

Politique d'Investissement

3^e trimestre 2022 | Juin 2022

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

Points clés

Changement de régime en cours

Le retour de **l'inflation** à des niveaux inconnus depuis 40 ans est en train de modifier radicalement **l'environnement financier** dans lequel nous évoluons depuis la grande crise financière de 2008.

En effet, après avoir longtemps lutté contre le risque de déflation, avec des politiques monétaires ultra-accommodantes, les banques centrales ont amorcé un virage à 180 degrés et entamé un cycle de **resserrement monétaire** pour limiter le risque d'une spirale inflationniste. L'ampleur de la hausse des taux d'intérêt que nous observons est significative. Sur les maturités longues (10 ans), les taux souverains sont remontés de plus de 180 pb aux États-Unis et dans la zone euro, et de plus de 170 pb en Suisse, ce qui se traduit par des performances historiquement très négatives (-15% en USD et en EUR, et -11% en CHF), assez proches de celles enregistrées par les actions, pourtant bien plus risquées.

Si les obligations, tant gouvernementales que d'entreprises, souffrent toutes de la remontée des taux d'intérêt, l'intégralité de la baisse des actions résulte de la compression de la valorisation, les attentes de croissance bénéficiaire des entreprises n'ayant pour l'instant pas été affectées (**graphe 1**). Ce comportement est la conséquence logique d'une **réévaluation généralisée du risque**: en effet, dès lors que l'actif hors risque devient moins cher, à savoir que les obligations souveraines offrent un rendement plus élevé, la valorisation des autres actifs s'ajuste elle aussi, en cascade, à la baisse.

La **bonne nouvelle**, c'est que pour la première fois depuis des années, nous avons la possibilité d'investir dans des obligations d'entreprises de qualité à faible durée (défensives donc) qui offrent un rendement satisfaisant.

Plus généralement, passer d'un environnement où les taux d'intérêt étaient nuls et la liquidité abondante à **un régime** de taux d'intérêt plus rémunérateurs où la liquidité se raréfie, est une étape douloureuse pour la performance de la plupart des actifs, mais c'est le prix à payer pour revenir à un monde financier plus normal.

Scénario et conclusions

- La lutte contre **l'inflation** est devenue la priorité des autorités
- Les banques centrales sont engagées dans le **resserrement** monétaire
- Le risque de **récession** en 2023 a beaucoup augmenté

- **Actions**: sous-pondérées en raison du risque de récession
- **Obligations**: maintien d'une durée courte. Relevement de la part IG et ventes des obligations chinoises en RMB
- **Devises**: déclasser le 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 checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Investissements alternatifs	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Liquidités	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

Actions

	UW (-)	N (=)	OW (+)
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 checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Marchés émergents	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

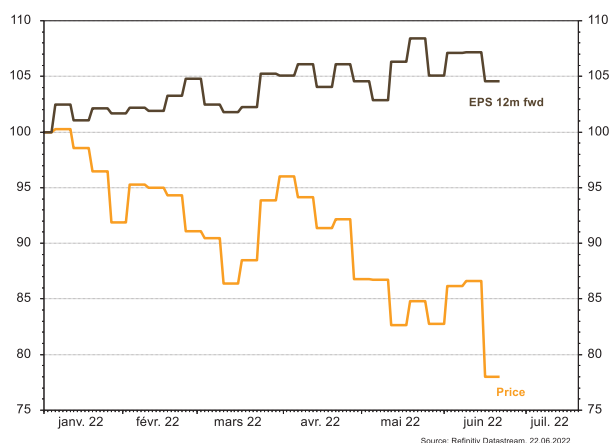
Obligations

	UW (-)	N (=)	OW (+)
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: un atterrissage en douceur est-il possible?

Le **défi** auquel font face les banques centrales consiste à ramener la croissance des prix à un rythme proche de leur objectif, sans faire plonger l'économie en récession.

