

Politique d'Investissement

2^e trimestre 2024 | Mars 2024

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

Points clés

Les banques centrales dans les starting-blocks !

Après avoir réagi tardivement à la recrudescence de l'inflation en 2021, les principales banques centrales ont dû réagir et remonter leur taux de manière brutale et rapide (entre le printemps 2022 et l'été 2023). La situation a radicalement changé et l'enjeu principal est à présent de trouver le meilleur équilibre entre le risque de baisser les taux trop tôt et de raviver l'inflation, ou trop tard et donc de provoquer une récession.

Aux États-Unis, la **Réserve fédérale** ne semble pas dans l'urgence, comme récemment confirmé par J. Powell devant la Commission des finances du Congrès. En effet, la croissance résiste et le taux de chômage (l'un des deux mandats de la Fed) demeure très bas. Elle peut donc prendre son temps pour s'assurer que la bataille contre l'inflation (l'autre mission de la Fed) est effectivement gagnée avant d'agir (cet été).

La **Banque centrale européenne**, de son côté, n'a qu'une seule mission à remplir, celle de garantir la stabilité des prix. Le ralentissement de la croissance des prix est légèrement plus rapide qu'outre-Atlantique et subit, comme aux États-Unis d'ailleurs, quelques soubresauts. Mais la trajectoire rassure. Elle devrait revenir à 2% courant 2025, d'après les dernières projections publiées par le staff économique de la BCE. Et, même si la préservation de l'activité n'est pas explicite dans son mandat, son anémie alimente la pression de ne pas agir trop tard.

Notre **Banque nationale suisse** (BNS) se retrouve probablement dans la position la plus confortable. Le niveau d'inflation est déjà de retour dans la cible (entre 0 et 2%), ce qui l'autorise à être la première banque centrale à baisser les taux. Elle pourra gérer la dépréciation du CHF par la réduction de la taille de son bilan. Un coup de maître pour son président Thomas Jordan qui quittera l'institution en septembre.

La **Banque du Japon** sera la seule à naviguer à contre-courant : elle s'apprête à abandonner sa politique de taux négatifs et le yen s'annonce comme le principal bénéficiaire.

Scénario et conclusions

- La **décélération de l'inflation**, généralisée, est une bonne nouvelle
- Les **banques centrales** se préparent à baisser leurs taux d'intérêt
- L'économie **américaine** résiste
- Stagnation en **Europe** et timide amélioration en **Suisse**
- La **Chine** opte pour des mesures de relance ciblées

- **Actions**: sous-pondérées marginalement aux US en raison de valorisation élevée
- **Obligations**: surpondérées (obligations d'entreprises de qualité, IG)
- **Devises**: préférence pour le CHF et l'USD
- **Liquidités**: surpondérées

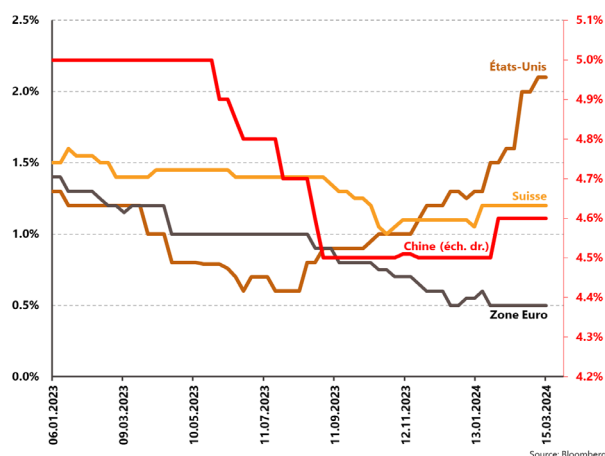
Allocation d'actifs

	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 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: déficit américain, anémie européenne, relance modeste en Chine

Parmi les principales économies du monde, **l'économie américaine** est la seule à enregistrer des révisions haussières des perspectives de croissance pour cette année. Elles sont désormais de l'ordre de 2% (graph 1). En soi, ce taux n'a rien d'extraordinaire, il est à peine supérieur à la croissance potentielle outre-Atlantique.

