

Juillet 2021

Par Daniel Rotzer, CFA, Responsable Asset Management & Advisory
Mathias Cotting, CFA, Economiste responsable
Grégoire Genolet, Investment Manager
et Hysen Husaj, Collaborateur Asset Management & Advisory



Plutôt football ou marchés financiers?

Table des matières

- 2 Editorial
- 3 Evaluation de la situation économique
- 4 Quelle a été l'évolution des marchés financiers?
- 5 Clin d'œil sur les classes d'actifs
- 6 Positionnement et changements
- 7 Commentaire sur les décisions de placement
- 8 Tableaux de performance

Plutôt football ou marchés financiers ?



Mathias Cotting, CFA
Economiste responsable

A vos stylos !

Depuis plusieurs années maintenant, il est devenu presque une tradition avec mes collègues, comme dans beaucoup d'entreprises, de s'adonner aux pronostics «footballistiques». Cette année ce sont les pronostics pour le championnat d'Europe qui animeront les discussions autour de la machine à café. Les mois de juin et juillet seront sous le vent d'une atmosphère différente qu'à l'accoutumée, dominée par des émotions, du suspense et bien souvent des surprises.

Cette année, j'ai été très attentif à la façon dont mes collègues ont rempli leurs pronostics (car le métier d'économiste consiste en de l'analyse et beaucoup d'observation). Chacun y allait de sa logique, parfois surprenante. Certains suivent le monde du football de près et savent quels joueurs sont en bonne forme et lesquels sont blessés. Parfois, les critères utilisés sont plus originaux : les équipes sont sélectionnées selon les pays visités lors des vacances ou encore selon le physique des joueurs. D'autres encore s'inspirent des jeux de hasard. Quoiqu'il en soit, les personnes bien informées sur le monde du football finissent bien souvent dans le sommet du classement, mais ne sont pas toujours les premiers. Cela s'explique par le fait que certaines équipes créent la surprise et finissent champion d'Europe, le Danemark en 1992 ou la Grèce plus récemment en 2004 par exemple.

Que faire face aux événements imprévisibles ?

En bourse, il arrive également que des événements créent la surprise. Le vote du Brexit ne devait pas passer. Trump aura surpris deux fois: il n'était pas favori en 2017, et son élection aurait dû peser sur les marchés financiers. La réa-

lité fût tout autre. D'autres événements encore ne sont tout simplement pas prévisibles. La pandémie du COVID en est le parfait exemple.

Dès lors, quelle serait l'attitude appropriée dans les placements face à ce genre de situations? Restons dans le football. Une équipe est diversifiée, avec des attaquants et des défenseurs qui ont chacun leurs propres rôles. De la même façon, un portefeuille est composé d'actions, qui remplissent le rôle des attaquants; et d'obligations, dont le rôle est de défendre lorsque les bourses chutent. Diversifier un portefeuille ou une équipe prend tout son sens face aux imprévus. Lorsque l'attaquant se blesse, ce sont les défenseurs qui prennent le relais pour marquer. De même, lorsque les actions chutent, ce sont les obligations qui génèrent la performance du portefeuille.

Structure et professionnalisme amènent de la valeur

Revenons maintenant aux pronostics. Les personnes informées des conditions des joueurs et des équipes réalisent, en moyenne dans le temps, de meilleurs résultats.

Ce constat paraît intuitif. Il en est de même dans le domaine des placements. Des stratégies peu professionnelles, comme «acheter uniquement les sociétés que l'on connaît» ou «investir dans des entreprises de vidéoconférence parce que c'est le futur» sans analyse complémentaire ne constitue pas une base solide. Ce type de stratégies peut être payant une année, mais certainement pas de

façon durable. Un cadre d'analyse structuré et professionnel permet d'atteindre des résultats plus constants. Et cela fait toute la différence. Évaluée sur plusieurs années, une gestion professionnelle est plus performante.

«Lorsque l'attaquant se blesse, ce sont les défenseurs qui prennent le relais pour marquer. De même, lorsque les actions chutent, ce sont les obligations qui génèrent la performance du portefeuille.»