Graph 1 | Actions monde: la compression de la valorisation explique à elle seule la baisse des prix



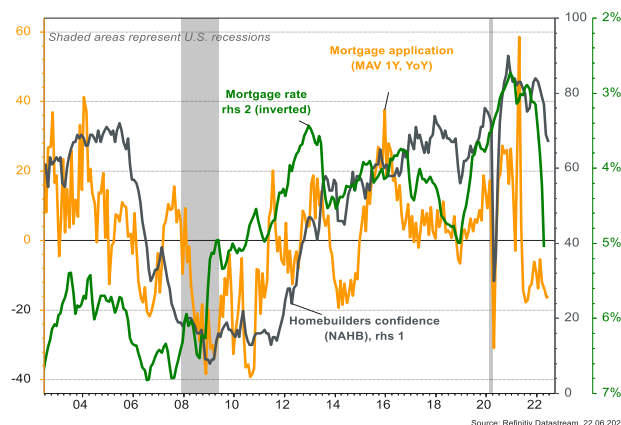
Or, pour éviter une **spirale inflationniste** (hausse des prix → hausse des salaires → hausse des prix → ...), il faut réduire la demande ce qui conduit à faire remonter le taux de chômage. Relever les taux d'intérêt revient à appuyer sur la pédale de frein de l'activité. Les rares fois où la Réserve fédérale américaine a réussi cet exercice, c'est lorsque les efforts nécessaires pour juguler l'inflation avaient été modestes. Parvenir au dosage idéal est délicat en temps normal, mais il s'annonce particulièrement périlleux aujourd'hui. En effet, l'écart entre la situation actuelle et les objectifs est tel que le calibrage optimal du resserrement monétaire pour les atteindre sans déclencher une récession semble **hors de portée**.

Aux **États-Unis**, les derniers chiffres de l'inflation indiquent que la croissance des prix navigue à un rythme de 8.6% par an, bien au-delà de l'objectif de 2% (en moyenne). De même, le taux de chômage, qui correspond au deuxième mandat de la Fed, est de 3.6% alors

que le niveau non inflationniste est considéré proche de 5%. Dès lors, l'ampleur du resserrement monétaire s'annonce important, avec un pic des taux courts estimé désormais autour de 4% (contre à peine un peu plus de 1% à la fin de 2021), et est donc susceptible de provoquer une récession l'année prochaine. Dans cette optique, les conditions financières, à savoir la facilité d'accès à un financement à un coût abordable, sont également à suivre de près. Leur dégradation, liée en partie à la hausse des taux d'intérêt, mais également à l'écartement des « spreads » de crédit des entreprises ou encore aux conditions d'octroi de crédit des banques commerciales, déjà plus restrictives, accélère le processus de resserrement monétaire de l'économie.

L'immobilier résidentiel est la première victime de ce nouvel environnement. La capacité d'accéder à la propriété, mesurée en tenant compte du prix des maisons, du niveau des taux d'intérêt et de l'évolution des salaires, a chuté pour revenir à sa moyenne de long terme. La confiance des promoteurs immobiliers fléchit et les demandes de prêts hypothécaires se sont effondrées de 20% au cours de l'année (**graph 2**). Enfin, si

Graph 2 | Immobilier US: la hausse des taux pénalise directement la confiance dans le secteur



Marchés financiers

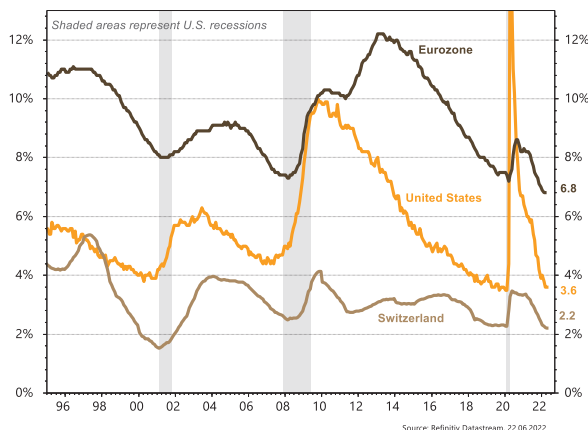
*) Au 21.06.2022	Performance			Valorisation			Croissance bénéficiaire			
	Prix (monnaie locale)	Trimestre T2*	Depuis le 31.12.2021	P/BPA à 12 mois	Rendement sur dividende	Prix / Actifs nets	BPA à 12 mois	BPA 2022	BPA 2023	BPA 2024
Marchés des actions										
Etats-Unis	3 577.69	-17.50%	-22.10%	16.26	2.2%	3.8	10%	10%	10%	9%
Europe	408.58	-10.40%	-16.20%	11.63	3.5%	1.7	9%	14%	5%	6%
Japon	1 856.20	-4.60%	-6.80%	12.08	2.5%	1.2	9%	10%	6%	9%
Suisse	10 479.84	-14.00%	-19.00%	14.90	3.1%	2.7	11%	11%	11%	10%
Royaume-Uni	3 943.98	-5.80%	-6.30%	9.81	4.0%	1.6	8%	17%	0%	1%
Marchés Emergents (USD)	1 016.98	-10.90%	-17.50%	11.07	3.6%	1.6	9%	10%	9%	9%
Monde (USD)	2 543.36	-16.70%	-21.30%	14.61	2.6%	2.7	9%	11%	8%	8%

