

# Politique d'Investissement

2<sup>e</sup> trimestre 2023 | Mars 2023

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

## Points clés

### Banques centrales: plus haut plus longtemps, et une nouvelle entrée !

« Plus haut plus longtemps », c'est le message concernant les taux d'intérêt délivré par J. Powell, le patron de la Réserve fédérale (Fed) américaine, dans son audition au Sénat en mars. Il confirme que sa **priorité** demeure la lutte contre **l'inflation**, comme c'est d'ailleurs le cas pour la BCE dans la zone euro ou pour la BNS en Suisse.

Sous la pression des statistiques économiques publiées, les marchés semblent enfin décidés à porter plus de crédit aux propos des banquiers centraux. En effet, après quelques statistiques encourageantes à la fin de l'année dernière quant à la rapidité de décélération de la croissance des prix à la consommation, les derniers chiffres se sont révélés moins rassurants (**graphe 1**). De même, l'activité économique est plus résiliente qu'attendu.

Les marchés ont donc été contraints de **revoir** à la **hausse** leur prévision du pic de taux du cycle de resserrement en cours. Aux États-Unis, il est proche de 5.5% et correspond désormais à des taux réels positifs d'ici à l'été, véritablement restrictifs pour l'économie. Ce n'est pas encore le cas dans la zone euro où il est actuellement d'environ 4%: un nouvel ajustement à la hausse nous semble encore probable. Ces perspectives se traduisent par des allocations obligataires à maturité plus longue en USD qu'en EUR ou CHF et par des perspectives d'appréciation de l'EUR contre l'USD. **La faillite de la Silicon Valley Bank** et les mesures prises pour protéger l'intégralité des dépôts pourraient temporairement calmer les attentes de taux, mais pas remettre en cause la tendance.

Par ailleurs, la **Banque du Japon**, qui verra K. Ueda remplacer H. Kuroda à sa tête en avril, pourrait elle aussi rejoindre le club des banques centrales qui resserrent leur politique monétaire. En effet, sa politique actuelle est devenue coûteuse et moins justifiée avec une inflation et des salaires qui progressent respectivement de 4% et 3.5% par an. Vu son importance (taille du bilan: USD 5.6 trn !), un changement de cap de sa part contribuerait à réduire la **liquidité mondiale**, pénalisant l'appétit pour le risque. Ce serait une confirmation de plus que les banques centrales ne sont plus les amies des marchés.

## Scénario et conclusions

- **L'inflation** reste la priorité des banques centrales
- La zone euro évite la **récession...**
- ...qui se fait attendre aux États-Unis
- La **Chine** redémarre et accélère !

- **Actions:** sous-pondérées en raison du risque qui pèse sur l'activité. Préférence pour l'Europe et les émergents vs les États-Unis
- **Obligations:** sur-pondérées (obligations d'entreprises de qualité, IG)
- **Devises:** réduction de l'USD et de l'or. Le CHF conserve nos faveurs
- **Liquidités:** sur-pondérées

### 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 type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Investissements alternatifs</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Liquidités</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Actions</b>			
<b>Etats-Unis</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Europe</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" 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 type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Entreprises à hauts rendements</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Souveraines marchés émergents (USD)</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Souveraines marchés émergents (local)</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

## Économie: une récession qui se fait attendre aux États-Unis

L'économie américaine fait de la résistance ! Alors que de nombreux indicateurs économiques avancés pointent en direction d'une récession, les statistiques d'activité publiées sont encore compatibles avec une croissance solide, d'environ +2.6% t/t annualisée (modèle de la Fed d'Atlanta). Comment peut-on expliquer cette résilience et pourquoi pensons-nous qu'elle n'est pas durable ?

