

Politique d'Investissement

4^e trimestre 2023 | Septembre 2023

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

Points clés

Inflation: victoire des banques centrales?

La croissance des prix ralentit plus rapidement qu'initialement attendu. Aux **États-Unis**, après avoir touché un pic à 9.1% en juin 2022, elle s'établit à 3.2% en juillet. Dans la **zone euro**, elle est passée de 10.6% en octobre 2022 à 5.3% (août), mais reste, comme outre-Atlantique, supérieure à l'objectif de la banque centrale (2%). En **Suisse**, de 3.4% en janvier, la croissance des prix est retombée à 1.5% en août, dans la fourchette 0-2% fixée par la Banque nationale suisse (BNS). L'appréciation de la devise a contribué à atteindre cet objectif. Les hausses de taux de la **BNS** arrivent donc à leur fin même si, en début d'année prochaine, l'augmentation des prix de l'électricité (+18% en moyenne), de certains loyers (ceux indexés au taux de référence) ainsi que des taux de TVA (de 7.7 à 8.1% pour le taux normal) vont perturber la tendance.

À ce stade, le ralentissement de l'inflation s'explique principalement par deux facteurs. Premièrement, il résulte de la **chute de la demande** de biens manufacturés: celle-ci avait progressé lors de la pandémie et conduit à une hausse significative des coûts de production, de transport et de logistique. Depuis, le secteur manufacturier est en récession à l'échelle globale. D'ailleurs, la Chine, qui demeure très exposée au secteur industriel, enregistre une contraction des prix ! Le deuxième élément qui explique cette baisse rapide de la croissance des prix est lié à des **effets de base**, très favorables en cette première partie de l'année après l'envolée des cours énergétiques (en rapport avec la guerre en Ukraine) en 2022. Garanties de la stabilité des prix, les banques centrales ont resserré leurs politiques monétaires, qui sont devenues restrictives (taux réels positifs aux États-Unis): leur action va peser sur l'activité encore soutenue dans les services et éviter ainsi des hausses de salaire à répétition pouvant entretenir une spirale inflationniste (**graphe 1**).

Si quelques soubresauts du taux d'inflation dans les mois à venir sont à prévoir, le **travail** des banques centrales **se termine**. Il faudra néanmoins patienter pour un nouveau cycle de desserrement monétaire.

Scénario et conclusions

- La hausse du prix du baril perturbe la trajectoire de l'inflation
- Les États-Unis résistent mais se dirigent vers une récession
- Les autorités chinoises sont à la relance !

- **Actions:** sous-pondérées en raison du risque qui pèse sur l'activité. Ajustement en faveur du Japon au détriment de la Chine
- **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"/>

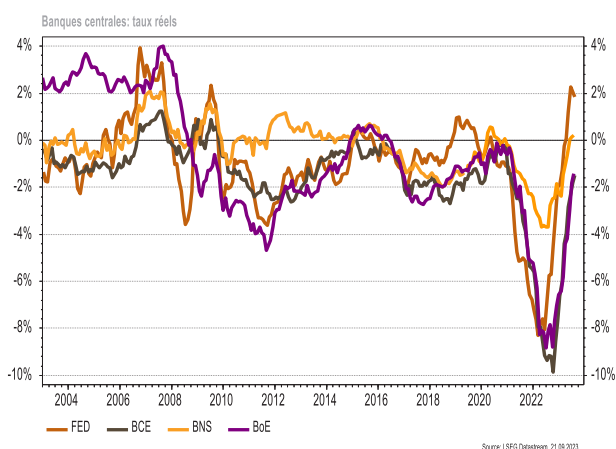
Économie: résistance américaine, relance chinoise et faiblesse européenne

L'économie **américaine** a enregistré une croissance du PIB au T2 de 2.1% (t/t annualisé), grâce à la consommation des ménages et surtout les investissements qui, après plusieurs trimestres de contribution négative à la croissance, ont retrouvé des couleurs.