Source: Datastream, Consensus IBES

les données d'activité sont encore satisfaisantes (ventes de détail en hausse de 1% m/m en mai, et de 8.2% a/a; production industrielle en avril: +1.1% m/m, +6.4% a/a), les indicateurs avancés, comme l'ISM ou la confiance des ménages, ont amorcé leur descente...

Dans la **zone euro**, l'économie est plus directement affectée par le conflit en Ukraine. Les coûts de l'énergie sont au plus haut et les efforts publics pour les rendre soutenables entretiennent la hausse des prix. Elle est à deux chiffres dans les pays Baltes, en Slovaquie, en Grèce et aux Pays-Bas pour une moyenne de 8.1% a/a dans la zone Euro, très éloignée de l'objectif de la BCE de 2%. Comme aux États-Unis, le taux de chômage est historiquement faible, à 6.8%, à son plus bas depuis la création de la monnaie unique, et les pressions sur les salaires sont en forte hausse (**graphe 3**). Leur revalorisation est en cours (SMIC en France, fonctionnaires en Allemagne, cumul du revenu de citoyenneté et de travail saisonnier en Italie) et une action de la BCE est exigée.

Grappe 3 | Taux de chômage (US & Europe): le marché de l'emploi est déjà tendu



Au-delà des mêmes enjeux auxquels est confrontée la Fed, la BCE doit gérer le risque de **fragmentation** au sein des pays partageant la monnaie unique (éviter

l'écartement des coûts de financement entre les différents États). En juin, l'annonce d'arrêt des achats d'actifs ainsi que celle d'une première hausse de taux en juillet ont justement ravivé ce problème. Le surplus du coût de financement de l'Italie par rapport à l'Allemagne est remonté de 1% à fin 2021 à plus de 2.4%. Des efforts de communication de la part de Mme Lagarde sont attendus afin de rassurer les marchés et d'éviter un retour aux heures sombres de la crise de la dette de 2011.

Bien que plus faible qu'ailleurs, la croissance des prix n'épargne pas la **Suisse**. L'inflation s'établit à 2.9% en variation annuelle en mai, au plus haut depuis 2008 et a contraint la BNS à relever ses taux directeurs de 0.5% en juin (de -0.75% à -0.25%). Si cette action a surpris par son timing et son ampleur, elle est fondamentalement justifiée. La période exceptionnelle de taux négatifs est, enfin, vouée à disparaître d'ici la fin de l'année.

Toujours sur le front des prix, la hausse des prix des **denrées alimentaires** inquiète. L'indice de la FAO est au plus haut et affectera principalement les pays les moins développés et les ménages les plus modestes. À titre comparatif, la part allouée à la nourriture représente environ 30% des dépenses totales en Inde ou encore 40% en Indonésie, alors qu'elle n'est que d'un peu plus de 10% aux États-Unis ou en Europe. En l'absence d'un repli des cours, des tensions sociales pourraient aggraver la conjoncture économique dans certains pays émergents.

Dans ce contexte général de resserrement monétaire et de tassement de l'activité, la **Chine** sort du lot. Certes, la stratégie « zéro-COVID » est un échec sur le plan économique. Les confinements à répétition ont restreint l'activité et perturbent la chaîne d'approvisionnement mondiale. Néanmoins, la récente réouverture de Shanghai est une bonne nouvelle. De même, la PBOC (banque centrale) a mis en place une politique monétaire plus accommodante, possible car l'inflation y est faible (+2.1% a/a), et l'État a instauré une politique économique de relance. Après avoir plongé, les indices des directeurs d'achats amorcent un redressement. Pékin devrait donc bénéficier d'une conjoncture plus favorable.