Evaluation de la situation économique

Une forte reprise économique est toujours attendue. La forte hausse des prix ne devrait être que temporaire.

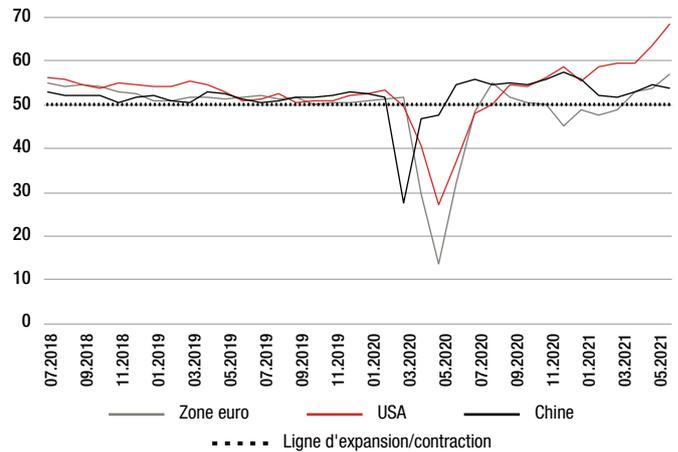
Les perspectives restent positives

D'un point de vue sanitaire, la situation s'est considérablement améliorée. En Allemagne et en Suisse, respectivement 48% et 43% de la population ont désormais reçu au moins une dose de vaccin. L'écart avec les États-Unis (52%) s'est réduit ces dernières semaines. Sur le plan économique, la situation est également encourageante. Avec les mesures d'assouplissement, les grandes économies se rapprochent à nouveau du niveau de production d'avant la crise du Corona. Les indicateurs économiques avancés laissent également présager un très bon second semestre. Pour le mois de mai, les indices des directeurs d'achat ont été publiés à des niveaux très élevés, 63,5 points pour les États-Unis et 54,7 points pour l'Europe. Une valeur supérieure à 50 points indique une croissance économique. L'économie européenne en particulier, qui s'est à nouveau contractée au premier trimestre de cette année, devrait connaître une très forte reprise au second semestre.

L'inflation en mai atteint un niveau record depuis de nombreuses années

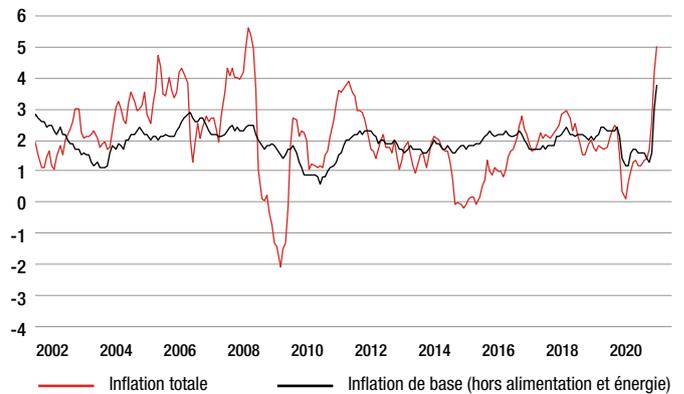
Le thème de l'inflation américaine reste dans la ligne de mire des acteurs économiques. Après une hausse de +4,2% en avril, la variation des prix sur un an en mai a été de +5,0%. Le taux d'inflation de base, qui exclut les prix des aliments et de l'énergie, a augmenté de 3,8%. L'augmentation de 30% du prix des voitures d'occasion est particulièrement frappante. Avec la réouverture de l'économie américaine, la demande de voitures a augmenté de manière disproportionnée. Il s'y ajoute que l'offre de voitures neuves reste faible en raison d'un manque de pièces et des délais de livraison. De plus, la forte hausse des prix des produits de base a également contribué au taux élevé d'inflation. La Banque centrale américaine, mais aussi celle en Europe où l'inflation est également en hausse, s'attendent à ce que la pression sur les prix se relâche et que la situation actuelle ne soit que temporaire. L'évolution de l'inflation sera déterminante pour le développement économique futur. Si l'inflation reste élevée, les banques centrales devront relever les taux d'intérêt, ce qui risque de couper le souffle à la reprise économique. Une nouvelle récession en serait très probablement la conséquence. En raison de la forte dépendance des marchés financiers mondiaux à l'égard des taux d'intérêt américains, les marchés de capitaux internationaux seraient également soumis à une forte pression.