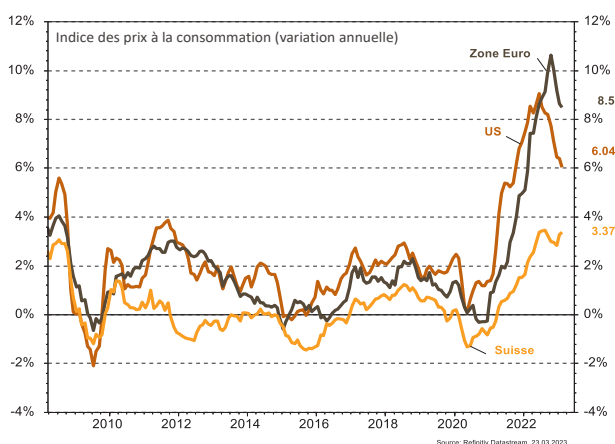
Lors d'une récession, la consommation de biens durables, les investissements des ménages dans l'immobilier et les investissements des entreprises se contractent. Dans le cycle actuel, nous assistons à un repli déjà très important des **investissements résidentiels** (-19% a/a au T4 2022), les plus sensibles aux variations de taux d'intérêt. Les investissements des entreprises demeurent bien orientés (+4.3% a/a au T4) pour l'instant. En effet, après avoir atteint des niveaux record post-pandémie, les **marges de profit** des sociétés ont pu, en se comprimant, absorber les différentes hausses de coûts (matières premières, travail, crédit) sans encore modifier leur projet de développement. Néanmoins, une nouvelle compression de ces dernières les inciterait à réduire la voilure. D'ailleurs, les indicateurs économiques avancés du secteur manufacturier sont désormais en territoire de contraction et la production industrielle

ne progresse que de 0.8% a/a en janvier. La consommation est restée quant à elle soutenue (+1.75% a/a au T4) grâce à un marché de l'emploi dynamique (517'000 créations d'emplois en janvier et 311'000 en février), mais aussi grâce à l'excès d'épargne accumulée lors de la pandémie. Ce bas de laine a permis aux ménages d'encaisser les hausses de prix sans altérer leurs habitudes de consommation. Cependant, ces réserves seront épuisées d'ici à la fin de l'été et seul le revenu du travail financera les dépenses.

Mais surtout, les effets du **resserrement monétaire** opéré par la Fed, le plus rapide et le plus intense de l'histoire (+5% en douze mois !) et destiné à contrer la hausse des prix, ne sont pas encore tous visibles. Le défaut de SVB est un premier signal d'alerte qui rappelle que les cycles de hausses de taux ne se terminent jamais sans douleur. Les **banques commerciales** ont resserré les conditions d'octroi de crédit au secteur privé mais la quantité de crédit n'a pas encore réagi (+11.5% a/a en janvier) – un décalage d'un an est en principe nécessaire pour que la demande de crédit se tasse. L'anticipation d'une récession se reflète également dans **l'inversion de la courbe des taux** d'intérêt (taux à 10 ans plus bas que les taux à 2 ans) à un niveau inconnu depuis 1981. Les marchés des capitaux escomptent de futures baisses de taux, nécessaires pour relancer l'activité après sa contraction. Pour l'heure, l'économie américaine continue de croître sous l'inertie du cycle mais va d'ici 2-3 trimestres manquer de combustible pour poursuivre son expansion.

Une fois n'est pas coutume, la **zone euro** se retrouve dans une position temporairement plus favorable. La crise énergétique n'a pas conduit à des rationnements. Certes, le prix élevé de l'électricité a durablement pénalisé les secteurs gourmands en énergie (chimie, métallurgie) ainsi que la consommation des ménages (-0.9% t/t), mais la récession a été évitée (croissance nulle au T4 par rapport au T3 2022). Cependant, le niveau élevé des stocks de gaz à la sortie de l'hiver

Graphe 1 | Inflation: elle demeure trop élevée !



## Marchés financiers

*) Au 22.03.2023	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T1*	Depuis le 31.12.2022	P/BPA à 12 mois	Rendement sur dividende	Prix / Actifs nets	BPA à 12 mois	BPA 2023	BPA 2024	BPA 2025
<b>Marchés des actions</b>										
Etats-Unis	3 738.96	2.71%	2.71%	17.58	2.2%	3.6	5%	1%	12%	12%
Europe	447.16	5.24%	5.24%	12.39	3.4%	1.8	3%	1%	7%	7%
Japon	1 962.93	3.80%	3.80%	12.38	2.6%	1.3	7%	6%	7%	8%
Suisse	10 782.28	0.49%	0.49%	15.74	3.2%	3.1	22%	26%	13%	10%
Royaume-Uni	4 122.70	1.20%	1.20%	10.23	4.0%	1.7	-4%	-7%	4%	4%
Marchés Emergents (USD)	961.48	0.53%	0.53%	11.39	3.4%	1.5	2%	-2%	16%	13%
Monde (USD)	2 686.13	3.21%	3.21%	15.60	2.6%	2.6	4%	1%	10%	10%

