

Politique d'Investissement

1^{er} trimestre 2023 | Décembre 2022

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

Points clés

2023: le retour des portefeuilles équilibrés !

Avant 2022 et depuis 1926, seules deux autres années avaient enregistré des performances négatives simultanées des actions ET des obligations du Trésor américain: 1931 et 1969. Comment peut-on expliquer cette **anomalie** de marché qui a particulièrement pénalisé les investisseurs les plus conservateurs ?

En début d'année, le **niveau** des taux d'intérêt était particulièrement bas après une décennie de politiques monétaires très accommodantes, politiques d'ailleurs renforcées durant la période pandémique. Or, la résurgence de **l'inflation**, initialement considérée à tort comme transitoire par les banquiers centraux, a contraint ces derniers à inverser brutalement leur politique monétaire et à relever les taux d'intérêt. Ce changement de cap a poussé l'ensemble des taux d'intérêt à la hausse, que ce soit pour les États, les entreprises ou les ménages, à court, moyen ou long termes.

Or, l'effet de taux d'intérêt plus élevés sur le prix des obligations est négatif. Et comme le redressement des taux a été significatif (sur les taux gouvernementaux à 10 ans: +2% aux États-Unis et en Allemagne, +1.2% en Suisse), les **pertes** sont tout aussi impressionnantes (-15% aux États-Unis et en Allemagne, -10% en Suisse).

Si l'on tient compte du risque supérieur des actions, l'impact de ces hausses sur cette classe d'actifs aura été finalement plus modeste, avec des pertes de « seulement » 17% aux États-Unis, 10% en Europe et 14% en Suisse. En effet, pour l'heure en tout cas, les actions n'ont connu qu'une réduction de leur valorisation, liée à ce changement de régime sur les taux d'intérêt. Dès lors, et de manière très atypique, les portefeuilles les plus défensifs affichent des performances proches de celles des profils les plus agressifs. Mais aujourd'hui, les **actifs défensifs**, qui étaient devenus trop chers en début d'année pour jouer leur rôle dans un portefeuille, recèlent à nouveau du potentiel. Ceci est en particulier le cas des obligations d'entreprises de qualité, avec des rendements au plus haut depuis 2008/2009 (**graphe 1**).

L'année 2023 devrait en conséquence marquer le retour de la pertinence des portefeuilles multi-actifs et rémunérer convenablement les investisseurs plus **défensifs**.

Scénario et conclusions

- **L'inflation** reste la priorité des banques centrales
- Réduction des craintes d'une **crise énergétique** en Europe
- Le risque de **récession** courant 2023 est élevé des deux côtés de l'Atlantique
- Accélération de l'activité en **Chine**

- **Actions**: sous-pondérées en raison du risque qui pèse sur l'activité
- **Obligations**: surpondérées, renforcement des obligations d'entreprises de qualité IG
- **Devises**: réduction du USD. Le CHF conserve nos faveurs
- **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 type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Investissements alternatifs	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input 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 type="checkbox"/>	<input checked="" 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: Chine, le joker de 2023 ?

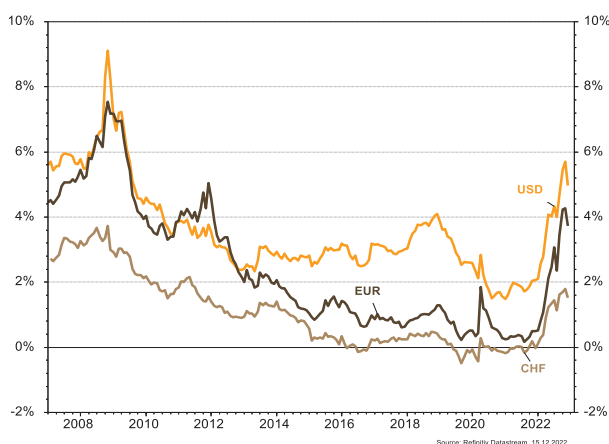
Si de nombreuses statistiques liées à l'**activité** sont encore satisfaisantes, les indicateurs économiques avancés anticipent une contraction de la conjoncture mondiale au cours des prochains trimestres.