Les indicateurs économiques avancés continuent à progresser



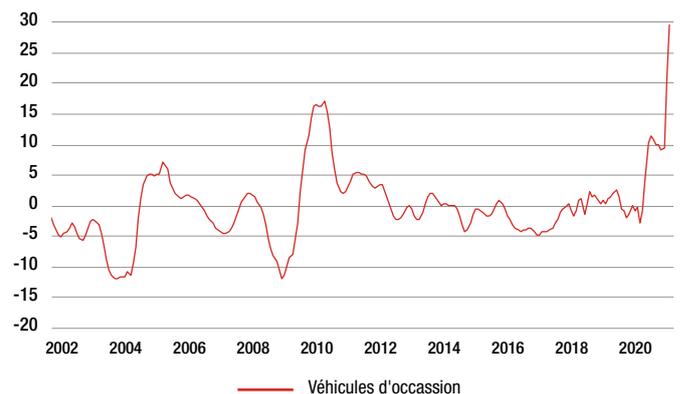
L'inflation aux USA atteint un nouveau record depuis 2008

Changement annuel, en %



Les prix des véhicules d'occasion montent de 30%

Changement annuel du prix, en %



Quelle a été l'évolution des marchés financiers?

Le marché suisse se redresse. La Grèce emprunte à moins de 0%.

Les actions suisses se redressent de façon inattendue

Le marché des actions suisses a été le plus performant ce dernier mois. Cette performance surprend car plusieurs éléments vont à contre-courant. Tout d'abord, l'accord cadre de libre-échange avec l'Europe a été enterré par le Conseil fédéral. L'Europe est le premier partenaire économique de la Suisse, l'abandon de cette accord pourrait peser sur les entreprises exportatrices. Ensuite, le marché suisse est dominé par trois poids lourds – Nestlé, Novartis et Roche – qui se caractérisent par un comportement boursier défensif. Hors, nous vivons une reprise économique sans précédent, un environnement dans lequel les marchés les plus cycliques surperforment. Pourtant, depuis le mois dernier, la Suisse prend son envol et affiche désormais plus de 15% de performance depuis le début de l'année.

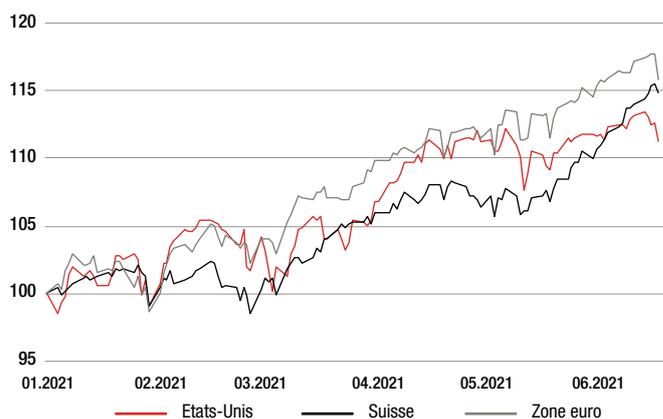
Les taux sont négatifs en Grèce

La Grèce a souvent été considérée comme le maillon faible de la zone euro. Aujourd'hui pourtant, le rendement des obligations à 5 ans émises par la Grèce est passé en dessous de zéro et offre ainsi un rendement négatif. Comment expliquer cet engouement des investisseurs? D'un côté, la Banque Centrale Européenne a rassuré de façon très claire les marchés financiers. Lors de son dernier discours, Mme Lagarde a encore repoussé le resserrement monétaire et confirmé le maintien des interventions dans le marché des obligations. Par ailleurs, certains investisseurs justifient détenir des obligations d'Etats périphériques pour le rendement supplémentaire qu'elles offrent, comparé à l'Allemagne. Pour capitaliser là-dessus, Athènes a vendu 2.5 milliards d'obligations à 10 ans, opération qui a attiré une demande de plus de 30 milliards d'euros.

