

Politique d'Investissement

3^e trimestre 2023 | Juin 2023

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

Points clés

« IA » 2023 = « .com » 2000 ?

L'euphorie qui entoure la thématique de l'**intelligence artificielle** (IA) depuis quelques mois nous rappelle celle qui s'était développée avec l'émergence d'**internet** à la fin des années 1990.

Comme cette dernière s'est terminée par l'éclatement de la **bulle** boursière qui avait gonflé au cours des années précédentes (A. Greenspan parlait « d'exubérance irrationnelle » déjà en décembre 1996), la question qui se pose aujourd'hui est de savoir si la situation actuelle est comparable. Historiquement, pour qu'une exagération (en termes de Bourse) se forme, il faut à la fois une histoire crédible, sur laquelle asseoir une argumentation fondamentale solide, et un accès au crédit facile ou à des liquidités abondantes. En 2000, le nouveau **paradigme** était l'arrivée d'une nouvelle économie numérique au taux de croissance durablement élevé et généralisé. Et s'il est vrai, comme promis, que nos vies ont changé depuis, tout a un prix... et en 2000, les valorisations étaient clairement devenues excessives voire déraisonnables.

Aujourd'hui, nous ne savons pas encore si une bulle (de prix) est en formation, mais ce dont nous sommes convaincus, c'est que l'IA n'est **pas une mode**. La rapidité spectaculaire d'adoption de l'application ChatGPT en est la preuve: deux mois auront suffi pour atteindre les 100 millions d'utilisateurs alors qu'il en aura fallu septante pour Uber, trente pour Instagram et neuf pour TikTok... Tout un écosystème est en train d'émerger. Le nouveau paradigme anticipé est celui de la « productivité » et de « l'efficacité ». Mais il est potentiellement **si disruptif** que certains obstacles pourraient temporiser sa généralisation: des centaines d'experts mondiaux en appellent à une pause dans la recherche sur les IA puissantes, en évoquant des « risques majeurs pour l'humanité » (on parle même « d'extinction »)...

Attention donc à ne pas trop s'emballer. À court terme, plus que l'apparition d'une régulation plus contraignante, c'est plutôt la diminution de la **liquidité** qui pourrait ralentir l'euphorie boursière en développement.

Scénario et conclusions

- L'**inflation** reste trop élevée (hors Chine), mais ralentit
- Le **resserrement des politiques monétaires** global arrive à son terme
- Les **États-Unis** se dirigent vers une **récession**
- La **Chine** déçoit mais va accélérer au S2

- **Actions:** sous-pondérées en raison du risque qui pèse sur l'activité. Préférence pour l'Europe et les émergents vs les US
- **Obligations:** surpondérées (obligations d'entreprises de qualité, IG)
- **Devises:** préférence pour le CHF et l'EUR vs USD et GBP
- **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 checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Europe	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" 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: résilience américaine et déception chinoise

La **zone euro** n'aura finalement pas échappé à une **récession** cet hiver. Après avoir enregistré une contraction de 0.4% t/t annualisé au dernier trimestre 2022, l'activité a poursuivi son recul au même rythme au T1 2023. Cette déception est néanmoins à relativiser. En effet, parmi les principales économies de la zone, seule **l'Allemagne** affiche une croissance négative au T1 (-1.3% t/t annualisé) (**graphe 1**). De plus, la faiblesse allemande est entièrement imputable à une contribution négative de la consommation et des dépenses étatiques qui ne devraient pas se répéter: la hausse des coûts de l'énergie qui a pénalisé le pouvoir d'achat des ménages est derrière nous et le gouvernement sera plus expansif.

