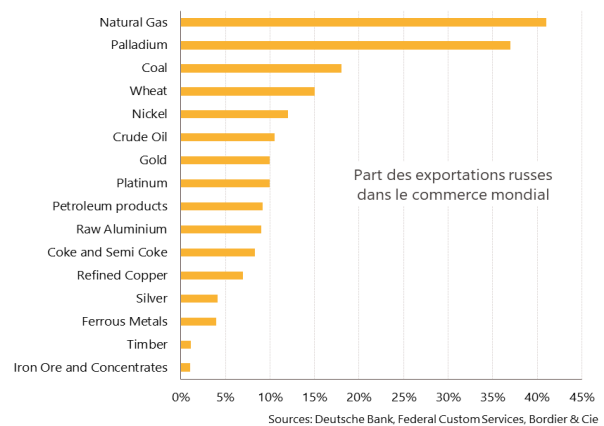
**Graphe 1** | Monde: nous assistons à un véritable choc sur le prix des matières premières



À l'opposé, l'issue la plus négative serait celle d'un enlèvement de la confrontation sur le terrain et l'absence de solution diplomatique. Dans ce cas, le manque d'alternatives

à la livraison de certaines matières premières (gaz, palladium, céréales, mais aussi pétrole, néon, ...) pousserait non seulement leur prix durablement à la hausse, mais contraindrait aussi la capacité de production de certaines économies, européennes en particulier, augmentant significativement le risque d'une **récession** globale (**graphe 2**). L'effet « boomerang » des sanctions contribuerait à aggraver la conjoncture.

**Graphe 2** | Russie: le pays est incontournable dans certains segments...



Tout développement **entre ces deux extrêmes** se traduirait *a priori* par une **stabilisation** des prix des matières premières proches des niveaux actuels, à savoir élevés. L'activité ne serait pas épargnée et, tout en évitant une récession, ralentirait plus ou moins fortement en fonction des secteurs et des régions.

Parmi les principales économies, l'**Europe** présente clairement la plus grande **vulnérabilité**. En effet, sa dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie (40% de ses besoins en gaz naturel et 20% en pétrole) constitue sa plus grande faiblesse dans la situation actuelle. Si l'approvisionnement en pétrole pourra se poursuivre d'une manière ou d'une autre (utilisation des réserves

## Marchés financiers

*) Au 18.03.2022	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T1*	Depuis le 31.12.2021	P/BPA à 12 mois	Rendement sur dividende	Prix / Actifs nets	BPA à 12 mois	BPA 2022	BPA 2023	BPA 2024
<b>Marchés des actions</b>										
Etats-Unis	4 274.04	-6.96%	-6.96%	19.10	2.0%	4.3	9%	9%	10%	10%
Europe	454.60	-6.81%	-6.81%	12.56	3.4%	1.7	8%	9%	7%	8%
Japon	1 909.27	-4.20%	-4.20%	11.64	2.4%	1.2	8%	53%	8%	6%
Suisse	12 184.99	-5.40%	-5.40%	16.05	3.0%	2.9	12%	13%	10%	9%
Royaume-Uni	4 135.37	-1.70%	-1.70%	10.84	4.1%	1.6	6%	7%	3%	6%
Marchés Emergents (USD)	1 122.98	-8.85%	-8.85%	11.01	3.0%	1.6	9%	9%	9%	9%
Monde (USD)	3 010.59	-6.84%	-6.84%	16.62	2.4%	2.9	8%	9%	8%	9%

Source: Datastream, Consensus IBES

stratégiques, relance de l'industrie du pétrole de schiste aux États-Unis par exemple), les fournitures **de gaz** alternatives (Norvège, Algérie, ou en Gaz Naturel Liquéfié du Qatar ou des États-Unis) sont **insuffisantes** pour satisfaire les besoins. Des contraintes de rationnement, comme celles annoncées par Engie dans ce cas de figure, pourraient alors voir le jour.

Sortir de cette impasse ne se fera pas du jour au lendemain. La préparation d'un **plan à l'échelle européenne**, financé par des levées de fonds communs, est en cours. Il s'étalera sur plusieurs années et coûtera plusieurs centaines de milliards d'euros, mais cela permettra également d'accélérer la transition verte.