Les agios au plus haut

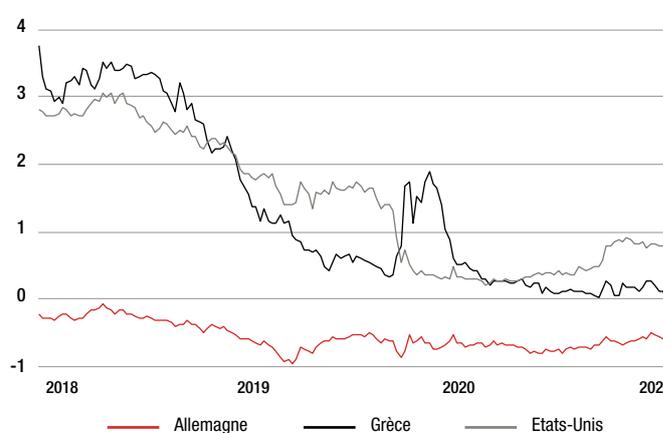
L'indice des fonds immobiliers cotés suisses se situait à un nouveau plus haut historique au mois de juin, malgré plus de 400 millions d'augmentation de capital. L'agio, qui est la différence entre la valeur nette d'inventaire par rapport à sa cotation sur le marché, affichait pour la première fois une valeur supérieure à 43% en moyenne et ce niveau ne semble pas inquiéter les investisseurs. Il existe une corrélation négative forte entre l'évolution des taux gouvernementaux 10 ans suisse et l'agio (voir graphique). Tant que les taux resteront bas, l'agio et le prix de l'immobilier continueront leur ascension. Plus rassurant, les fonds immobiliers commerciaux n'affichent «que» 28% d'agio en moyenne, contre 50% pour les fonds résidentiels. Toutefois, cette différence s'explique par le risque de faillite qui reste élevé dans le secteur du commerce, alors que les revenus du résidentiel resteront stable.

Depuis le dernier mois, le marché suisse prend son envol
Performance en monnaie locale, base 100



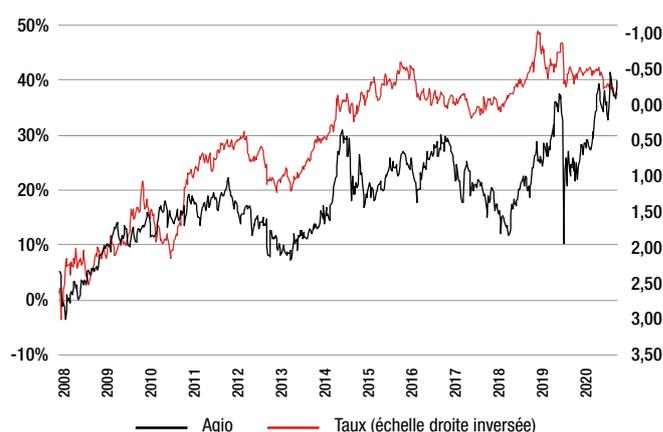
Source: Refinitiv Datastream, BCVs

Les obligations grecques à cinq ans offrent un rendement négatif
Rendement, en %



Source: Refinitiv Datastream, BCVs

L'agio est fortement corrélé aux taux suisse
Agio en % / Taux 10 ans suisse (éch. droite inversée)



Source: Swisscanto by ZKB, BCVs

Clin d'œil sur les classes d'actifs

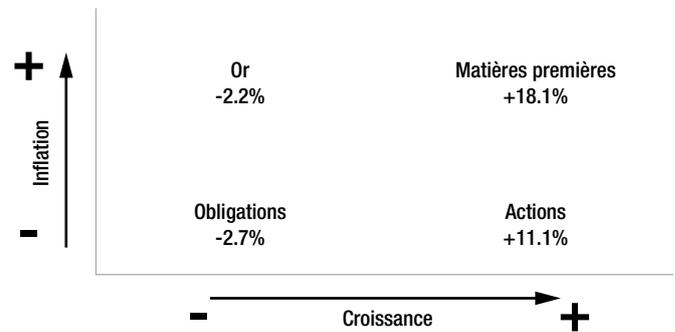
Nous continuons à privilégier le scénario où inflation et croissance économique sont au-dessus de la moyenne. La dette chinoise reste intéressante.

