

Politique d'Investissement

3^e trimestre 2024 | Juin 2024

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

Points clés

OR: nouveau paradigme

Dans la mesure où l'or ne produit pas de bénéfice, ne paie aucun intérêt ni ne distribue de dividende, il est impossible de lui donner un «juste» prix avec les outils traditionnels de valorisation financière. Nous savons néanmoins que son prix est historiquement **corrélé négativement à l'USD** et aux **taux réels** en USD et qu'il protège également contre les **risques géopolitiques** majeurs (graphe 1).

Depuis le début de l'année 2022, dans le sillage du resserrement monétaire de la Fed américaine, les taux d'intérêt réels sont remontés et le dollar s'est apprécié. Dans ce contexte, il paraît donc surprenant que l'or affiche une progression de plus de 25%. Il est vrai qu'entre-temps, les guerres en Ukraine (février 2022) et à Gaza (octobre 2023) ont représenté un soutien. Mais c'est surtout le **séquestre des réserves de change** de la Banque de Russie auprès de la Fed (et de la BCE) dans le cadre des sanctions à l'encontre de Moscou qui a radicalement changé la donne. En effet, cette décision fait office de jurisprudence et a incité les autorités monétaires d'un certain nombre de pays (la Chine évidemment, mais également l'Inde ou encore la Turquie) à diversifier leurs réserves de change en dehors de l'USD pour se tourner vers le métal jaune. Dès lors, les achats d'or par les banques centrales ont doublé et dépassent désormais les 1000 tonnes par an, soit un quart de la demande d'or mondiale. Ce changement est de nature structurelle et illustre la volonté **d'émancipation du dollar** d'une partie du monde. Ce nouveau paradigme s'inscrit dans le long terme et ajoute non seulement un moteur de performance supplémentaire à l'or, mais pourrait également conduire à une réduction de sa **volatilité**.

Par ailleurs, l'appréciation du métal précieux s'est faite sans la participation des **investisseurs financiers** traditionnels qui ont vendu 113 tonnes d'or au T1 et 244 tonnes l'année dernière. Lorsque, comme nous le pensons, les taux d'intérêt en USD vont redescendre, et que l'USD se dépréciera, ces investisseurs seront de retour et donneront un nouvel élan. L'or n'a pas terminé de briller.

Scénario et conclusions

- **L'inflation**, même avec d'éventuels soubresauts, est sur la trajectoire désirée
- Les **banques centrales** entament un cycle de desserrement monétaire
- La dynamique conjoncturelle marque le pas aux États-Unis...
- ... alors qu'elle se redresse en **Europe** et en **Suisse**
- La **Chine** poursuit son action de relance graduelle

- **Actions**: neutres, paris régionaux limités
- **Obligations**: surpondérées (obligations d'entreprises de qualité, IG)
- **Devises**: préférence pour le CHF et l'USD
- **Liquidités**: neutres

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 checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Actions			
Etats-Unis	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Europe	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Suisse	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Japon	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" 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: divergence entre les États-Unis et le reste du Monde?

Alors que l'économie américaine avait étonnamment bien résisté jusqu'à récemment, des signes de faiblesse apparaissent. En Europe, et même en Chine, la dynamique conjoncturelle qui se dessine est plus encourageante, même si le niveau de croissance demeure inférieur à celui prévalant aux États-Unis.