Un autre cul-de-sac dans lequel se trouvent de nombreux pays de l'Union européenne est leur manque structurel d'investissements dans **leur défense**. Le dividende de la paix résultant de la chute du Mur de Berlin a conduit l'Europe, qui a bénéficié de la protection américaine sous l'égide de l'OTAN, à réduire considérablement ses dépenses dans ce secteur depuis 30 ans. L'enveloppe additionnelle de EUR 100 mia décidée par **l'Allemagne** pour son budget de défense est un tournant **historique**. Les autres pays suivront. Pour combler le retard accumulé par rapport aux objectifs de l'OTAN (2% du PIB contre 1-1.5% en moyenne au cours des 20 dernières années), il faudra changer de braquet (**graphe 3**). S'il est prématuré d'affirmer qu'une **Europe de la défense** et que la définition d'une **politique énergétique** commune sont en train de voir le jour, il semblerait bien que l'on ait confirmation que l'Union se construit dans les crises.

Entretemps, des mesures ciblées visant à préserver le pouvoir d'achat des ménages seront prises ici ou là comme lors de la pandémie, à nouveau au prix d'une aggravation de **l'endettement public**.

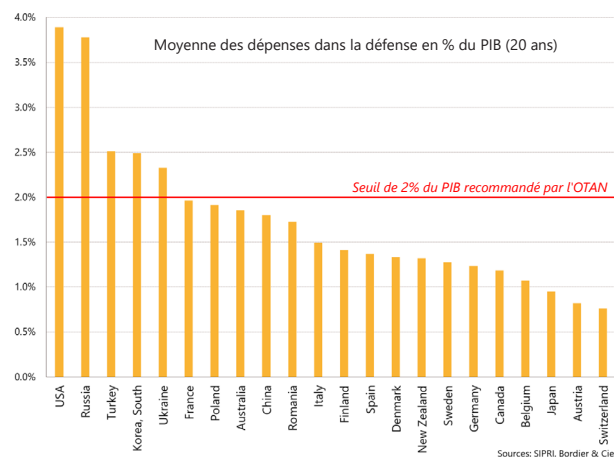
L'indépendance énergétique des **États-Unis** et des échanges commerciaux négligeables avec la Russie (0.1% du PIB contre 1.5% du PIB pour l'UE) permettent

de demeurer plus optimiste, quelle que soit l'issue, quant à l'évolution de l'économie outre-Atlantique.

La **Chine**, dont le positionnement politique dans le conflit est plutôt effacé, pourra aider la Russie à contourner certaines sanctions et en sera la grande « gagnante ». Elle représente pour Moscou un débouché sur le pétrole et d'autres matières premières, avec évidemment une décote par rapport aux prix mondiaux, et offre également un système de paiements internationaux, dans sa devise, auprès des banques chinoises. L'ancrage au  **yuan**  chinois pourrait donc désormais intégrer la Russie, outre d'autres pays asiatiques, aux intenses échanges commerciaux avec la Chine.

Pour terminer sur une **note positive**, un facteur important et plutôt rassurant concerne le fait que toutes ces tensions arrivent à un moment où l'économie mondiale se porte bien. La réouverture de l'ensemble des secteurs d'activité post-pandémie ainsi que le niveau élevé des taux d'épargne des ménages et des marges des entreprises sont autant d'éléments permettant d'**absorber** une partie du choc des prix des matières premières et d'éviter le scénario le plus catastrophique.