Inflation et croissance, quelle influence sur les marchés ?

Inflation et croissance sont deux variables qui influencent fortement les performances des classes d'actifs. Lorsque l'inflation est élevée, des actifs dits «réels» comme l'or ou les matières premières sont à privilégier. En régime de faible inflation, les obligations et actions affichent en moyenne de bonnes performances. La croissance économique a également une forte influence sur les marchés. En période de croissance élevée, les actifs risqués, comme les matières premières ou les actions surperforment. Lorsque la croissance est faible ou négative, les valeurs refuges sont recherchées. Cette année n'échappe pas à ce cadre d'analyse, en témoignent les performances réalisées. Nous anticipons toujours un scénario croissance/inflation au-dessus de la moyenne ces prochains mois.

Cette année n'échappe pas à la règle

Régime inflation/croissance et performances YTD en %



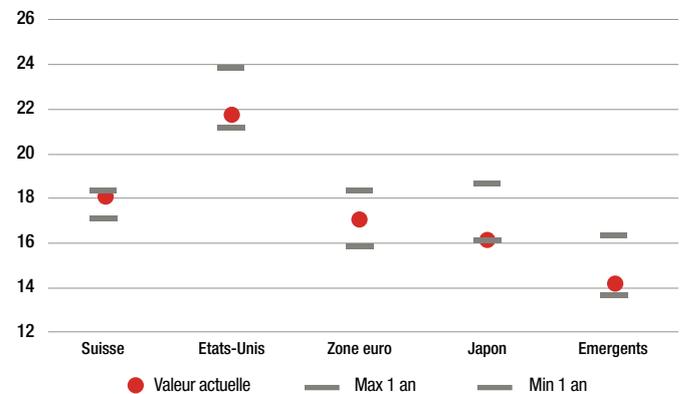
Source: BCI's

La valorisation du marché suisse en perspective

Le marché suisse a fortement progressé depuis le début du mois de mai, +7.8% contre +2.2% pour les actions mondiales. Cette performance propulse la valorisation de la Suisse à des niveaux élevés. Le ratio cours/bénéfices évolue entre 17 et 18 depuis une année. Il est actuellement dans le sommet de la fourchette. A contrario, d'autres marchés sont attractifs d'un point de vue historique, avec des valorisations en dessous des plus hauts. D'autre part, avec le marché suisse défensif par nature, les bénéfices devraient progresser plus rapidement du côté des actions mondiales. Ces dernières gagneront alors encore en attractivité. Les investisseurs pourraient délaisser la Suisse et se tourner vers des marchés plus cycliques à terme.