Néanmoins, en raison de la faiblesse de la demande, le **secteur manufacturier** américain est en récession. La production industrielle se contracte légèrement sur un an (-0.2%) et les indicateurs économiques avancés, malgré le début d'une stabilisation, restent en territoire déprimé (ISM et PMI manufacturiers respectivement à 47.6 et 47.9). Les **services** résistent, mais les messages délivrés par les indicateurs avancés divergent et réduisent la visibilité. D'un côté, l'ISM des services a rebondi en août à 54.5 alors que le PMI des services faiblit à un niveau à 50.5 et se rapproche dangereusement de la zone de contraction (seuil à 50).

Plus généralement, nous pensons que les effets du resserrement monétaire opéré par la Fed ne sont pas encore tous visibles. Certes, le secteur **immobilier**, qu'il soit résidentiel ou commercial, est pour l'heure le seul à être déjà pénalisé, directement impacté par la hausse des taux hypothécaires (de 2.7% fin 2020 à près de 7%)!

Graph 1 | Banques centrales: taux attractifs pour les investisseurs, restrictifs pour l'économie



La faiblesse de l'offre limite pour l'instant le recul des prix dans le segment résidentiel (recul de seulement 1% depuis les points hauts de mai 2022). Cela étant, la capacité d'accéder à la propriété, au plus bas depuis 2005, ne pourra s'améliorer sans baisse de prix ou sans réduction du coût de financement. Ce n'est, a priori, pas pour tout de suite. Dans le segment commercial, la baisse des prix est déjà plus substantielle (-10%).

De plus, l'excès d'épargne des **ménages** devrait se tarir d'ici à la fin de l'année. Dès lors les ménages ne pourront compter que sur le revenu du travail pour financer leurs dépenses. Or, bien qu'il n'y ait encore aucun effondrement, le marché de l'emploi donne les premiers signes de fléchissement. Le rythme de créations d'emplois ralentit, la moyenne sur trois mois est passée sous la barre des 200'000 créations par mois et le taux de chômage est remonté de 3.5 à 3.8% (**graphe 2**). Nous observons par ailleurs une recrudescence des défaillances sur les crédits à la consommation, synonyme d'un début de fragilité des ménages.

Enfin, une **politique fiscale** plus avantageuse n'est pas envisageable aujourd'hui, et l'abaissement de la note de crédit par Fitch, après S&P en 2011, est là pour nous le rappeler.

Dans **la zone euro**, l'activité demeure faible, disparate et, surtout, les signes d'amélioration sont introuvables. Au T2, l'ensemble de la zone a crû de 0.5% (t/t annualisé), la France (avec +2.1%) faisant mieux que l'Allemagne (à peine +0.1% après deux trimestres de contraction) et l'Italie (-1.6%), plus exposées au secteur manufacturier. L'indice de confiance des directeurs d'achat (PMI) dans le secteur s'est stabilisé en août, en passant de 42.7 à 43.5, mais le niveau reste déprimé. Même dans les services, la confiance chute sous le seuil des 50, à 47.9 en août, indiquant l'absence totale de perspectives plus encourageantes (**graphe 3**).

En **Suisse**, seule la BNS semble pouvoir se réjouir. Grâce à sa politique monétaire et de change, elle est parvenue avant les autres à ramener l'inflation (+1.5%) dans sa cible

Marchés financiers

*) Au 20.09.2023	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T3*	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	4 188.03	-0.96%	15.00%	19.15	2.0%	4.3	10%	2%	12%	13%
Europe	460.66	-0.28%	8.42%	12.08	3.4%	1.8	5%	-1%	7%	8%
Japon	2 406.00	5.10%	27.00%	14.17	2.2%	1.4	10%	13%	7%	9%
Suisse	11 154.11	-1.10%	4.00%	15.69	3.2%	3.7	10%	5%	11%	10%
Royaume-Uni	4 197.78	2.50%	3.00%	10.39	3.9%	1.6	0%	-11%	5%	6%
Marchés Emergents (USD)	970.87	-1.88%	1.52%	11.83	3.4%	1.6	13%	-4%	18%	14%
Monde (USD)	2 936.36	-1.02%	12.80%	16.76	2.4%	3.0	8%	1%	10%	11%