Graph 1 | Or: rupture de corrélation entre son prix et les taux réels

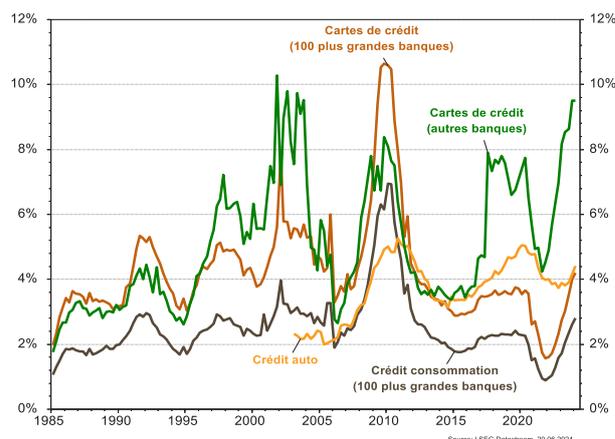


Outre-Atlantique, certains effets retardés des hausses de taux d'intérêt passées font surface. En particulier, les taux de défaut **des ménages** sur les cartes de crédit: ils sont au plus haut depuis plus de dix ans pour les 100 plus grandes banques (à 4.2%) et à 9.5% pour les autres établissements, un niveau jamais atteint depuis vingt ans (**graph 2**). Cette nouvelle tendance semble confirmer, d'une part, que le coût du crédit est devenu prohibitif pour certains (le taux d'intérêt sur carte de crédit est à 21.5%) et, d'autre part, que l'excès d'épargne accumulé par les ménages lors de la pandémie s'épuise. L'impact sur une partie de la **consommation**, les ventes de détail, est déjà visible. En termes réels, celles-ci sont inchangées depuis trois ans déjà. Les dépenses dans les services permettent pour l'instant d'assurer la croissance de l'ensemble de la consommation (+2.1% a/a

au T1), même si elle est en décélération par rapport au trimestre précédent lorsqu'elle était encore de 2.9% a/a. Néanmoins, tant que le marché de l'**emploi**, qui est désormais la principale source de revenu des ménages, résiste, les risques de récession demeurent faibles. Or l'économie américaine parvient encore à créer 272'000 emplois en mai après seulement 165'000 en avril et 310'000 en mars, malgré la remontée graduelle du taux de chômage à 4%.

Par ailleurs, le marché **immobilier** ne donne aucun signe tangible de reprise. Le segment commercial en particulier, victime non seulement de la hausse des taux mais également du développement du télétravail (bureaux) et des ventes en ligne (centres commerciaux), enregistre des baisses de prix (-12%) depuis l'été 2022. La tendance demeure mal orientée alors que des refinancements importants se profilent dans les deux années à venir. Les banques régionales, les plus exposées, renflouent d'ailleurs leurs provisions...

Graph 2 | États-Unis: hausse du taux de défaut sur le crédit à la consommation



Si certains doutes émergent sur le front de l'activité, nous pensons que l'**inflation** est sur une trajectoire ras-

Marchés financiers

*) Au 19.06.2024	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T2*	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	5 215.37	4.14%	14.60%	21.22	1.6%	4.8	13%	11%	15%	12%
Europe	514.13	0.28%	7.33%	13.40	3.2%	2.0	8%	5%	11%	9%
Japon	2 728.64	-1.40%	15.00%	14.80	2.1%	1.4	8%	8%	10%	9%
Suisse	12 060.24	2.80%	8.30%	16.99	3.0%	3.8	12%	12%	13%	10%
Royaume-Uni	4 473.37	3.10%	5.70%	11.20	3.9%	1.8	5%	1%	8%	8%
Marchés Emergents (USD)	1 095.28	4.99%	6.99%	12.12	2.8%	1.6	19%	22%	16%	11%
Monde (USD)	3 523.66	2.50%	11.20%	18.56	2.1%	3.3	11%	8%	13%	11%

Source: Datastream, Consensus IBES

surante. En effet, et outre quelques soubresauts d'un mois à l'autre, la croissance des prix hors éléments volatils (énergie et alimentation) et hors composante des prix immobiliers s'établit à 2.1% a/a en avril, proche de la cible de la Fed. En raison de son poids dans l'indice général des prix (~35%), la composante des prix immobiliers (+5.5% a/a en avril) est celle qui maintient encore la croissance des prix à +3.4% a/a, un niveau encore trop élevé pour la Fed. Cela étant, la croissance des loyers pour les nouveaux locataires qui devance d'un an l'évolution de la composante immobilière, a fortement ralenti à seulement 0.4% a/a ! La **Fed** pourra donc, elle aussi, détendre sa politique monétaire dans les mois à venir.