Avec la récente performance, la Suisse devient chère historiquement

Ratio prix-bénéfices / valeur actuelle, min et max sur 1 an



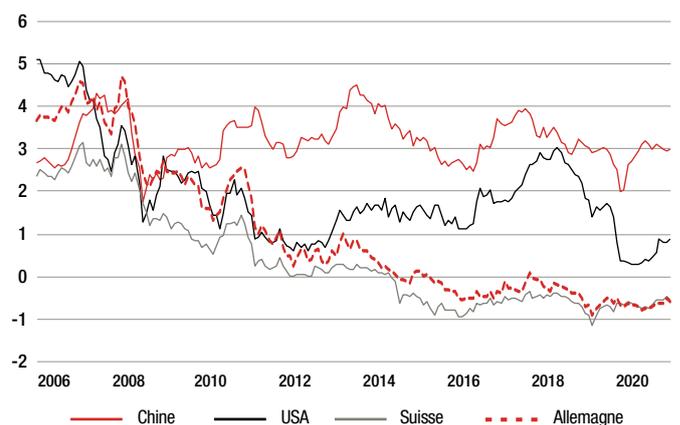
Source: Refinitiv Datastream, BCI's

La dette chinoise est intéressante

Si l'on observe le niveau de l'output économique, les pays développés sont proches ou ont déjà effacé la crise. Malgré cela, les taux d'intérêts sont toujours à des niveaux très faibles. Par contre, en Chine, la situation économique et les taux se sont normalisés. Nous anticipons donc moins de risque de hausse de taux pour les obligations chinoises par rapport aux marchés développés. De plus, la dette étatique chinoise offre un rendement de 3%. Celle-ci nous paraît attractive car le rendement est dans la moyenne historique d'une part, et bien au-dessus des rendements des pays développés d'autre part. En outre, l'état chinois est doté d'un bon rating avec une notation A+ délivrée par l'agence Standard and Poor's. Les obligations chinoises sont donc de bonne qualité et considérées comme relativement sûres.

Avec 3% de rendement, la dette chinoise est intéressante

Taux à 5 ans, en %



Source: Refinitiv Datastream, BCI's

Positionnement et changements

| | Pondération | | | | | | |
|--------------------------------|--|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| | --- | -- | - | = | + | ++ | +++ |
| Niveau de risque global | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Liquidité | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Obligations | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Obligations - Suisse | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Obligations - Monde | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Crédit (HY/EM/Convert.) | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Duration | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Thématique(s) | Obligations liées à l'inflation, Obligations étatiques chinoises (↑) | | | | | | |
| Actions | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Suisse | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Zone euro & UK | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> |
| Etats-Unis | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Japon & Pacific | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Marchés émergents | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Thématique(s) | Small-mid cap qualité Suisse, mid-cap US et miners | | | | | | |
| Alternatifs | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Hedge Funds | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Immobilier | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Or | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Thématique(s) | Commodities | | | | | | |
| Devises vs CHF | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| EUR | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| USD | <input type="radio"/> | <input checked="" type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

● Actuelle

Commentaires sur les décisions de placement

Nous restons positionnés neutre dans les portefeuilles au niveau du risque global. Nous continuons à accumuler des actions en Europe. Dans les obligations, nous achetons des emprunts d'état chinois.

La hausse des marchés actions se poursuit

La grande question qui préoccupe les intervenants aujourd'hui est de savoir comment l'inflation évoluera et quelle sera la réaction des banques centrales. Malgré ces incertitudes, les marchés boursiers ont continué à progresser ces dernières semaines. L'indice phare des actions suisses, le SPI, a gagné 15.7% depuis le début de l'année, tandis que le marché des actions mondiales a progressé de 13.6%. La pression à la hausse sur les taux d'intérêt se dissipe ces dernières semaines. Les taux d'intérêt américains à long terme ont même baissé davantage. Cela suggère que les marchés financiers mondiaux prennent le parti que l'inflation se normalisera et que les banques centrales resteront très expansionnistes. En outre, les perspectives économiques restent positives, ce qui devrait continuer à stimuler les bénéfices des entreprises au cours des prochains trimestres.

L'air à haute altitude devient plus rare

Dans notre scénario de base, nous anticipons que les économies continueront sur la tendance actuelle positive. La croissance économique devrait atteindre son apogée au deuxième trimestre aux États-Unis et au troisième trimestre en Europe. Bien que les économies aient retrouvé leur niveau d'avant-crise, les gouvernements continuent leur soutien budgétaire, tout comme les banques centrales avec leurs politiques monétaires expansionnistes. Nous nous attendons donc à ce que les taux d'inflation restent plus élevés que par le passé au cours des prochains mois. Toutefois, en raison des valorisations historiquement élevées des marchés des actions, qui sont en partie justifiées par le faible niveau des taux d'intérêt, la marge de progression devient de plus en plus mince à court terme. En conséquence, nous confirmons notre positionnement en terme de risque à neutre dans les différentes stratégies d'investissement.