Graph 1 | Monde: consensus des attentes de croissance pour 2024

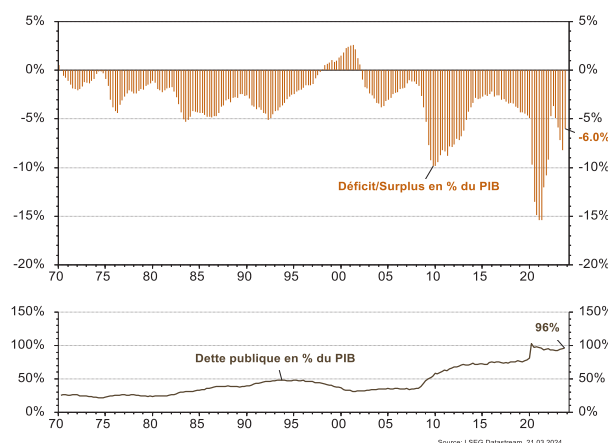


Ce qui étonne, c'est toujours et encore la résilience de l'activité face au resserrement monétaire le plus brutal des dernières décennies. Nous avons déjà évoqué ici certaines explications, en particulier l'excès d'épargne des ménages post-pandémie et le maintien des marges élevées des entreprises qui ont bénéficié de l'inflation. Un autre aspect peu abordé est l'effet positif qu'ont eu les **dépenses publiques** sur la croissance.

En effet, le gouvernement a contribué pour plus d'un quart à la croissance du PIB en 2023. Au T4, la contribution a encore été de 0.75% de la solide croissance de 3.2% du PIB ! Mais cette politique devient insoutenable: le déficit annuel avoisine les 6% du PIB, le taux d'endettement public approche les 100% du PIB et, avec la remontée des coûts de financement, la charge d'intérêt est de près de 1'000 mia de dollars par an.

Si cette année, le déficit s'annonce encore élevé, plus de 5% du PIB, sa contribution à la croissance par rapport à l'année dernière sera plus faible (graph 2). Par ailleurs, nous considérons que les **effets du resserrement monétaire** ne sont pas encore tous visibles et que le risque d'un tassement de l'activité ne peut être totalement écarté. Nous surveillons de près l'évolution haussière du taux de défaut sur les cartes de crédit et des dépenses en charge d'intérêt des ménages ainsi que, signes tangibles d'affaiblissement du marché du travail, la réduction du nombre hebdomadaire d'heures travaillées ainsi que le nombre d'emplois temporaires. De même, la confiance des directeurs d'achats dans les services, toujours en territoire d'expansion, n'est pas en amélioration. Il faudra encore patienter pour savoir si la Fed aura réussi le premier véritable atterrissage en douceur de l'économie après un tel cycle de resserrement monétaire.

Graph 2 | États-Unis: déficits et endettement insoutenables



Après avoir enregistré une croissance déjà légèrement négative au T3 (-0.25% t/t annualisé), la **zone euro** n'a pas vraiment fait mieux au T4 (-0.2% t/t annualisé). L'activité stagne depuis un peu plus d'un an et les indicateurs

Marchés financiers

*) Au 20.03.2024	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T1*	Depuis le 31.12.2023	P/BPA à 12 mois	Rendement sur dividende	Prix / Actifs nets	BPA à 12 mois	BPA 2024	BPA 2025	BPA 2026
Marchés des actions										
Etats-Unis	4 979.52	9.39%	9.39%	21.09	1.7%	4.3	11%	10%	14%	12%
Europe	505.21	5.47%	5.47%	13.54	3.3%	2.0	6%	4%	10%	9%
Japon	2 750.97	16.00%	16.00%	14.68	2.0%	1.5	9%	15%	9%	9%
Suisse	11 618.63	4.30%	4.30%	17.48	3.1%	3.7	11%	9%	14%	10%
Royaume-Uni	4 225.49	-0.15%	-0.15%	11.03	3.9%	1.7	3%	1%	8%	9%
Marchés Emergents (USD)	1 032.12	0.82%	0.82%	12.16	3.0%	1.6	17%	18%	16%	11%
Monde (USD)	3 414.89	7.75%	7.75%	18.49	2.2%	3.1	9%	8%	12%	11%