**Graphe 3** | Monde: les dépenses dans la défense vont devoir considérablement augmenter



Obligations souveraines à 10 ans	Niveau au 18.03.2022	Variation T1* (en pb)	Var. depuis le 31.12.2021 (en pb)
Taux USD - Etats-Unis	2.15%	65	65
Taux EUR - Allemagne	0.33%	51	51
Taux JPY - Japon	0.21%	14	14
Taux CHF - Suisse	0.33%	47	47
Taux GBP - Royaume-Uni	1.47%	50	50
Marchés émergents (USD)	5.83%	118	118
Marchés émergents (devise locale)	3.96%	13	13

Matières premières	Prix	Trimestre T1*	Depuis le 31.12.2021
Or (USD/once)	1 930.48	5.9%	5.9%
Brent (USD/bl)	104.97	35.0%	35.0%

FX	Niveau au 18.03.2022	Variation T1*	Variation depuis le 31.12.2021
EUR vs CHF	1.0317	-0.43%	-0.43%
EUR vs USD	1.1049	-1.86%	-1.86%
EUR vs JPY	131.6706	0.55%	0.55%
EUR vs NOK	9.6694	-3.58%	-3.58%
GBP vs EUR	1.1844	-0.58%	-0.58%
GBP vs USD	1.3170	-2.77%	-2.77%
USD vs CHF	0.9338	2.48%	2.48%
USD vs CAD	1.2634	0.02%	0.02%
AUD vs USD	0.7402	1.80%	1.80%

Source: Datastream

## Préférences monétaires

Rang 1 Appréciation attendue	Rang 2 Stabilisation	Rang 3 Dépréciation attendue
<b>CHF   OR   USD</b>	<b>JPY   NOK</b>	<b>EUR   GBP</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>CHF</b>: sa valorisation n'est plus excessive, les taux d'intérêt sont plus élevés que sur l'EUR et elle est bien une devise de refuge</li> <li>▪ <b>OR</b>: devise de protection et actif de diversification</li> <li>▪ <b>USD</b>: profite de la divergence des politiques monétaires et de son statut de devise incontournable</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>JPY</b>: valorisation attrayante et devise de refuge</li> <li>▪ <b>NOK</b>: stabilisée avec le rebond des cours du pétrole</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>EUR</b>: pénalisé par la dépendance énergétique et une BCE plus accommodante</li> <li>▪ <b>GBP</b>: valorisation intéressante, mais les effets structurels du « Brexit » ne sont pas encore visibles</li> </ul>

## Conclusions d'investissement

L'ampleur et la durée de l'impact sur les prix **des matières premières** résultant du conflit entre la Russie et l'Ukraine dicteront l'**évolution** de l'appétit pour les risques ces prochaines semaines.

En effet, si les prix des intrants (*inputs*), qui ne sont au final que des coûts pour l'ensemble de l'économie mondiale, devaient rester durablement à des niveaux élevés, les marchés financiers pourraient anticiper un fort ralentissement de l'activité, voire une **récession**.

Le manque de visibilité quant à la suite des événements invite à davantage de **prudence** dans une optique de **préservation de capital**. Les marchés des actions n'intègrent pas la possibilité, désormais non nulle, d'une récession. Dès lors, nous considérons pour l'heure le risque comme étant asymétrique.

Ainsi, le début des hostilités entre belligérants nous a conduits à **réduire** considérablement le degré de **risque** dans nos portefeuilles. Nous avons ramené notre

exposition actions à sous-pondérée (Europe), réduit notre allocation aux obligations d'entreprises à haut rendement et en dette souveraine émergente en USD et relevé le poids accordé aux liquidités, à l'or et aux obligations souveraines, essentiellement aux bons du Trésor américain. Sur le front des devises, le dollar américain et le franc suisse sont à privilégier dans cet environnement.

À ce stade, seuls un accord durable et la fin des sanctions, prérequis indispensables au recul des prix des matières premières, ou des valorisations des marchés des actions bien plus basses qu'aujourd'hui, nous inciteraient à relever la part des actifs risqués dans nos allocations. Nous disposons des **liquidités** nécessaires pour le faire et demeurons flexibles. Notre surexposition aux **hedge funds** et aux **produits structurés** (non directionnels), que nous conservons dans l'environnement actuel, bénéficie de la forte volatilité.

Clôture de la rédaction | 9 mars 2022

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 | Mars 2022

4/4  
Design ClPa

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

Rue de Hollande 16 | case postale | CH-1211 Genève 3 | t +41 58 258 00 00 | f +41 58 258 00 40 | bordier.com