Source: Datastream, Consensus IBES

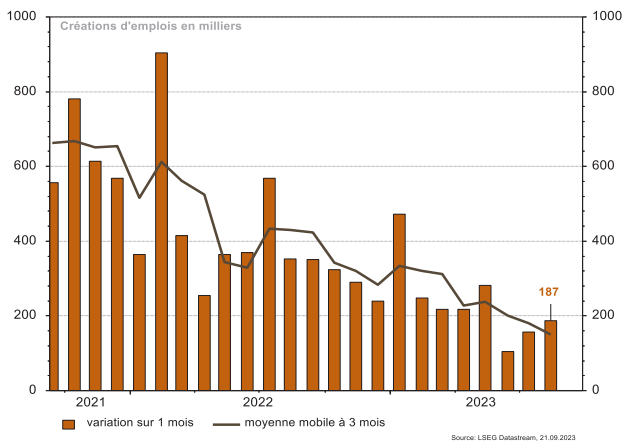
(0-2%). Mais la déprime gagne les directeurs d'achat du secteur manufacturier avec un degré de confiance de seulement 39.9, au niveau du creux de la pandémie en mars 2020. Par ailleurs, le pouvoir des ménages va s'éroder avec les hausses en partie connues de la TVA, de l'électricité, des primes d'assurance maladie (en janvier) et, pour certains, des loyers. Nul doute que **le pouvoir d'achat** sera au cœur des débats des prochaines élections.

Enfin, **l'économie chinoise** déçoit. Ses traditionnels moteurs de croissance, la production manufacturière et le secteur immobilier, sont en panne. Elle subit en effet plus que d'autres la récession mondiale dans le secteur manufacturier et elle souffre également d'un marché immobilier bridé par l'endettement excessif de certains promoteurs. Si d'un point de vue conjoncturel on peut s'attendre à un retournement de l'activité manufacturière ces prochains mois, la reprise dans le secteur immobilier s'annonce plus lointaine. Il faut que les autorités parviennent à rassurer les ménages dont la confiance a été sévèrement affectée par la gestion de la pandémie dans un premier temps puis, justement, par les difficultés du marché immobilier. Les mesures

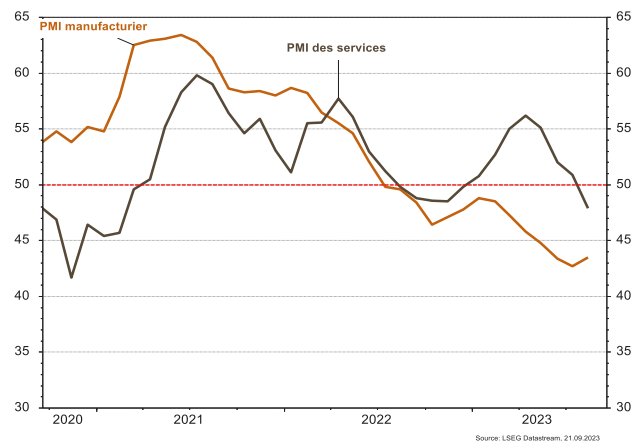
prises par le gouvernement jusqu'à présent vont dans la bonne direction (accès facilité à la propriété, investissements « verts », baisse d'impôts), mais sont insuffisantes pour redynamiser rapidement la consommation. La banque centrale notamment peut aller plus loin dans ses efforts pour seconder la relance fiscale : la détente monétaire est en effet possible grâce à l'absence d'inflation. Néanmoins, la réduction des réserves des banques et la baisse du coût du crédit sont pour l'heure trop modestes pour stimuler la demande.

Pour terminer, notons que **les pays producteurs de pétrole**, Arabie saoudite en tête, intensifient leurs efforts pour garder un prix élevé de l'or noir et ont réduit leur production au cours de l'été. La hausse du prix qui en résulte est déjà de plus de 20% depuis le début du trimestre : les conséquences sont globales, évidemment négatives pour le pouvoir d'achat et ne facilitent pas le travail des banques centrales dans leur lutte contre l'inflation.