« L'air à haute altitude devient plus rare. Une approche «wait and see» nous semble appropriée. »

Cependant, nous restons positionnés de façon cyclique

Bien que le marché mondial des actions soit susceptible d'évoluer latéralement au cours des prochaines semaines, les marchés plus cycliques comme l'Europe, devraient continuer à progresser. Le secteur financier devrait bénéficier de la reprise économique en Europe. Les valeurs du secteur de l'énergie devraient bénéficier, quant à elles, de la forte demande en matières premières. Nous avons donc encore augmenté la pondération des actions européennes.

Pondération importante des obligations à haut rendement

Nous restons fortement sous-pondérés sur le segment des obligations suisses. Nous anticipons que les taux d'intérêt à long terme en Europe et en Suisse continueront leur progression. Toutefois, le niveau absolu restera dans une fourchette basse, car la plupart des pays ont un niveau d'endettement record. Dans ce contexte, nous préférons les obligations d'état chinoises, que nous continuons à accumuler. La pression sur les taux d'intérêt est plus faible en Chine et la qualité de crédit de ce pays est bien meilleure que celle de plusieurs états européens. En ce qui concerne le risque crédit, nous restons fortement exposés aux obligations «High Yield», segment plus risqué. Une prime de risque d'environ 3% nous semble intéressante dans l'environnement actuel de taux d'intérêt négatifs.

Sion, le 28 Juin 2021



Daniel Rotzer, CFA
Responsable
Asset Management
& Advisory



Mathias Cotting, CFA
Economiste responsable

Tableaux de performance

| Actions | Prix | Depuis 1 mois (% en monnaie locale) | Depuis 01.01.21 (% en monnaie locale) | Depuis 01.01.21 (% en CHF) |
|-------------------|-------|-------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|
| MSCI World | 3025 | 2,1 | 13,6 | 17,7 |
| Suisse (SPI) | 15420 | 5,9 | 15,7 | 15,7 |
| Zone Euro | 2065 | 0,7 | 14,4 | 18,6 |
| Etats-Unis | 4168 | 2,8 | 14,4 | 18,6 |
| Japon | 1202 | 2,5 | 10,0 | 6,3 |
| Marchés émergents | 1380 | 2,9 | 7,9 | 11,8 |

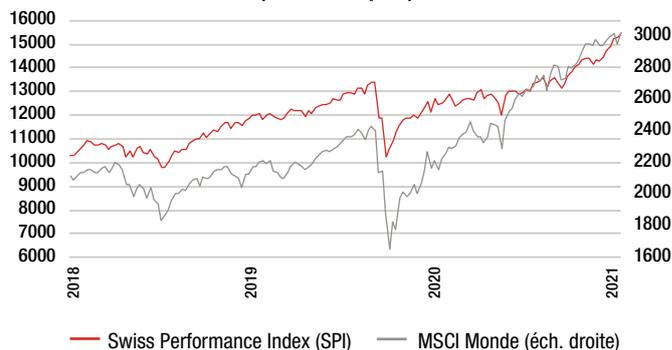
| Obligations | Prix | Depuis 1 mois (% en monnaie locale) | Depuis 01.01.21 (% en monnaie locale) | Depuis 01.01.21 (% en CHF) |
|--------------------------|------|-------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|
| Suisse | 105 | 0,0 | -1,5 | -1,5 |
| USA | 2244 | 0,2 | -2,1 | 1,5 |
| Zone euro | 168 | 0,2 | -4,3 | -3,1 |
| SBI Corp. AAA-BBB Suisse | 106 | 0,0 | -0,4 | -0,4 |
| Global High Yield (USD) | 1446 | 0,4 | 2,3 | 6,0 |
| Marchés émergents (USD) | 317 | 1,2 | -2,0 | 1,6 |

| Taux dir. et 10 ans | Rendement | Depuis 1 mois (chgmt. absolu) | Depuis 01.01.21 (chgmt. absolu) |
|------------------------|-----------|-------------------------------|---------------------------------|
| Taux directeurs | | | |
| CHF (BNS) | -0,75 | 0,00 | 0,00 |
| EUR (BCE) | -0,50 | 0,00 | 0,00 |
| USD (US Fed) | 0,25 | 0,00 | 0,00 |
| Taux à 10 ans | | | |
| Suisse | -0,18 | -0,03 | 0,31 |
| Allemagne | -0,16 | 0,03 | 0,42 |
| USA | 1,54 | -0,06 | 0,62 |