Aux **États-Unis**, la croissance au T3 s'est révélée solide (+2.9% t/t annualisé). Les dépenses des ménages sont soutenues et financées non seulement par la hausse des revenus du travail (salaire horaire: +5.1% a/a), mais également par le surplus d'épargne accumulé lors de la pandémie. Néanmoins, ce dernier se réduit rapidement et, en termes réels, le revenu disponible se contracte comme jamais (**graphe 2**). La contribution des investissements des entreprises à la croissance du PIB est négative au T3 et résulte du ralentissement de la croissance des bénéfices des entreprises. Là aussi, les perspectives s'assombrissent avec des révisions à la baisse des prévisions de croissance bénéficiaire. Un secteur de l'économie déjà en récession est l'**immobilier**: il est par définition le plus sensible à la hausse des taux d'intérêt. Après l'effondrement de la confiance des promoteurs et le recul de l'activité de construction, ce sont les prix qui ont amorcé leur baisse (-2.2% depuis le mois de juin).

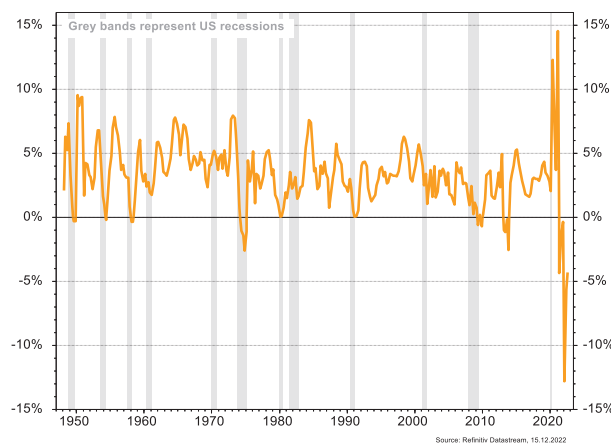
La propagation de la récession au secteur **manufacturier** est visible par la chute sous le seuil de 50 (à 49), soit en territoire de contraction, de l'indice des directeurs d'achat ISM pour la première fois depuis la fin de la pandémie. Son pendant, qui mesure la confiance dans le secteur des services, affiche encore une solide expansion à 56.5: si une récession se profile comme nous le pensons, elle n'est pas encore installée.

Elle semble néanmoins nécessaire pour faire revenir l'**inflation** à un niveau plus acceptable. Après un pic à +9% a/a en juin, la croissance générale des prix s'est quelque peu tassée (+7.8% a/a) en novembre. L'allègement des tensions sur les chaînes d'approvisionnement et l'effondrement des prix du fret ont permis cette détente des prix pour les biens manufacturés. Par ailleurs, la faiblesse des prix à la consommation (+1.6% a/a en novembre) et à la production (-1.3% a/a) en Chine accompagne et facilite ce mouvement. Néanmoins, concernant les prix des services, la croissance reste élevée et ce n'est pas avec un marché de l'emploi encore tendu (taux de chômage d'à peine 3.7%) que l'inflation pourra rapidement fléchir. Par ailleurs, l'histoire ne plaide pas pour un retour

Graphe 1 | Monde: rendements des obligations d'entreprises de qualité à nouveau intéressants



Graphe 2 | États-Unis: la contraction du revenu disponible réel est historique



Marchés financiers

*) Au 14.12.2022

Marchés des actions	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T4*	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
Etats-Unis	3 792.11	11.10%	-17.40%	17.48	2.1%	3.9	5%	7%	4%	10%
Europe	442.51	14.10%	-9.28%	12.26	3.4%	1.8	2%	19%	2%	6%
Japon	1 977.42	7.70%	-0.75%	12.21	2.6%	1.3	6%	12%	4%	7%
Suisse	11 160.69	8.70%	-13.00%	15.86	3.0%	2.8	19%	-1%	19%	11%
Royaume-Uni	4 100.26	8.90%	-2.60%	10.05	3.9%	1.7	-3%	25%	-3%	2%
Marchés Emergents (USD)	973.71	11.20%	-21.00%	11.61	3.8%	1.7	2%	8%	2%	13%
Monde (USD)	2 705.32	13.70%	-16.30%	15.49	2.6%	2.8	4%	11%	3%	8%

Source: Datastream, Consensus IBES

rapide de l'inflation vers l'objectif fixé par les banques centrales: une étude récente (Research Affiliates, LLC) indique que lorsque l'inflation a dépassé le seuil de 6%, il lui faut en médiane sept ans pour revenir à 3%...

