

Politique d'Investissement

1^{er} trimestre 2024 | Décembre 2023

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

Points clés

2023 se termine, vive 2024 !

Grâce à une croissance de l'activité économique constamment révisée à la hausse au fil des mois, les **actions** américaines affichent des performances supérieures aux attentes de début d'année (+20%), en particulier les 7 fantastiques (+100%). Dans la zone euro également, les indices actions progressent de plus de 10%. C'est en Suisse que l'on enregistre des déceptions avec un SMI en hausse de seulement 2-3% depuis le début de 2023.

Les **taux d'intérêt** à court terme, directement influencés par les politiques monétaires, ont suivi les hausses de taux des banques centrales. Avec la décélération de l'**inflation**, nous pensons que le cycle de resserrement est désormais terminé. Les taux souverains à 10 ans ont par contre évolué dans des directions opposées. Aux États-Unis, ils ont touché les 5% cet été avant d'amorcer un recul qui devrait se poursuivre par ailleurs. Dans la zone euro, le pic a été atteint à 3% à la même période avant de fléchir à un niveau déjà inférieur à celui du début d'année. Les taux à 10 ans de la Confédération n'ont pas dépassé 1,4% et le recul enregistré depuis le 1er janvier s'est accéléré pour devenir significatif et retirer notre intérêt pour ce segment.

Ces mouvements définissent dans les grandes lignes le **point de départ** pour 2024. Avec la fin de la répression financière orchestrée par les banques centrales, les actifs défensifs (cash, obligations souveraines et d'entreprises à long terme) offrent un **rendement inégalé** depuis quinze ans en USD et, dans une moindre mesure, en EUR. Il faut en profiter. De plus, en cas de déception sur la croissance, ces actifs feront office de protection et permettront d'équilibrer les performances d'un portefeuille multi-actifs. Les actions, en particulier en dehors de la tech US, ne sont pas excessivement chères et pourront bénéficier des anticipations d'une amélioration des perspectives conjoncturelles dans la seconde partie de l'année.

2024 présente donc des conditions de départ qui devraient offrir aux investisseurs des performances satisfaisantes.

Scénario et conclusions

- La décélération de l'**inflation**, généralisée, est une bonne nouvelle
- Le **resserrement monétaire** global arrive à son terme
- Les **États-Unis** résistent, mais ralentissent
- Stagnation en **Europe et en Suisse**
- Les autorités **chinoises** intensifient la relance !

- **Actions**: sous-pondérées aux US en raison du risque qui pèse sur l'activité et d'une valorisation élevée
- **Obligations**: surpondérées (obligations d'entreprises de qualité, IG)
- **Devises**: préférence pour le CHF et l'EUR vs USD et GBP
- **Liquidités**: surpondérées

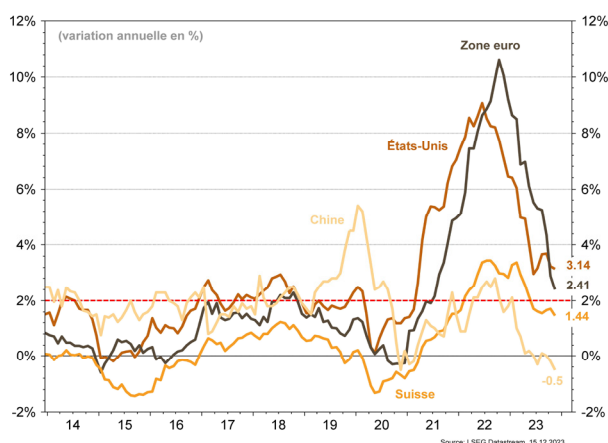
Allocation d'actifs

	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 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: résilience américaine, stagnation européenne et relance chinoise

Si les effets potentiels d'une crise **énergétique**, tant redoutés il y a un an, ont pu rapidement être écartés, ceux du **resserrement monétaire**, pourtant brutal en perspectives historiques, alimentent la controverse, notamment aux **États-Unis**. Les partisans d'un atterrissage en douceur de l'activité économique sont nombreux. En fait, c'est le ralentissement plus rapide qu'anticipé de l'inflation qui engendre un certain optimisme (**graphe 1**). Son retour rapide vers l'objectif de 2% permettrait aux banques centrales de baisser les taux d'intérêt avant que les effets négatifs de leurs hausses précédentes ne se fassent sentir sur l'activité et l'emploi. Nous ne pouvons exclure ce scénario.

