

Politique d'Investissement

4^e trimestre 2022 | Septembre 2022

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

Points clés

Politiques monétaires et budgétaires

Les banques centrales des principales économies développées ont fait un choix clair, confirmé lors de leur symposium à Jackson Hole: elles sont toutes prêtes à **sacrifier** la croissance économique pour ralentir celle des prix (**graphe 1**). Nous assistons, par contre, à des **divergences** en termes de **politique économique** des différents gouvernements.

Aux **États-Unis**, l'équation est plutôt **simple**: pour combattre l'excès d'inflation (8.3% a/a), la Fed accélère son rythme de hausse de taux à coups de 75 pb (de 0.25% en janvier à 3.25% en septembre), tout en réduisant la taille de son bilan, sans effort budgétaire particulier. Le «policy mix» est donc en mode restrictif: les autorités tirent à la même corde. La situation est similaire en Suisse, où la BNS souhaite avant tout sauvegarder la valeur de sa devise dans un contexte d'inflation globale, sans aide gouvernementale.

Ce n'est pas le cas dans la **zone euro**, où le travail de la BCE est non seulement plus **complexe**, mais s'annonce aussi **moins efficace**. En effet, près de la moitié de l'inflation vient de l'énergie contre laquelle aucune banque centrale ne peut influencer. En outre, une partie de ces efforts est annulée par les aides publiques (plusieurs % de PIB de soutien). La tâche est également plus complexe car les niveaux d'inflation sont assez différents d'un pays à l'autre et, contrairement aux autres banques centrales, la BCE doit tenir compte du risque de fragmentation (écartement des taux d'emprunt des pays les plus faibles). Ceci étant, elle aussi a relevé ses taux de 75 pb en septembre.

Les directions **opposées** prises par les autorités, soit un resserrement par la BCE et une détente par les gouvernements, compliquent la situation et, paradoxalement, elles pourraient conduire Francfort à devoir en faire davantage pour atteindre son objectif. Quoi qu'il en soit, cette divergence de «policy mix» européen entretient une plus grande **incertitude** quant au pic des taux d'intérêt dans ce cycle.

Scénario et conclusions

- La gestion de la croissance des prix est la priorité des autorités
- La crise énergétique en Europe pèsera sur l'activité
- Le risque de récession courant 2023 est élevé des deux côtés de l'Atlantique

- **Actions**: sous-pondérées en raison du risque qui pèse sur l'activité
- **Obligations**: maintien d'une durée courte. Préférence pour les obligations d'entreprise de qualité IG
- **Devises**: relèvement du USD, à privilégier avec le CHF
- **Liquidités**: surpondérées

Allocation d'actifs

	UW (-)	N (=)	OW (+)
Actions	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Obligations souveraines	<input type="checkbox"/>	<input checked="" 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 type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Entreprises de qualité (inv. grade)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Entreprises à hauts rendements	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Souveraines marchés émergents (USD)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Souveraines marchés émergents (local)	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Économie: l'hiver inquiète...

L'économie **américaine** a enregistré une récession dite «technique» au S1 avec une contraction de son PIB de 1.6% t/t au T1 et de 0.6% au T2. Néanmoins, si les investissements au T2 ont effectivement reculé, la demande domestique, en particulier la consommation, est restée en progression au S1. Le futur s'annonce moins favorable avec le resserrement monétaire en cours. Le premier secteur à subir la hausse des taux d'intérêt est, sans surprise, **l'immobilier résidentiel**. En passant de 3.2% en début d'année à plus de 5.5% (point haut depuis 2008), les taux hypothécaires ont fait chuter de plus de 20% les demandes de nouvelles hypothèques. La confiance des promoteurs immobiliers s'est également effritée. Le nombre de transactions diminue, tout comme la construction. Parallèlement, le stock de maisons neuves invendues a augmenté. Les prix, qui pour l'heure résistent, vont devoir eux aussi baisser, ce qui aura un impact négatif sur la confiance des ménages.