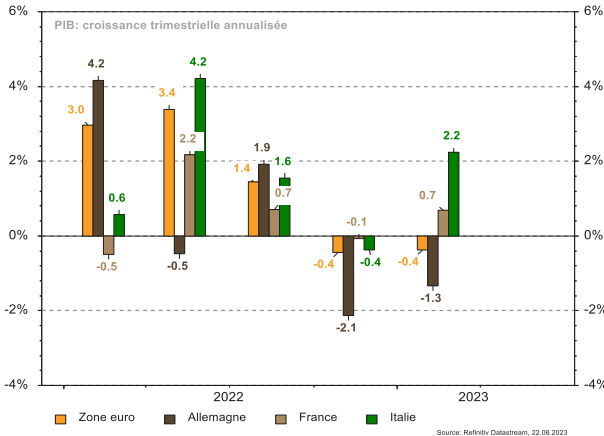
Les perspectives pour l'économie européenne ne sont pas pour autant extrêmement encourageantes. L'impact du **resserrement monétaire** de la BCE commence à se faire sentir. Les banques commerciales ont elles aussi considérablement durci leurs conditions d'octroi de crédit. Sans surprise, c'est le secteur **immobilier** qui est le premier pénalisé. En France, les mises en chantier reculent de 10% depuis leur pic de janvier 2022 et les permis de construire chutent de presque 20% depuis août de l'année dernière. Ces derniers se sont effondrés

de 25% sur un an en Allemagne. La baisse des prix, modérée jusqu'à présent, va continuer.

Le **secteur manufacturier** européen est, lui aussi, globalement à la peine. Les indicateurs économiques avancés sont en territoire de contraction: le PMI manufacturier est passé de 54.6 il y a un an à 44.8 en mai et la production industrielle s'est réduite de 2% sur la période. Heureusement que les services, soutenus par les dépenses des ménages, affichent un futur proche encore en expansion comme le témoigne le PMI correspondant à 55.1 en mai, un niveau élevé. La forte demande des ménages s'explique par un transfert des préférences de consommation pour les services après la pandémie. **L'excès d'épargne** accumulé, estimé à encore 7.5% du PIB, ainsi qu'un marché de l'emploi tendu, avec un taux de chômage encore en baisse en avril, à 6.5%, contribuent à soutenir cette demande. Certes, la hausse des salaires qui découle de cette situation de plein emploi (les salaires négociés dans la zone euro sont en hausse de 4.3% sur un an) ne facilite pas le travail de la BCE qui peut néanmoins se réjouir d'un ralentissement de l'inflation, de plus de 10% en variation annuelle en octobre dernier à 6.1% en avril. Avec des taux de dépôt bien inférieurs (à 3.5% en juin), le risque est qu'elle doive poursuivre son resserrement pour atteindre son objectif de normalisation de la croissance des prix.

La **Fed américaine** nous semble plus proche de la fin de son cycle haussier des taux directeurs. La hausse de 25 pb escomptée en juin ou juillet pourrait en effet être la dernière. Avec une **inflation** annuelle qui ralentit à 4.1% en mai et des taux courts à 5.25%, la politique monétaire est devenue restrictive (les taux réels sont positifs !). Les faillites de banques régionales font partie des dommages collatéraux de ce changement de régime. Par ailleurs, le niveau de resserrement des conditions d'octroi de crédit des banques commerciales est désormais compatible avec **une récession** d'ici à la fin de l'année, voire au tout début de l'année prochaine, et justifie une pause de la part de la banque centrale. Comme en Europe, alors que les secteurs immobilier et

Grappe 1 | Zone euro: seule l'Allemagne déçoit et est en récession



Marchés financiers

*) Au 21.06.2023	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T2*)	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
Marchés des actions										
Etats-Unis	4 146.70	6.19%	13.90%	19.36	2.0%	4.2	7%	1%	11%	12%
Europe	457.01	-0.18%	7.56%	12.38	3.3%	1.9	3%	0%	7%	8%
Japon	2 295.01	15.00%	21.00%	14.17	2.3%	1.3	9%	9%	8%	9%
Suisse	11 173.65	0.61%	4.10%	15.91	3.1%	3.7	9%	9%	9%	8%
Royaume-Uni	4 115.41	-1.00%	0.99%	10.36	3.9%	1.6	-2%	-8%	4%	5%
Marchés Emergents (USD)	1 004.27	1.41%	5.01%	12.30	3.5%	1.6	8%	-2%	18%	13%
Monde (USD)	2 927.72	4.88%	12.50%	16.89	2.5%	2.9	6%	1%	9%	10%