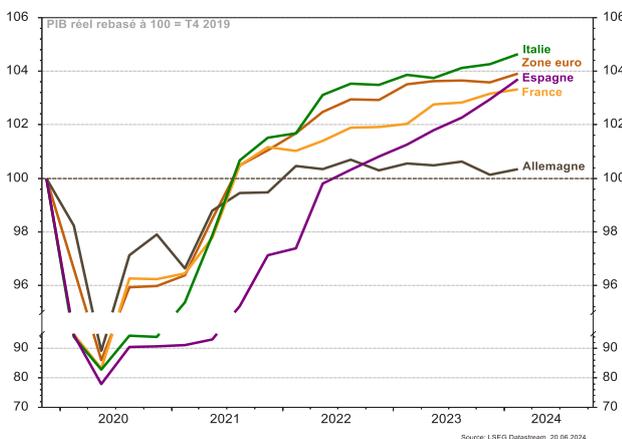
Dans la **zone euro**, à l'inverse de ce qui se passe aux États-Unis, les dernières statistiques publiées ont agréablement surpris. Elles se traduisent d'ailleurs par des **révisions haussières** des perspectives de croissance du PIB pour cette année (de +0.5% en début d'année à +0.7%). Au premier trimestre déjà, la zone a enregistré une croissance supérieure aux attentes (+1.3% t/t annualisé) et plutôt bien répartie (Allemagne: +0.9%; France: +0.6%; Italie: +1.4%) (**graphe 3**). Surtout, le redressement marqué de la confiance des directeurs

des achats (PMI) augure la poursuite de cette tendance. Certes, le PMI manufacturier est encore en territoire de contraction en mai (<50) à 47.3, mais à un niveau bien plus élevé qu'en juin dernier (42.7) et son homologue des services se situe désormais à 53.2, en expansion, et bien loin du 47.8 d'octobre 2023. De plus, et malgré une inflation (+2.6% a/a) encore supérieure à l'objectif de 2%, la détente monétaire amorcée en juin par la **BCE** favorisera la reprise.

La croissance annuelle des prix à la consommation est inchangée en mai à +1.4% en **Suisse**, en ligne avec les attentes de la BNS. La dépréciation du CHF depuis le début de l'année ne s'est pas traduite par une hausse de l'inflation importée et donne de la marge à la banque centrale. En effet, même si la croissance de l'activité se redresse, elle reste inférieure à son potentiel en raison de la faiblesse du secteur manufacturier. Dès lors, une poursuite du desserrement monétaire se profile, avec encore deux baisses de taux d'ici à la fin de l'année (taux à 1% en décembre).

Enfin, en **Chine**, de nouvelles mesures de soutien au secteur immobilier ont été annoncées. Il en a besoin: son poids dans le PIB est passé de près de 20% à son pic il y a 3 ans, à moins de 10%... L'objectif de ces mesures est triple: stimuler la demande, réduire les stocks et canaliser le financement public en support des promoteurs. Comme les précédentes, ces mesures vont dans la bonne direction, mais leur ampleur est encore considérée comme insuffisante pour inverser la tendance. Heureusement, certains **signes d'amélioration** se confirment en mai, avec notamment un commerce international (exportations: +7.6% a/a, tirées par le secteur technologique, +13.7% a/a et les autos: +16.5% a/a) plus dynamique. Les hausses des droits de douane imposés par les États-Unis ne concernent que 0.5% des exportations et n'auront pas d'impact sur l'activité. Nous pensons qu'avec une politique monétaire également en mode détente, la Chine devrait pouvoir atteindre son objectif de croissance de 5%, en ligne avec l'amélioration de la confiance des directeurs des achats, tant dans les services que dans le secteur manufacturier.