Source: Datastream, Consensus IBES

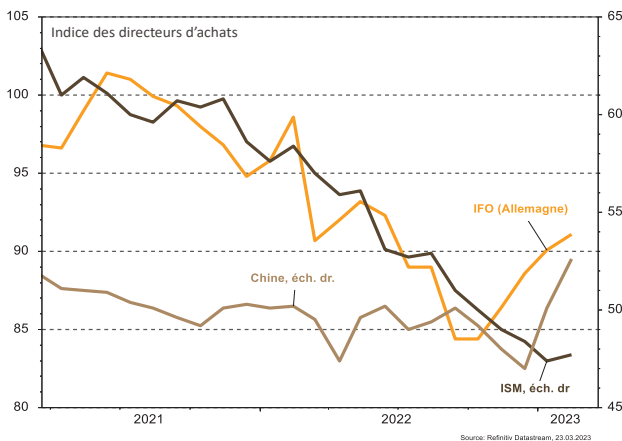
devrait permettre leur remplissage d'ici au prochain, sans approvisionnement russe. On assiste donc à un redressement des indicateurs de confiance dans le secteur manufacturier (**graphe 2**). Les perspectives de croissance bénéficiaires des entreprises pour cette année sont d'ailleurs révisées à la hausse (et à la baisse outre-Atlantique) et représentent un facteur de support aux investissements. Le taux de chômage est au plus bas (à 6.7%) depuis la création de la monnaie unique et soutiendra la consommation. Enfin, à l'ordre du jour du Conseil européen de fin mars, un **projet pour contrer l'IRA** (*Inflation Reduction Act*) américain devrait être discuté. En effet, le plan américain, destiné à accélérer la transition énergétique avec d'importants avantages fiscaux pour les entreprises risque de siphonner une bonne partie des investissements verts européens... Il est donc urgent de réagir pour éviter de perdre un pan entier de l'industrie européenne des prochaines décennies. Les critères budgétaires, dits de Maastricht, suspendus lors de la pandémie, devront également être renégociés: l'opposition entre les pays du Nord et du Sud (y.c. France) refera surface... Enfin, comme aux États-Unis, l'inflation a surpris à la hausse dernièrement,

avec notamment une accélération de l'inflation sous-jacente à 5.6% a/a. Le risque est donc que la BCE doive en faire plus qu'attendu pour la ramener sous contrôle. Les effets de son resserrement monétaire sur l'immobilier sont encore modestes, mais les premières baisses de prix sont enregistrées en Allemagne et en France.

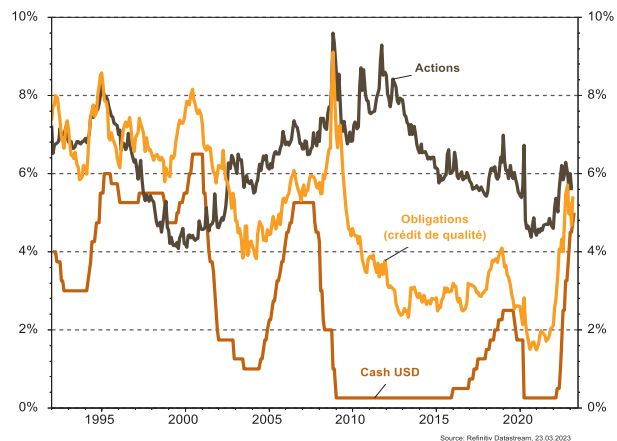
Le troisième mandat, historique, de Xi Jinping à la présidence de la **Chine** débute avec un objectif de croissance du PIB de 5%. Même si ce chiffre paraît élevé, il reste peu ambitieux pour la deuxième économie du monde en phase d'accélération post-réouverture. Faire mieux serait aussi une manière de regagner une partie de la crédibilité perdue dans la gestion de la crise sanitaire.

En **Suisse**, les 132.5 mia de francs de pertes au bilan de la **BNS** pour 2022 l'empêcheront de distribuer quoi que ce soit à qui que ce soit, mais ne doivent pas détourner le regard de sa principale mission, la maîtrise des prix. Sous l'impulsion des services, leur légère accélération à +3.4% a/a en février (+0.7% m/m !) indique que cette dernière n'est pas encore accomplie et que de nouvelles hausses de taux sont à prévoir. Un soutien pour le franc suisse.