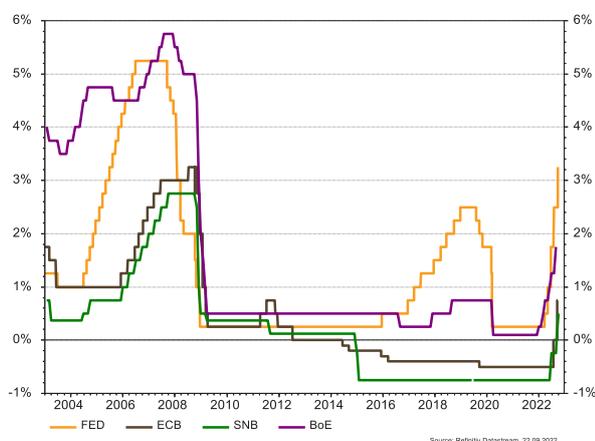
Si l'immobilier est probablement déjà en récession, ce n'est pas le cas du reste de l'économie. La confiance des directeurs d'achat, bien qu'en recul, reste suffisamment élevée, tant dans le secteur manufacturier que

dans celui des services, pour garantir la poursuite du cycle jusqu'en fin d'année. De même, le dynamisme du **marché de l'emploi** soutiendra la consommation encore pendant quelque temps. «Corporate America» a créé en moyenne mensuelle 438'000 postes de travail depuis le début de l'année, et les salaires progressent de 5.7% sur un an.

Enfin, **l'inflation**, au cœur de toutes les inquiétudes, a probablement franchi un pic (9.1% en juin). Les prix de l'énergie n'accélèrent plus et les pressions des chaînes d'approvisionnement se réduisent. Néanmoins, certaines tensions persistent, en particulier dans le secteur des services en raison de la hausse des salaires, ce qui empêche les prix de décélérer aussi rapidement que certains l'anticipent. Pour y parvenir, une destruction de la demande, et donc **une récession**, semble à ce stade indispensable.

En **Europe**, la crise énergétique qui la frappe est la principale source d'inquiétude. Le ton alarmiste des politiques («fin de l'abondance») peut faire partie de la solution, en incitant, sur une base pour l'heure volontaire, à une réduction de la consommation d'électricité et de gaz. L'objectif de reconstitution des **stocks de gaz** avant l'hiver est dépassé (proche de 90%, avec un objectif initial de 80%), grâce aux efforts d'une partie de l'industrie (qui, lorsque c'était possible, a remplacé le gaz par le charbon). Sera-ce suffisant pour passer l'hiver? Possible, mais les incertitudes sont nombreuses, beaucoup de facteurs dépendront de la rigueur de l'hiver (demande). Ce qui est certain, c'est que si les quantités seront suffisantes, leur prix restera élevé. Par rapport à l'année dernière, la hausse se chiffre en multiples (de 10 au pic, de 3-4 aujourd'hui). L'explosion des prix électriques est en partie imputable au mécanisme de leur fixation qui constitue un handicap majeur en période de tensions extrêmes. Une révision du système est en cours, mais il faudra du temps pour qu'elle soit validée et mise en place. Les importants **subsidés publics** aux ménages et aux entreprises, pour un équivalent de

Graph 1 | Banques centrales: les hausses de taux s'accroissent



Marchés financiers

*) Au 21.09.2022	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T3*	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
Marchés des actions										
Etats-Unis	3 609.84	0.38%	-21.40%	17.18	2.1%	4.0	8%	8%	8%	9%
Europe	407.05	-0.04%	-16.60%	11.48	3.4%	1.7	6%	18%	3%	6%
Japon	1 920.80	2.70%	-3.60%	12.42	2.4%	1.3	8%	13%	3%	8%
Suisse	10 429.40	-2.90%	-19.00%	15.71	3.0%	2.8	12%	4%	15%	10%
Royaume-Uni	3 973.75	0.83%	-5.60%	9.50	4.0%	1.6	4%	22%	0%	1%
Marchés Emergents (USD)	932.08	-6.85%	-24.30%	11.17	3.8%	1.7	6%	10%	5%	11%
Monde (USD)	2 516.59	-1.16%	-22.10%	15.19	2.5%	2.8	7%	11%	6%	8%