Graphe 1 | Monde: l'inflation ralentit rapidement !



Mais, il faut le rappeler, ce serait le premier atterrissage en douceur réussi de la part de la Fed à la suite d'un resserrement monétaire et donc un véritable **succès**. Il est vrai que l'économie américaine a enregistré une croissance de 5.2% t/t (annualisé) au T3 et que l'économie semble beaucoup mieux encaisser le choc qu'attendu. Le secteur des **services** en particulier affiche une confiance encore satisfaisante avec un ISM des services qui progresse de 51.8 à 52.7 en novembre.

Mais cela est insuffisant pour négliger les risques qui pèsent encore sur l'activité. En effet, la croissance moyenne des trimestres précédant l'apparition d'une récession a été historiquement de 3% (12 épisodes). Et si le **consommateur** américain est encore en bonne santé, des signes de fragilité apparaissent : le taux de défaut sur les crédits à la consommation est en hausse. C'est surtout l'évolution du marché du **travail** qui sera déterminante. Et là aussi, sans encore véritablement craquer, le marché donne des signes de faiblesse. Les créations d'emplois temporaires, qui ont tendance à anticiper la tendance de l'ensemble du marché, reculent (**graphe 2**). Après un rapport de l'emploi décevant en octobre, avec seulement 150'000 postes de travail créés, novembre apporte un peu de soulagement avec la création de 199'000 emplois.

Le secteur **immobilier** reste sous pression. Les promoteurs (NAHB) sont déprimés et l'activité est faible. Si les prix de ventes de l'ensemble du parc immobilier poursuivent leur hausse à un rythme modéré (+4% sur un an), ceux des maisons neuves individuelles ont chuté de plus de 17% (variation annuelle). Le segment **manufacturier** est, lui aussi, en contraction (production industrielle: -0.7% a/a) et les indicateurs économiques avancés tels l'ISM ou le PMI (respectivement à 46.7 et 49.4 en novembre) ne pointent pas vers une amélioration. D'autres, notamment les exportations de pays «cycliques» (Taiwan, Corée du Sud ou Chili) ou encore la réduction des stocks, envoient un message plus optimiste. À défaut d'anticiper une forte accélération de l'activité dans le secteur, nous pensons que le creux est atteint, ce qui est déjà une bonne nouvelle.

La **zone euro** stagne depuis le début de l'année et le PIB s'est légèrement contracté au T3 (-0.1% t/t et à peine +0.1% a/a). La production industrielle était en baisse de 6.5% en variation annuelle en septembre et le redressement depuis juillet du PMI manufacturier (de 42.7 à 44.2 en novembre) est encore trop timide pour envisager une accélération de l'activité. Et contrairement à ce qu'il se passe outre-Atlantique, les services souffrent eux aussi