**Grappe 2** | Secteur manufacturier: amélioration en Chine et en Allemagne, pas aux US



**Grappe 3** | Rendement (USD): les actifs défensifs offrent un rendement très attractif !



	Niveau au 22.03.2023	Variation T1*) (en pb)	Var. depuis le 31.12.2022 (en pb)
<b>Obligations souveraines à 10 ans</b>			
Taux USD - Etats-Unis	3.45%	-38	-38
Taux EUR - Allemagne	2.33%	-23	-23
Taux JPY - Japon	0.33%	-8	-8
Taux CHF - Suisse	1.21%	-41	-41
Taux GBP - Royaume-Uni	3.34%	-33	-33
Marchés émergents (USD)	7.81%	9	9
Marchés émergents (devise locale)	4.28%	-14	-14
<b>Matières premières</b>			
	Prix	Trimestre T1*)	Depuis le 31.12.2022
Or (USD/once)	1 946.39	7.2%	7.2%
Brent (USD/bl)	76.33	-11.0%	-11.0%

	Niveau au 22.03.2023	Variation T1*)	Variation depuis le 31.12.2022
<b>FX</b>			
EUR vs CHF	0.9968	0.95%	0.95%
EUR vs USD	1.0770	0.88%	0.88%
EUR vs JPY	143.1762	1.67%	1.67%
EUR vs NOK	11.3160	7.63%	7.63%
GBP vs EUR	1.1324	0.42%	0.42%
GBP vs USD	1.2231	1.68%	1.68%
USD vs CHF	0.9237	-0.17%	-0.17%
USD vs CAD	1.3723	1.28%	1.28%
AUD vs USD	0.6686	-1.42%	-1.42%

Source: Datastream

## Préférences monétaires

Rang 1 Appréciation attendue	Rang 2 Stabilisation	Rang 3 Dépréciation attendue
<b>CHF   EUR</b>	<b>JPY   NOK   USD</b>	<b>GBP   OR</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>CHF</b>: les taux d'intérêt remontent. Devise de refuge et de protection contre l'inflation mondiale</li> <li>▪ ↑ <b>EUR</b>: l'abaissement des risques politique et énergétique devrait permettre une revalorisation de la devise</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>JPY</b>: valorisation très attrayante après sa forte dévaluation. Un abandon de la politique monétaire (accommodante), délicat, serait un puissant déclencheur</li> <li>▪ <b>NOK</b>: stabilisée après le rebond des cours du pétrole</li> <li>▪ <b>USD</b>: 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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>GBP</b>: valorisation intéressante mais les effets structurels du Brexit pénalisent le potentiel de croissance. L'accord sur le protocole irlandais réduit certains risques à court terme</li> <li>▪ ↓ <b>OR</b>: le niveau atteint par les taux d'intérêt réduit son potentiel</li> </ul>

## Conclusions d'investissement

Le **rendement offert par le cash** confère à l'actif hors risque par excellence une compétitivité relative aux autres actifs qu'il n'avait pas connue depuis plus de vingt ans (**graphe 3**) ! Cela est notamment vrai contre **l'or**, qui n'offre aucun rendement, raison pour laquelle nous avons réduit le poids du métal jaune dans nos allocations. Nous continuons néanmoins, grâce à sa volatilité élevée, à extraire du rendement de la position restante à l'aide de produits structurés adaptés.

Les niveaux atteints par les taux longs souverains en zone euro et en Suisse (au plus haut depuis plus de dix ans) commencent à offrir **des opportunités**. Si nous hésitons encore à relever la durée de vie moyenne des obligations dans nos portefeuilles, nous recommandons déjà de remplacer les obligations arrivant à maturité par des échéances plus longues (5-7 ans). Il s'agit d'un premier pas en direction d'un rallongement plus généralisé

de la durée de nos compartiments obligataires dans ces devises, ce mouvement ayant déjà été effectué sur les profils USD. Au sein des obligations, nous continuons à privilégier celles émises par **les entreprises de qualité**. Nous restons plus prudents par contre sur celles à haut rendement, à la qualité de crédit plus faible, plus vulnérables à l'évolution de la conjoncture.

L'incertitude qui pèse sur les bénéfiques futurs, en particulier aux États-Unis, encore mal prise en compte par la valorisation, justifie notre sous-exposition aux actions en général, surtout américaines. Nous avons donc poursuivi notre diversification en dehors des États-Unis en faveur de **l'Europe**. Les actions du Vieux Continent bénéficient d'une dynamique de croissance non seulement plus favorable, mais elles sont également bien moins chères. Cette réallocation s'accompagne d'une réduction de **notre exposition au dollar américain**.

Clôture de la rédaction | 13 mars 2023

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 2023

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