Source: Datastream, Consensus IBES

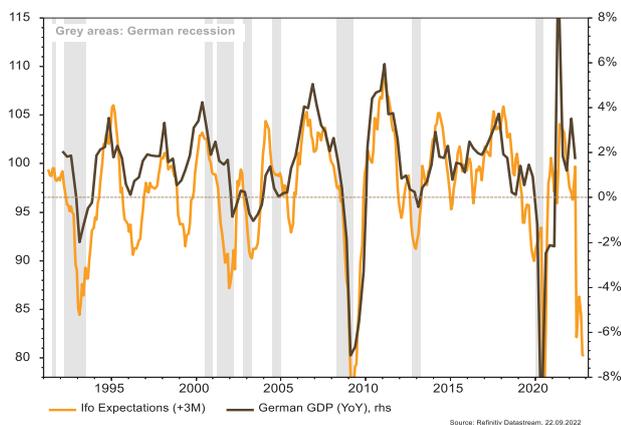
l'ordre de 3-4% du PIB, sont indispensables pour éviter un effondrement de l'activité. Cette dernière a par ailleurs poursuivi son redressement post-pandémie au S1 (croissance du PIB de 2.7% t/t au T1 et de +3.1% au T2), au-dessus de la croissance américaine. Malgré ces interventions, une récente étude du **FMI** indique qu'en cas de réelle pénurie énergétique, l'activité pourrait se contracter de 3% dans la zone euro. Sans en arriver jusque-là, les dernières **projections de la BCE** indiquent une forte révision à la baisse de la croissance pour 2023 (de +2.1% en juin à seulement 0.9%). L'institution monétaire revoit à la hausse celles de l'inflation (de 6.8% à 8.1% cette année, et de 3.5% à 5.5% en 2023), et est donc contrainte d'accélérer elle aussi son rythme de resserrement monétaire. Les hausses de taux d'intérêt d'une part et, surtout, les hausses des coûts énergétiques d'autre part ont fait plonger les indices de confiance des directeurs d'achat, bien plus qu'aux États-Unis. Le niveau atteint par certains d'entre eux, en particulier en Allemagne, pointe désormais en direction d'une **récession** plus rapide qu'outre-Atlantique (**graphe 2**).

La **Suisse**, qui n'est pas à l'abri de la crise énergétique qui touche le Vieux Continent, affiche une croissance so-

lide au T2 (+1.2% t/t), grâce à une reprise de la consommation. Cette dernière est protégée par une devise forte qui atténue le renchérissement du coût de la vie. La plus faible inflation en Suisse (+3.4% a/a) devrait également limiter les hausses de taux de la **BNS**.

Enfin, **en Chine**, l'accélération de l'activité se fait attendre. Les autorités ont abandonné leur objectif de 5.5% de croissance du PIB. Le consensus est à 3.8%, ce qui équivaldrait au niveau le **plus faible depuis 1990!** La production industrielle, les ventes de détail et même les investissements continuent de décevoir au début du T3. Dans l'immobilier, secteur en crise représentant ~30% du PIB chinois, les nouvelles constructions ont chuté de 45%! Cela incite les autorités à agir, lesquelles financent directement certains projets, achètent des biens non finis et relancent des programmes d'investissements en infrastructures. Comme l'inflation y est faible (+2.5% a/a), la banque centrale peut détendre sa politique monétaire et faire baisser les taux d'intérêt. Malgré le maintien de sa politique zéro-COVID, la deuxième économie du monde va bénéficier donc d'un **«policy mix» très accommodant**. C'est une bonne nouvelle aussi pour le reste du monde.

Grappe 2 | Allemagne: l'indice de confiance IFO pointe vers le Sud...