Obligations souveraines à 10 ans	Niveau au 21.06.2022	Variation T2*) (en pb)	Var. depuis le 31.12.2021 (en pb)
Taux USD - Etats-Unis	3.30%	98	181
Taux EUR - Allemagne	1.76%	125	194
Taux JPY - Japon	0.24%	3	17
Taux CHF - Suisse	1.39%	85	152
Taux GBP - Royaume-Uni	2.62%	103	164
Marchés émergents (USD)	7.53%	169	288
Marchés émergents (devise locale)	4.51%	46	68
Matières premières	Prix	Trimestre T2*)	Depuis le 31.12.2021
Or (USD/once)	1 838.50	-5.3%	0.9%
Brent (USD/bl)	111.94	6.3%	44.0%

FX	Niveau au 21.06.2022	Variation T2*)	Variation depuis le 31.12.2021
EUR vs CHF	1.0180	-0.58%	-1.75%
EUR vs USD	1.0566	-4.99%	-6.65%
EUR vs JPY	143.8199	6.50%	9.82%
EUR vs NOK	10.3648	6.53%	3.36%
GBP vs EUR	1.1630	-1.73%	-2.38%
GBP vs USD	1.2284	-6.71%	-9.31%
USD vs CHF	0.9636	4.71%	5.76%
USD vs CAD	1.2921	3.44%	2.29%
AUD vs USD	0.6990	-6.92%	-3.86%

Source: Datastream

Préférences monétaires

Rang 1 Appréciation attendue	Rang 2 Stabilisation	Rang 3 Dépréciation attendue
CHF EUR OR	JPY NOK USD	GBP
<ul style="list-style-type: none"> ▪ CHF: sa valorisation n'est plus excessive, les taux d'intérêt remontent et elle est une devise de refuge ▪ EUR: si un certain risque politique demeure, sa valorisation est attrayante et la BCE entame son resserrement monétaire. La « fragmentation » de la zone est un risque ▪ OR: devise de protection et actif de diversification 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ JPY: valorisation attrayante ▪ NOK: stabilisée avec le rebond des cours du pétrole ▪ USD: déclassé en raison d'une valorisation élevée et du pic atteint sur le différentiel de taux d'intérêt vis-à-vis des autres devises 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ GBP: valorisation intéressante, mais les effets structurels du « Brexit » ne sont pas encore visibles. En outre, la BoE relèvera ses taux à un niveau plus faible qu'initialement anticipé

Conclusions d'investissement

Nous abordons le T3 avec une allocation d'actifs **toujours prudente**. Les craintes qui pèsent sur l'activité vont conduire à des révisions baissières des perspectives de croissance des bénéficiaires et pénaliser la classe d'actifs des actions. En effet, quoique respectable, le recul des indices actions depuis le début de l'année est entièrement imputable à la compression de la valorisation (le changement de régime) et non pas à l'anticipation d'une possible contraction de l'activité. Les cours des **actions** n'intègrent donc pas le risque d'une récession, ce qui justifie **notre sous-exposition**.

Le resserrement monétaire en cours, au niveau global, fait remonter dans un premier temps l'ensemble des taux d'intérêt. Ce mouvement n'est pas encore terminé et justifie une **sous-exposition aux obligations** à taux fixes et à maturité longue. Par ailleurs, si le segment à haut rendement (**HY**) a bien résisté (en termes relatifs) au début de cette phase, sa performance est amenée à se dégrader par rapport aux obligations de

meilleure qualité (**IG**) en lien avec la détérioration des perspectives de croissance. Nous avons ajusté nos portefeuilles en conséquence, en **relevant** notre exposition à ce segment IG, plus défensif, qui offre désormais un rendement intéressant, et **réduit** la poche HY. Nous avons également **vendu** nos obligations souveraines chinoises en RMB (prise de profit), leur potentiel s'étant amenuisé. Par ailleurs, le redémarrage de l'activité en Chine s'accompagne de politiques monétaires et économiques plus expansives qu'ailleurs et pourrait soutenir les actions domestiques, après une longue période de sous-performance.

Enfin, concernant les devises, nous pensons que le **dollar américain** est désormais proche de son pic: il est devenu cher et, surtout, le surplus de taux d'intérêt qu'il paie par rapport aux autres principales devises avoisine leurs sommets historiques. Une dépréciation est attendue.

Clôture de la rédaction | 13 juin 2022

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 2022

4/4
Design ClPa

Bordier & Cie SCmA | Banquiers Privés depuis 1844

Rue de Hollande 16 | case postale | CH-1211 Genève 3 | t +41 58 258 00 00 | f +41 58 258 00 40 | bordier.com