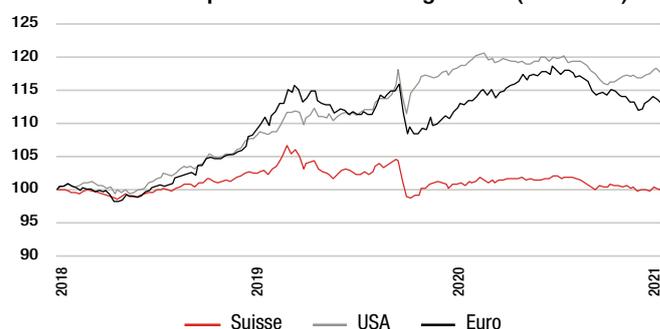
| Devises / Alternatifs | Prix | Depuis 1 mois (% en monnaie locale) | Depuis 01.01.21 (% en monnaie locale) | Depuis 01.01.21 (% en CHF) |
|-----------------------|-------|-------------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|
| EUR/CHF | 1,095 | -0,2 | 1,2 | |
| USD/CHF | 0,916 | 2,2 | 3,7 | |
| CS Hedge Fund Index | 1432 | 0,8 | 3,7 | 7,8 |
| Immobilier ind. CH | 216 | 5,9 | 6,9 | 6,9 |
| Or | 1781 | -5,9 | -6,2 | -2,7 |
| Pétrole (WTI) | 74 | 12,0 | 53,7 | 59,3 |

Données au 27.06.21

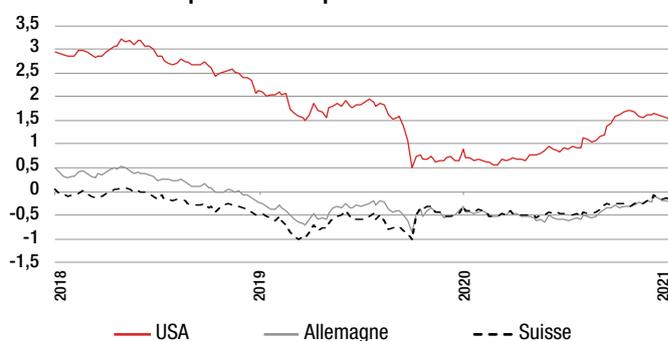
Suisse et Monde (Indice de prix)



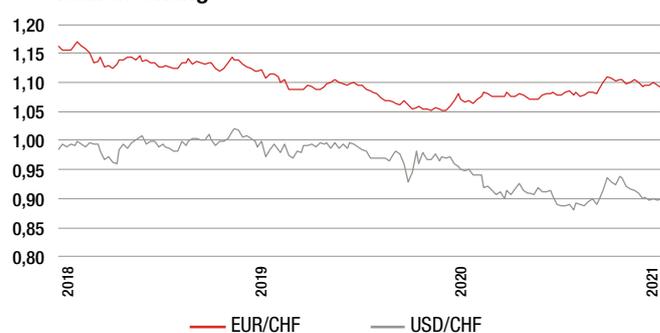
Evolution des prix des indices obligataires (base 100)



Taux des emprunts étatiques 10 ans



Taux de change



Les informations contenues dans ce document proviennent de sources professionnelles considérées comme fiables. Elles sont fournies à titre indicatif uniquement. De nature publicitaire, elles ne constituent ni une offre ni une recommandation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers ou de services bancaires. La Banque ne fournit aucune garantie quant à leur exactitude et exhaustivité. La Banque décline expressément toute responsabilité pour des pertes, dommages ou préjudices directs ou indirects consécutifs à l'utilisation de ces informations.