Ceci étant, les premiers signes de l'impact sur l'activité des hausses de taux précédentes devraient conduire les banquiers centraux à modérer l'ampleur des prochains relèvements, tant aux États-Unis que dans les autres économies développées.

En effet, dans la **zone euro** également, nous assistons aux premiers signes, encore timides, de décélération des prix, de 10.6% a/a en octobre à 10% a/a en novembre. La vraie bonne nouvelle pour le Vieux Continent vient certainement du front énergétique: même si les prix demeurent très élevés, les risques de pénurie, encore inquiétants à la fin de l'été, ont reflué grâce à une météo clémente qui a permis de réduire la consommation de gaz de plus de 20% au cours des dernières semaines. À mi-novembre, les **stocks de gaz** s'établissaient à 93% des capacités et devraient être suffisants pour un hiver sans rationnement. Le problème concerne l'hiver prochain: en l'absence de fournitures de gaz de Russie, les capacités en GNL (Gaz Naturel Liquéfié) seront-elles suffisantes ? Difficile d'y répondre, tant les facteurs à prendre en considération sont nombreux. Si l'Europe a gagné quelques mois de répit, elle restera dépendante à horizon visible en matière d'énergie.

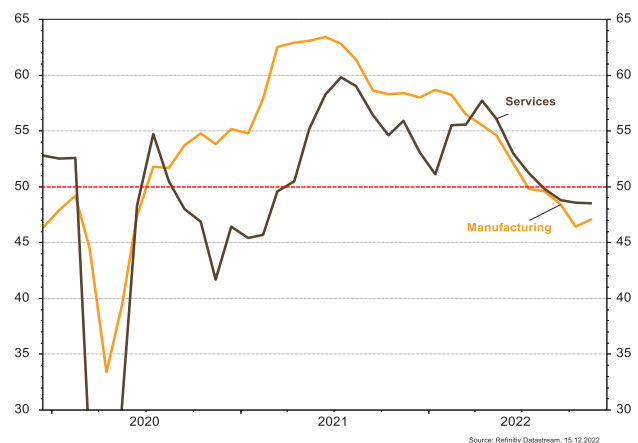
Les effets des hausses des coûts de l'énergie ont fait plonger la confiance des directeurs d'achat, pas seulement dans le secteur manufacturier comme aux États-Unis (à un niveau de 46.4), mais aussi dans les services (à 48.6) en novembre (**graphe 3**). De même, la confiance des consommateurs est en berne et l'activité va en pâtir. Pourtant, la croissance a encore surpris au troisième trimestre, le PIB progressant de 0.8% t/t annualisé dans l'ensemble de la zone (+1.6% en Allemagne, +0.7% en France et +1.8% en Italie), et le taux de chômage est au plus bas depuis la création de la monnaie unique, à 6.5% en octobre.

La **Suisse** également a connu une croissance satisfaisante au troisième trimestre (+1% t/t annualisé), principalement grâce à une demande intérieure solide (consommation et investissements, hors construction). Une inflation plus modérée qu'ailleurs (+3% a/a en novembre) empêchera la **BNS** de trop relever ses taux d'intérêt, mais la faiblesse de la conjoncture internationale n'épargnera pas son économie.

En **Chine**, il aura fallu attendre quelques jours après la réélection de Xi Jinping à la tête du pays pour que des plans de relance soient annoncés. Ainsi, un programme de réduction des **restrictions** imposées par la politique zéro-COVID a été détaillé et une réouverture graduelle est en vue. Elle pourrait même être accélérée en raison des vives tensions sociales qui agitent le pays à cet égard. Un plan de soutien (pour les promoteurs, mais surtout les acheteurs) au secteur immobilier est également en train d'être déployé.

Une **accélération** de la deuxième plus grande économie du monde, alors que les pays développés ralentissent, serait un élément stabilisateur bienvenu pour l'activité mondiale.