Grappe 3 | Zone euro (PIB réel): redressement de l'activité



	Niveau au 19.06.2024	Variation T2*) (en pb)	Var. depuis le 31.12.2023 (en pb)
Obligations souveraines à 10 ans			
Taux USD - Etats-Unis	4.22%	1	35
Taux EUR - Allemagne	2.38%	10	38
Taux JPY - Japon	0.93%	21	31
Taux CHF - Suisse	0.71%	0	0
Taux GBP - Royaume-Uni	4.07%	13	47
Marchés émergents (USD)	7.41%	7	9
Marchés émergents (devise locale)	3.97%	-3	-11
Matières premières	Prix	Trimestre T2*)	Depuis le 31.12.2023
Or (USD/once)	2 325.51	5.0%	13.0%
Brent (USD/bl)	86.22	-2.3%	11.0%

	Niveau au 19.06.2024	Variation T2*)	Variation depuis le 31.12.2023
FX			
EUR vs CHF	0.9505	-2.29%	2.24%
EUR vs USD	1.0739	-0.58%	-2.79%
EUR vs JPY	169.7321	3.84%	8.99%
EUR vs NOK	11.3455	-3.17%	1.13%
GBP vs EUR	1.1817	1.05%	2.41%
GBP vs USD	1.2733	0.79%	-0.12%
USD vs CHF	0.8843	-1.82%	5.07%
USD vs CAD	1.3703	1.26%	3.92%
AUD vs USD	0.6675	2.31%	-2.18%

Source: Datastream

Préférences monétaires

Rang 1 Appréciation attendue	Rang 2 Stabilisation	Rang 3 Dépréciation attendue
CHF USD	OR EUR JPY NOK	GBP
<ul style="list-style-type: none"> ▪ CHF: est une devise de refuge et de protection, ce qui compense une rémunération plus faible. Sa valorisation n'est pas excessive ▪ USD: valorisation élevée, mais devrait bénéficier de taux d'intérêt plus élevés plus longtemps (action plus tardive de la Fed) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ OR: des baisses de taux et une dépréciation du dollar seront un support. Protection contre le risque géopolitique ▪ EUR: valorisation attrayante mais l'action anticipée de la BCE et les incertitudes politiques constituent un frein ▪ JPY: valorisation très attrayante. Un resserrement monétaire 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. Les élections législatives anticipées (en juillet) sont une source de volatilité supplémentaire

Conclusions d'investissement

Une dynamique conjoncturelle globale plus favorable, avec notamment des révisions à la hausse des perspectives de croissance en dehors des États-Unis, nous a conduits à annuler notre légère sous-pondération aux actions et être **neutres** sur la classe d'actifs. **L'incertitude politique** qui domine en France pourrait être un frein, en tout cas temporairement, au véritable potentiel d'appréciation des actions du Vieux Continent. Dès lors, nos paris régionaux se **limitent** à une légère préférence pour les actions **japonaises**. Elles devraient continuer de bénéficier d'une revalorisation avec la sortie de la déflation de leur économie.

Par ailleurs, le deuxième trimestre semble marquer un **tournant** ou du moins une stabilisation dans la performance relative des obligations par rapport aux actions, après une période de sous-performance. Nous pensons que cette tendance devrait se poursuivre, notamment aux États-Unis où les taux d'intérêt sont les plus éle-

vés et les opportunités les plus intéressantes. Notre surexposition aux **obligations d'entreprises** de qualité devrait notamment bénéficier de la généralisation des politiques monétaires plus accommodantes au cours des prochains mois.

Pour pallier la faiblesse des rendements payés par les obligations suisses, sur lesquelles nous sommes sous-pondérés dans les **portefeuilles CHF**, nous avons renforcé nos positions sur les produits structurés et les fonds alternatifs (hedge funds) décorrélés. Nous conservons par ailleurs inchangée la part consacrée à l'immobilier résidentiel suisse, lui aussi en tant qu'alternative aux obligations helvétiques.

Enfin, la part allouée à **l'or** a également été relevée à neutre: il devrait lui aussi bénéficier de la vague de desserrement monétaire en cours et offre toujours une protection contre les risques géopolitiques persistants.

Clôture de la rédaction | 10 juin 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 | Juin 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