Graphe 2 | États-Unis: tendance négative des créations d'emplois, mais pas d'effondrement



Graphe 3 | Zone euro: la dégradation de la confiance des directeurs d'achats est généralisée



	Niveau au 20.09.2023	Variation T3* (en pb)	Var. depuis le 31.12.2022 (en pb)
Obligations souveraines à 10 ans			
Taux USD - Etats-Unis	4.37%	56	54
Taux EUR - Allemagne	2.68%	29	12
Taux JPY - Japon	0.71%	31	30
Taux CHF - Suisse	1.10%	14	-52
Taux GBP - Royaume-Uni	4.22%	-17	55
Marchés émergents (USD)	8.02%	34	30
Marchés émergents (devise locale)	4.40%	13	-2
Matières premières			
	Prix	Trimestre T3*	Depuis le 31.12.2022
Or (USD/onçe)	1 945.35	1.5%	7.1%
Brent (USD/bl)	92.35	24.0%	7.5%

	Niveau au 20.09.2023	Variation T3* (en pb)	Variation depuis le 31.12.2022
FX			
EUR vs CHF	0.9589	-1.76%	-2.89%
EUR vs USD	1.0689	-2.02%	0.13%
EUR vs JPY	158.3217	0.40%	12.43%
EUR vs NOK	11.4725	-1.85%	9.12%
GBP vs EUR	1.1601	-0.45%	2.87%
GBP vs USD	1.2399	-2.47%	3.08%
USD vs CHF	0.8946	-0.01%	-3.31%
USD vs CAD	1.3411	1.35%	-1.03%
AUD vs USD	0.6498	-2.39%	-4.19%

Source: Datastream

Préférences monétaires

Rang 1 Appréciation attendue CHF EUR	Rang 2 Stabilisation JPY NOK USD	Rang 3 Dépréciation attendue 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 mais la dynamique de croissance se dégrade 	<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 le potentiel de croissance ▪ OR: le niveau atteint par les taux d'intérêt réels réduit son potentiel

Conclusions d'investissement

La **hausse des taux d'intérêt** souverains enregistrée au sein de la zone euro nous a permis de rallonger la maturité moyenne de nos portefeuilles obligataires. Elle est désormais en ligne avec les indices de référence, comme c'était déjà le cas pour les obligations gouvernementales américaines. En Suisse, le mouvement haussier a été moins prononcé et nous considérons le niveau atteint comme insuffisant pour opérer le même ajustement. Au sein des obligations, notre préférence va toujours à celles d'entreprises de qualité. Nous avons **relevé notre exposition** à cette classe d'actifs au détriment des hedge funds, devenus moins pertinents dans une optique de rendement.

Nous considérons les **actions** en général et les américaines en particulier comme vulnérables pour deux raisons. La première est que les perspectives de croissance des bénéficiaires nous semblent excessives si, comme nous le pensons, un tassement de l'activité se confirme au

cours des prochains trimestres. La deuxième est que des **alternatives** plus défensives (obligations, voire les dépôts à terme) aux actions existent désormais. Dès lors, nous confirmons notre sous-exposition à la classe d'actifs dans laquelle nous avons opéré un ajustement dans notre allocation régionale. Nous avons relevé notre exposition au Japon au détriment de la Chine. En effet, la sortie de la déflation de l'économie japonaise devrait conduire à une revalorisation de l'ensemble de ces actifs, alors qu'en Chine les déceptions s'accumulent et la confiance des investisseurs étrangers s'amenuise.

Nous conservons une part importante **de liquidités**, bien rémunérées, dans le but de saisir des opportunités qui devraient se présenter ces prochains mois.

Enfin, en termes de **devises**, nous privilégions le franc suisse. Le dollar américain fait de la résistance contre l'euro, mais sa valorisation est trop élevée.

Clôture de la rédaction | 11 septembre 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 | Septembre 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