Source: Datastream, Consensus IBES

économiques avancés n’augurent aucune embellie dans les prochains mois. Si un peu d’espoir semble légitime dans le secteur des services, dans lequel la confiance des directeurs d’achats est de retour en territoire d’expansion à 50.2 en février (après six mois de contraction), il faudra patienter dans le secteur manufacturier. En effet, cette même confiance n’est que de 46.5, sous le seuil de 50 et donc en récession depuis juillet 2022 (**graphe 3**). Notons néanmoins que le processus de déstockage paraît avancé et que, dorénavant, pour satisfaire la demande, la production devra reprendre. Plus globalement, l’Allemagne est le maillon faible en termes de croissance : elle y est nulle depuis quatre ans, alors qu’elle progresse sur la même période de 3% dans la zone euro. Le secteur manufacturier n’est pas le seul responsable. La consommation et les services ont également souffert plus qu’ailleurs également en raison d’une facture énergétique plus élevée. Cependant, l’Allemagne affiche un taux d’endettement public équivalent à 65% du PIB, similaire à celui de 2007 (avant la grande crise financière), à faire pâlir d’envie la majorité des autres pays développés. Le gouvernement dispose donc d’une marge de manœuvre budgétaire significative pour éviter une aggravation de la conjoncture.

Graphe 3 | Zone euro: amélioration de la confiance dans les services!



La décélération de l’inflation est la vraie bonne nouvelle économique pour l’ensemble de la zone : elle s’établit à 2.6% a/a pour l’inflation générale (de +10.6% a/a en octobre 2022) en février et la sous-jacente (hors énergie et alimentation) à 3.1% a/a (vs 5.7% à son pic en mars 2023). Son ralentissement redonne du pouvoir d’achat aux ménages (hausse des salaires réels) et permettra à la BCE, d’ici l’été, de détendre sa politique monétaire et ainsi stimuler la reprise.

En **Chine**, conscient des difficultés de son économie engluée dans une crise non seulement immobilière mais également de confiance, le Congrès national populaire a annoncé un certain nombre de mesures destinées à dynamiser l’activité. Néanmoins, **aucune thérapie de choc** n’est pour l’heure envisagée. Ces mesures sont plutôt ciblées encore sur l’offre (automatisation, digitalisation, transition énergétique) avec en particulier l’émission annuelle de bons du Trésor pour RMB1trn (~USD 140mia) comme source de financement. En parallèle, la PBoC poursuit et accélère sa détente monétaire : elle a réduit le taux de réserve obligatoire des banques de 0.5% et le taux d’emprunt à 5 ans, le plus utilisé pour le financement hypothécaire, de 4.2% à 3.95%. Finalement, un objectif de croissance de 5%, défini comme ambitieux par les autorités elles-mêmes, a été fixé.

L’économie helvétique souffre de l’anémie allemande (~13.5% du total des exportations), principale destinataire de ses exportations en zone euro (~40% des exportations). La production manufacturière a d’ailleurs reculé de 1.6% en 2023 et la confiance des directeurs d’achats dans l’industrie est déprimée. Le dynamisme de la consommation interne (+1.3% a/a au T4) compense la faiblesse des investissements (-4.3% a/a au T4) et permet à l’ensemble du PIB de surprendre agréablement au T4 (+0.3% t/t ; +0.6% a/a). Néanmoins, la détente monétaire amorcée par la BNS, rendue possible par une inflation qui a ralenti à 1.2% a/a en février, devrait favoriser une modeste reprise dans les secteurs en difficulté tout en stimulant la consommation.