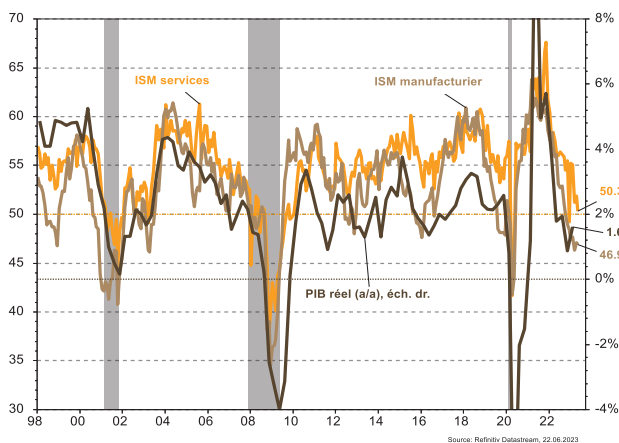
Source: Datastream, Consensus IBES

manufacturier sont en récession, les services résistent, soutenus par des créations d'emploi encore importantes (1.570 mio en 2023 dont 339'000 en mai). Mais le support à la consommation du surplus d'épargne (pandémie) s'érode et se tarira d'ici à la fin de l'année. De même, si les encours de crédit n'ont pas encore fléchi, la hausse de leur coût est visible: la part des dépenses des ménages allouée à la charge d'intérêt est passée de moins de 1% il y a un an à plus de 3% ! L'évolution de l'indicateur de confiance des directeurs d'achats dans les services reflète cette dégradation: tout en restant en territoire d'expansion, il est passé de 55.2 en début d'année à seulement 50.3, proche du seuil de contraction. Finalement, l'économie américaine fléchit moins rapidement qu'initialement escompté mais échappera difficilement à une récession: aucun indicateur ne pointe vers une embellie... (graphe 2). Et même si le relèvement du plafond de la dette est un soulagement, l'accord entre républicains et démocrates stipule un blocage des dépenses publiques jusqu'à janvier 2025. Le redémarrage de **la Chine** se révèle moins vigoureux qu'espéré. Comme ailleurs à la sortie de la pandémie, la consommation de services est le principal moteur

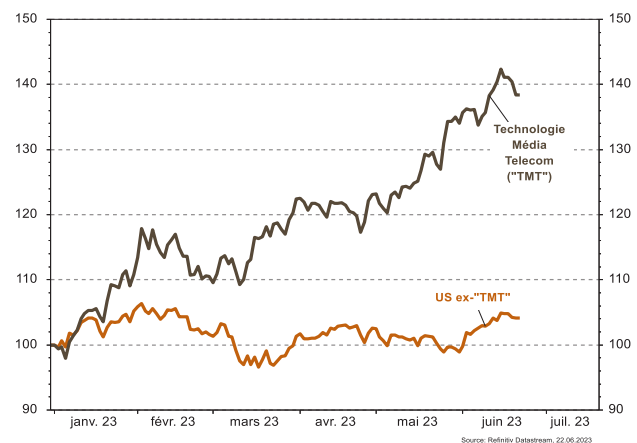
de la reprise, au détriment des investissements et du secteur manufacturier. Pékin est néanmoins dans une position relativement confortable: avec une inflation sous contrôle (+0.2% a/a), sa banque centrale peut détendre sa politique monétaire pour stimuler l'activité. La déception dans le rythme de la reprise incite le gouvernement à prendre des mesures ciblées dans le secteur immobilier, particulièrement important pour l'ensemble de l'activité et qui peine à se redresser. Cette marge de manœuvre dont disposent les autorités est de bon augure pour une nouvelle accélération dans la deuxième partie de l'année.

Enfin, en **Suisse**, la croissance du PIB au T1 a été meilleure qu'attendu (+0.3% t/t), alimentée par une consommation dynamique (+0.6% t/t) et les investissements (+2.6% t/t), alors que la construction stagne (-0.1%), tout comme les dépenses publiques. L'inflation ralentit à 2.2% en rythme annuel en mai et se rapproche de l'objectif de la BNS (qui enregistre un bénéfice de CHF 26.9 mia au T1): le pic des taux est proche.