Grappe 3 | Allocation d'actifs US: la prime de risque actions est insuffisante en cas de récession



	Niveau au 21.09.2022	Variation T3* (en pb)	Var. depuis le 31.12.2021 (en pb)
Obligations souveraines à 10 ans			
Taux USD - Etats-Unis	3.51%	54	201
Taux EUR - Allemagne	1.89%	52	207
Taux JPY - Japon	0.25%	2	18
Taux CHF - Suisse	1.30%	34	143
Taux GBP - Royaume-Uni	3.31%	111	234
Marchés émergents (USD)	7.77%	14	312
Marchés émergents (devise locale)	4.31%	-15	48
Matières premières			
	Prix	Trimestre T3*	Depuis le 31.12.2021
Or (USD/once)	1 668.10	-7.7%	-8.5%
Brent (USD/bl)	88.91	-20.0%	14.0%

	Niveau au 21.09.2022	Variation T3*	Variation depuis le 31.12.2021
FX			
EUR vs CHF	0.9533	-4.76%	-8.00%
EUR vs USD	0.9994	-4.38%	-11.70%
EUR vs JPY	142.3739	0.24%	8.72%
EUR vs NOK	10.1730	-1.51%	1.44%
GBP vs EUR	1.1422	-1.69%	-4.12%
GBP vs USD	1.1332	-6.69%	-16.34%
USD vs CHF	0.9651	0.80%	5.92%
USD vs CAD	1.3395	3.84%	6.04%
AUD vs USD	0.6660	-3.16%	-8.40%

Source: Datastream

Préférences monétaires

Rang 1 Appréciation attendue	Rang 2 Stabilisation	Rang 3 Dépréciation attendue
USD CHF OR	JPY NOK	EUR GBP
<ul style="list-style-type: none"> ▪ ↑ USD: malgré une valorisation élevée, il est une source de rendement et de protection contre le risque géopolitique ▪ CHF: les taux d'intérêt remontent; devise de refuge et de protection contre l'inflation mondiale ▪ OR: devise de protection et actif de diversification 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ JPY: valorisation très attrayante après sa forte dévaluation. Un abandon de la politique monétaire (accommodante), délicat, serait un puissant déclencheur haussier ▪ NOK: stabilisée avec le rebond des cours du pétrole 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ ↓ EUR: les hausses de taux de la BCE sont insuffisantes, en dépit d'une valorisation attrayante, pour compenser les risques politiques (Italie) et ceux d'une crise énergétique ▪ GBP: valorisation intéressante mais les effets structurels du «Brexit» ne sont pas encore visibles. La BoE aura de la peine à freiner l'inflation, plus élevée qu'ailleurs

Conclusions d'investissement

L'environnement économique et financier demeure **défavorable** aux actifs risqués. D'une part, les principales banques centrales relèvent leurs taux d'intérêt et retirent des liquidités des marchés financiers et, d'autre part, l'activité économique est vouée à se dégrader.

Dès lors, les actifs les plus **défensifs**, à savoir le cash et les obligations de qualité, retrouvent de la valeur tandis que les actions, plus tributaires du cycle économique, semblent encore vulnérables.

Certes, avec le recul des indices depuis le début de l'année et des profits qui ont résisté jusqu'à présent, leur valorisation s'est dégonflée. Mais elle n'a pas encore atteint un niveau escomptant le ralentissement que nous anticipons. Par ailleurs, le surplus de rendement que la classe d'actifs offre par rapport aux obligations souveraines n'est pas suffisant dans un contexte où la croissance des bénéficiaires va se réduire (**graphe 3**). Les tentatives de rebond des actions déjà observées ne

seront pas les dernières, mais la **tendance** reste **bais-sière**. Le développement d'une récession n'est pas un événement, mais un processus qui s'inscrit dans le temps et les marchés resteront incertains et volatils tant qu'un nouveau cycle économique ne verra pas le jour.

Après avoir réduit dans un premier temps notre exposition au **dollar**, nous sommes revenus sur le billet vert en début de trimestre: il semble la seule devise, malgré sa cherté, à offrir à la fois du rendement et une protection contre le risque géopolitique. L'autre devise que nous apprécions, qui nous protège elle contre l'inflation mondiale, est le **CHF**.

Notre allocation d'actifs **prudente** est donc maintenue et n'a que peu évolué. Le rallongement de la durée (maturité) des obligations est encore prématuré, mais il faut s'y préparer. Pour l'heure, le rendement des **obligations d'entreprise** de qualité, à faible durée, est le plus intéressant (ajusté du risque).

Clôture de la rédaction | 13 septembre 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 | Septembre 2022

4/4
Design ClPa

Bordier & Cie SCmA | Banquiers Privés depuis 1844

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