Obligations souveraines à 10 ans	Niveau au 20.03.2024	Variation T1*) (en pb)	Var. depuis le 31.12.2023 (en pb)
Taux USD - Etats-Unis	4.28%	41	41
Taux EUR - Allemagne	2.42%	42	42
Taux JPY - Japon	0.73%	11	11
Taux CHF - Suisse	0.71%	1	1
Taux GBP - Royaume-Uni	4.02%	42	42
Marchés émergents (USD)	7.48%	16	16
Marchés émergents (devise locale)	4.01%	-7	-7

Matières premières	Prix	Trimestre T1*)	Depuis le 31.12.2023
Or (USD/once)	2 157.20	4.4%	4.4%
Brent (USD/bl)	86.7	11.0%	11.0%

FX	Niveau au 20.03.2024	Variation T1*)	Variation depuis le 31.12.2023
EUR vs CHF	0.9674	4.05%	4.05%
EUR vs USD	1.0859	-1.71%	-1.71%
EUR vs JPY	164.6172	5.70%	5.70%
EUR vs NOK	11.5730	3.16%	3.16%
GBP vs EUR	1.1706	1.45%	1.45%
GBP vs USD	1.2711	-0.29%	-0.29%
USD vs CHF	0.8913	5.89%	5.89%
USD vs CAD	1.3565	2.87%	2.87%
AUD vs USD	0.6529	-4.32%	-4.32%

Source: Datastream

Préférences monétaires

Rang 1 Appréciation attendue	Rang 2 Stabilisation	Rang 3 Dépréciation attendue
CHF USD	EUR JPY NOK	GBP OR
<ul style="list-style-type: none"> ▪ CHF: est une devise de refuge et de protection. Sa valorisation n'est pas excessive ▪ USD: valorisation élevée mais devrait bénéficier de taux d'intérêt plus élevés plus longtemps grâce à une dynamique de croissance supérieure 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ EUR: la valorisation est attrayante, mais des baisses de taux plus rapides de la BCE constituent un risque, tout comme une activité économique qui stagne ▪ 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 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ GBP: sa valorisation est 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

Si le réalignement à la hausse des **principales courbes de taux** d'intérêt a fait quelque peu souffrir l'allocation obligataire en ce début d'année, le niveau atteint est désormais bien plus compatible avec le scénario d'un atterrissage en douceur de l'économie. Les niveaux de rendements obligataires atteints ont donc redonné de la valeur aux obligations d'entreprises de qualité, à moyenne et longue échéance (5-7 ans), sur lesquelles nous restons surexposés en EUR et USD.

En CHF, les taux d'intérêt sur les mêmes maturités sont restés trop bas pour justifier la même allocation. Dans cette devise, les obligations non gouvernementales à seulement 1-3 ans offrent des rendements supérieurs et moins de risques. La classe d'actifs de **l'immobilier résidentiel** représente, d'après nous, une alternative aux plus longues échéances. Elle paie un dividende très compétitif aux coupons obligataires et, surtout, recèle un potentiel d'appréciation en capital plus élevé. Nous

avons renforcé notre exposition à cette classe d'actifs en début d'année, après la constitution d'une position en décembre dernier.

Nous avons également relevé notre exposition aux **actions américaines** et, par la même occasion, au **dollar** au cours du trimestre. Nous considérons qu'une partie de l'optimisme lié aux perspectives de gains de productivité de l'intelligence artificielle est légitime. Certes, les valorisations sont de plus en plus élevées, elles ont progressé malgré la remontée des taux d'intérêt, mais elles ne sont pas encore démesurées. Notre sous-pondération aux actions n'est plus que marginale et reflète une certaine prudence à la suite de la forte progression des indices depuis le mois d'octobre 2023.

Enfin, notre réallocation plus en faveur du dollar reflète des perspectives de baisses de taux de la Fed plus tardives qu'ailleurs.

Clôture de la rédaction | 11 mars 2024

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 2024

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