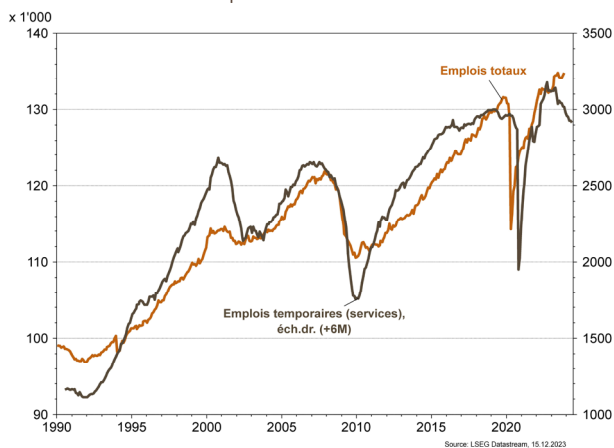
Marchés financiers

*) Au 14.12.2023	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T4*	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	4 505.53	10.30%	23.80%	19.10	2.0%	4.4	12%	2%	11%	13%
Europe	476.57	5.85%	12.20%	12.35	3.3%	1.9	6%	-1%	6%	9%
Japon	2 321.35	-0.09%	23.00%	13.48	2.3%	1.4	9%	14%	7%	9%
Suisse	11 209.95	2.20%	4.50%	16.00	3.3%	3.6	9%	2%	9%	13%
Royaume-Uni	4 176.90	1.20%	2.50%	10.42	3.9%	1.7	5%	-12%	5%	7%
Marchés Emergents (USD)	992.51	4.17%	3.78%	11.34	3.2%	1.6	18%	-4%	18%	15%
Monde (USD)	3 128.89	9.66%	20.20%	16.74	2.4%	3.1	9%	1%	9%	11%

Source: Datastream, Consensus IBES

et le niveau de confiance des directeurs d'achat (48.7 en novembre) est toujours en territoire de contraction (<50). Sans accord sur de nouvelles règles budgétaires, les anciennes régissant les critères d'endettement et de déficits publics, dites de Maastricht, seront de retour cette année. Espérons que la décélération de la croissance des prix permettra à la BCE d'amorcer une détente de sa politique monétaire dès que possible pour compenser le resserrement fiscal qui s'annonce.

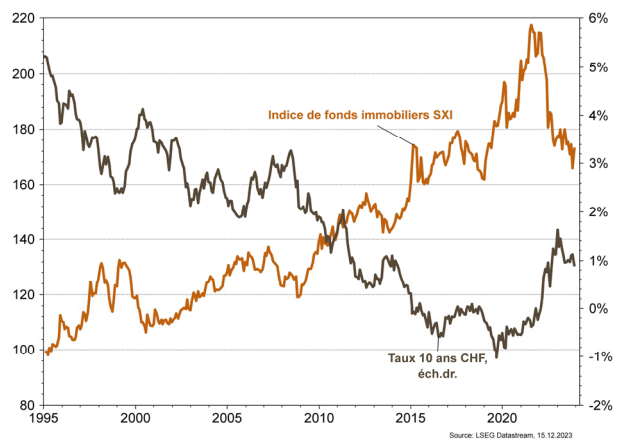
Graphe 2 | États-Unis: le tassement des emplois temporaires inquiète



La **crise** immobilière n'est pas terminée en **Chine**. Pour éviter qu'elle ne se transforme en crise sociale et politique, les autorités poursuivent leur action. De manière inhabituelle, le déficit budgétaire a été relevé en cours d'année pour y faire face (de 3 à 3.8% du PIB). Pas sûr que ce soit suffisant pour atteindre l'objectif de croissance du PIB fixé à 5% pour 2024. Cela étant, les autorités sont bien conscientes du danger et de la nécessité de restaurer la **confiance**. Elles semblent prêtes, en cas de besoin, à augmenter leur effort. L'absence d'inflation (-0.5% a/a en novembre) donne à la banque centrale, en plus de la relance budgétaire évoquée, la possibilité de détendre sa politique monétaire pour favoriser la reprise.

En **Suisse**, comme ailleurs, les derniers chiffres sur la croissance des prix rassurent. En ne progressant que de 1.4% par rapport à novembre dernier, l'inflation semble maîtrisée, permettant à la **BNS** d'interrompre son resserrement monétaire. Certes, en ce début d'année, la hausse de la TVA, des prix de l'électricité, des primes de l'assurance maladie et des loyers (ceux liés au taux de référence) vont faire remonter le niveau des prix. Mais ces hausses ne vont pas se répéter et ne représentent pas le début d'une spirale inflationniste. Elles pourront néanmoins avoir un impact négatif sur le pouvoir d'achat des ménages et donc l'activité. Cette dernière s'est révélée d'ailleurs plus solide qu'attendu au T3, avec un PIB qui a enregistré une progression plus forte que prévu (+0.3% t/t). Si le secteur manufacturier souffre (le PMI manufacturier de novembre s'établit à 42.1), le redressement de la confiance des directeurs d'achat dans les services (PMI à 53.6) est de bon augure. Avec une BNS qui retrouve une marge de manœuvre dans sa politique monétaire, l'espoir de passer la période de faiblesse conjoncturelle sans trop de dégâts sur l'emploi nous paraît légitime.