Graphe 3 | Zone euro: la confiance des directeurs d'achats s'effrite



Obligations souveraines à 10 ans	Niveau au 14.12.2022	Variation T4* (en pb)	Var. depuis le 31.12.2021 (en pb)
Taux USD - Etats-Unis	3.50%	-30	201
Taux EUR - Allemagne	1.94%	-17	212
Taux JPY - Japon	0.25%	1	18
Taux CHF - Suisse	1.15%	-9	129
Taux GBP - Royaume-Uni	3.31%	-79	234
Marchés émergents (USD)	7.36%	-112	271
Marchés émergents (devise locale)	4.43%	-3	60

Matières premières	Prix	Trimestre T4*	Depuis le 31.12.2021
Or (USD/once)	1 811.05	8.2%	-0.6%
Brent (USD/bl)	82.84	-4.8%	6.2%

FX	Niveau au 14.12.2022	Variation T4*	Variation depuis le 31.12.2021
EUR vs CHF	0.9835	2.00%	-5.08%
EUR vs USD	1.0639	8.62%	-6.00%
EUR vs JPY	143.5709	1.25%	9.63%
EUR vs NOK	10.3888	-2.69%	3.60%
GBP vs EUR	1.1651	2.17%	-2.20%
GBP vs USD	1.2406	11.14%	-8.41%
USD vs CHF	0.9237	-6.16%	1.37%
USD vs CAD	1.3562	-1.30%	7.37%
AUD vs USD	0.6866	6.78%	-5.57%

Source: Datastream

Préférences monétaires

Rang 1 Appréciation attendue	Rang 2 Stabilisation	Rang 3 Dépréciation attendue
CHF OR	EUR JPY USD	GBP
<ul style="list-style-type: none"> ▪ 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"> ▪ ↑ EUR: la baisse des risques politique et énergétique devrait permettre une revalorisation de la devise ▪ JPY: valorisation très attrayante. Un abandon de la politique monétaire serait un puissant déclencheur ▪ ↓ USD: valorisation élevée et fin de l'écartement des taux d'intérêt en sa faveur. Demeure une source de protection contre un ralentissement global de l'activité 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 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. En outre, le plan d'austérité du nouveau gouvernement va continuer à peser sur l'activité

Conclusions d'investissement

La volatilité sur les principaux actifs financiers demeure élevée et reflète l'opposition de deux forces majeures. D'une part, les perspectives de croissance de **l'activité** continuent de se dégrader et permettent aux acteurs financiers d'anticiper la fin du resserrement monétaire. D'où le repli, cohérent, des taux d'intérêt. D'autre part, les actifs risqués, actions et obligations d'entreprises à haut rendement, semblent vouloir négliger l'évolution des fondamentaux économiques et uniquement profiter de cette baisse des taux d'intérêt. Dès lors, leur **valorisation** remonte !

À l'aube d'une contraction de l'activité, la cherté des actions, surtout américaines, ne nous semble pas justifiée et explique le maintien d'une exposition inférieure à la moyenne dans nos allocations.

Ceci d'autant plus que, en termes relatifs, le rendement offert par les **obligations d'entreprises** de qualité est bien plus en ligne avec les fondamentaux et donc moins

vulnérable. Nous avons renforcé notre exposition à ce segment, dans l'ensemble des devises, au détriment des fonds alternatifs, devenus moins intéressants après la hausse des taux d'intérêt. Nous ajustons, à la marge, au sein des **actions** notre allocation régionale en faveur des **zones émergentes** (et Chine), moins chères et avec de meilleures perspectives, au détriment des États-Unis.

Enfin, nous commençons à réduire le **dollar US** dans nos portefeuilles. Le surplus de rendement qu'il paye par rapport aux autres devises n'augmente plus, il est devenu cher et la menace d'une crise énergétique en Europe, qui pénalisait fortement les devises du Vieux Continent, s'est réduite. Le principal argument en faveur du billet vert réside dans son appréciation quasiment systématique lorsqu'un ralentissement de l'activité mondiale se profile. Nous pensons que cette évolution est en partie intégrée dans la valorisation déjà généreuse du dollar et que son potentiel est désormais limité.

Clôture de la rédaction | 6 décembre 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 | Décembre 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