Grappe 2 | États-Unis (indices de confiance des directeurs d'achats): aucune amélioration en vue



Grappe 3 | Actions US: en dehors de la TECH, les indices stagnent depuis le début de l'année



	Niveau au 21.06.2023	Variation T2*) (en pb)	Var. depuis le 31.12.2022 (en pb)
Obligations souveraines à 10 ans			
Taux USD - Etats-Unis	3.72%	24	-11
Taux EUR - Allemagne	2.43%	13	-13
Taux JPY - Japon	0.38%	5	-4
Taux CHF - Suisse	1.00%	-22	-62
Taux GBP - Royaume-Uni	4.40%	103	74
Marchés émergents (USD)	7.64%	-3	-8
Marchés émergents (devise locale)	4.31%	1	-11
Matières premières			
	Prix	Trimestre T2*)	Depuis le 31.12.2022
Or (USD/once)	1 930.20	-2.3%	6.3%
Brent (USD/bl)	77.16	-3.0%	-10.0%

	Niveau au 21.06.2023	Variation T2*)	Variation depuis le 31.12.2022
FX			
EUR vs CHF	0.9806	-1.20%	-0.69%
EUR vs USD	1.0955	0.79%	2.62%
EUR vs JPY	155.5994	7.61%	10.50%
EUR vs NOK	11.7085	2.90%	11.37%
GBP vs EUR	1.1682	2.70%	3.59%
GBP vs USD	1.2732	2.97%	5.84%
USD vs CHF	0.8951	-2.02%	-3.25%
USD vs CAD	1.3181	-2.61%	-2.72%
AUD vs USD	0.6771	1.10%	-0.15%

Source: Datastream

Préférences monétaires

Rang 1 Appréciation attendue	Rang 2 Stabilisation	Rang 3 Dépréciation attendue
CHF EUR	JPY NOK USD	GBP OR
<ul style="list-style-type: none"> ▪ CHF: est une devise de refuge et de protection contre l'inflation mondiale. Sa valorisation n'est plus excessive ▪ EUR: la valorisation est attrayante et la dynamique de croissance satisfaisante 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ JPY: valorisation très attrayante après sa forte dévaluation. Un abandon de la politique monétaire (accommodante) serait un puissant déclencheur ▪ NOK: monnaie de diversification, corrélée au prix du pétrole ▪ 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 pénalisent durablement le potentiel de croissance ▪ OR: le niveau atteint par les taux d'intérêt réels réduit son potentiel

Conclusions d'investissement

Les États-Unis sont en avance dans le cycle de resserrement monétaire. Le niveau atteint par les taux souverains à long terme nous a permis de **rallonger la durée** de notre portefeuille obligataire en USD. En zone EUR et en CHF, la rémunération offerte par les échéances longues nous semble encore trop faible pour opérer le même ajustement. Nous conservons, dans l'ensemble des devises, notre préférence pour les obligations d'entreprises de qualité dont le surplus de rendement est supérieur à la moyenne historique.

Les **actions** demeurent vulnérables à un tassement de l'activité économique. Se réjouir de la fin des hausses de taux de la part des banques centrales n'est historiquement pas une bonne idée. C'est plutôt le signe que le coût du crédit est devenu suffisamment élevé et qu'une récession se profile... et aussi que le rendement offert par les actifs à taux fixes, y compris le cash, représente une alternative défensive bien rémunérée.

Nous restons donc sous-pondérés sur cette classe d'actifs, en particulier aux États-Unis où sa valorisation relative est la moins attrayante. Le buzz autour de l'IA explique à lui seul la performance des indices américains: sans les « **7 fantastiques** » (sept titres technologiques), le S&P 500 (+11%) serait inchangé depuis le début de l'année (**graphe 3**). Cette concentration dans la performance est également une source de vulnérabilité du marché américain. Notre préférence pour les marchés émergents a déçu, mais nous considérons que notre thèse d'investissement (faible valorisation, meilleures perspectives de croissance) demeure valable et conservons notre exposition.

Au sein des **devises**, notre prédilection pour le CHF et l'EUR est également maintenue. Le surplus de rendement que paie le dollar US par rapport aux autres devises est destiné à se réduire et ne justifie donc plus la prime de valorisation dont il bénéficie.

Clôture de la rédaction | 9 juin 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 | Juin 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