Graphe 3 | Suisse: la baisse des taux donne du potentiel au segment immobilier !



Obligations souveraines à 10 ans	Niveau au 14.12.2023	Variation T4*) (en pb)	Var. depuis le 31.12.2022 (en pb)
Taux USD - Etats-Unis	3.91%	-66	8
Taux EUR - Allemagne	2.10%	-71	-46
Taux JPY - Japon	0.68%	-8	26
Taux CHF - Suisse	0.65%	-44	-97
Taux GBP - Royaume-Uni	3.87%	-57	20
Marchés émergents (USD)	7.39%	-94	-33
Marchés émergents (devise locale)	4.19%	-25	-23
Matières premières	Prix	Trimestre T4*)	Depuis le 31.12.2022
Or (USD/once)	2 040.25	9.9%	12.0%
Brent (USD/bl)	76.71	-17.0%	-11.0%

FX	Niveau au 14.12.2023	Variation T4*)	Variation depuis le 31.12.2022
EUR vs CHF	0.9522	-1.69%	-3.57%
EUR vs USD	1.0794	1.94%	1.11%
EUR vs JPY	155.7811	-1.40%	10.63%
EUR vs NOK	11.5015	2.09%	9.40%
GBP vs EUR	1.1603	0.65%	2.89%
GBP vs USD	1.2761	4.55%	6.08%
USD vs CHF	0.8661	-5.33%	-6.39%
USD vs CAD	1.3422	-0.73%	-0.94%
AUD vs USD	0.6700	3.81%	-1.20%

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. Sa valorisation n'est plus excessive ▪ EUR: la valorisation est attrayante, mais des baisses de taux plus rapides de la BCE sont un risque 	<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. Demeur 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: candidat à un relèvement. Des baisses de taux et une dépréciation du dollar seraient un support. Protection contre le risque géopolitique confirmée

Conclusions d'investissement

La décélération de l'**inflation** plus rapide qu'escompté, tant aux États-Unis qu'en zone euro ou encore en Suisse, explique les mouvements enregistrés par les différents actifs.

Nous partageons la conviction que la bataille contre l'inflation menée par les banques centrales est en grande partie gagnée et que le pic de taux d'intérêt est atteint de la part des banques centrales. Nous avons donc **renforcé** au cours du trimestre notre exposition aux **obligations d'entreprises** de qualité en USD et EUR (maturité 5-7 ans) et la classe d'actifs est désormais surpondérée dans nos allocations. Pour les portefeuilles CHF, nous considérons que le niveau des taux est trop bas (0,7% à 10 ans) et préférons engager une position sur l'**immobilier résidentiel domestique** (au travers de fonds de placement) dont la valorisation et le potentiel nous semblent plus intéressants (rendement, reconstitution d'agio et fiscalité pour certains) (**graphe 3**). Ces achats

sont financés non seulement par l'utilisation de liquidité de nos portefeuilles dont la rémunération élevée aujourd'hui est amenée à se réduire l'année prochaine, mais également par une réduction de notre allocation aux fonds alternatifs (hedge funds).

Les effets négatifs des hausses de taux antérieures sur la croissance ne sont pas encore tous visibles, raison pour laquelle nous conservons une sous-pondération modérée aux **actions**, essentiellement américaines. En effet, leur valorisation nous paraît excessive à ce stade du cycle économique. Dans le reste du monde, les actions ne sont pas aussi chères et recèlent un potentiel plus substantiel.

En termes de **devises**, si nous privilégions un ancrage dans la devise de référence, nous rappelons notre préférence pour le CHF et l'EUR au détriment du dollar US.

Clôture de la rédaction | 6 décembre 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 | Décembre 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