



MARKET

Septembre 2022



BCVS

Bienvenue Chez Vous

Banque Cantonale du Valais
Place des Cèdres 8, 1950 Sion

bcvs.ch

<p>2 Editorial</p>	<p>3 Evaluation de la situation économique</p>	<p>4 Quelle a été l'évolution des marchés financiers?</p>	<p>5 Coup d'œil sur les classes d'actifs</p>
<p>6 La finance par message</p>	<p>7 Positionnement et changements Commentaires sur les décisions de placement</p>	<p>8 Tableaux de performance</p>	

Editorial

Sion, le 29 août 2022

Les économistes sont-ils de grands consommateurs de Big Mac ?

Quand j'étais plus jeune, je passais régulièrement mes vacances en France à Saint-Gingolph. Mon père m'emmenait chaque année dans le seul magasin de jouets du village, celui de Madame Dérobert et me laissait en acheter un. Bien que je n'avais pas encore vraiment la notion des prix, mon père me disait toujours de multiplier par 1.5 le prix du jouet pour le ramener en franc suisse. Un euro valait donc 1.50 franc suisse. Aujourd'hui l'euro ne vaut plus que 0.96 franc suisse. A la suite de cette hausse du franc suisse, apparaît-il néanmoins cher ou bon marché et comment mesure-t-on cela?

L'indice Big Mac

Afin de répondre à cette question, l'indice Big Mac fut inventé en 1986 par le célèbre magazine «The Economist». Il permet de déterminer si une devise est chère ou bon marché par rapport à une autre. «The Economist» met en application le concept de la parité de pouvoir d'achat. Cette théorie préconise qu'un bien parfaitement identique, en l'occurrence le Big Mac, devrait coûter le même prix partout dans le monde, en tenant compte du taux de change respectif de chaque pays. Mais est-ce vraiment le cas? Les économistes utilisent-ils en pratique cet indice Big Mac?

Prenons l'exemple de la Suisse. Un Big Mac coûte CHF 6.50 en Suisse. Au cours de change actuel (1 EUR = 0.96 CHF), ce Big Mac devrait donc coûter EUR 6.75 en Europe. En réalité il coûte EUR 4.65! Le Franc suisse semblerait donc surévalué de 40%!

Au regard de ces observations, je pourrai profiter de l'aubaine pour acheter un Big Mac en France pour CHF 4.45 (EUR 4.65) et le revendre en Suisse pour CHF 6.50 et ainsi empocher un bénéfice de CHF 2.05! Il faut bien admettre que cet hamburger supportera très mal le transport jusqu'en Suisse.

Evolution de l'indice Big Mac

Sur/sous-évaluation du CHF face au dollar (en %)



Source: The Economist, BCVS

Toutefois, ce raisonnement s'applique tout aussi bien pour des produits non périssables. La théorie voudrait que cette anomalie se résorbe à long terme et que le franc suisse se déprécie de 40% par rapport à l'euro.

Les limites de l'indice Big Mac

Historiquement, on se rend compte que le franc suisse a toujours été surévalué par rapport à l'euro selon l'indice Big Mac. Dès lors, on peut en conclure que la théorie ne s'applique pas toujours parfaitement à la réalité. L'indice Big Mac ne tient pas compte du fait que les salaires et les loyers sont plus élevés en Suisse qu'en Europe et impactent ainsi plus fortement le coût de revient du Big Mac chez nous. C'est l'une des critiques prononcées par les économistes à l'égard de cet indice.

D'autres mesures tentent également de déterminer la cherté d'une devise. L'indice des prix à la consommation (IPC) qui se base sur un panier de biens et services démontre un franc suisse surévalué. A contrario, l'indice des prix à la production (IPP) planche sur un franc suisse sous-évalué. Les avis divergent donc mais c'est bien l'avis de la Banque nationale suisse (BNS), institution la plus concernée par le franc suisse que l'on retiendra, et qui affirme que le franc suisse n'est pas surévalué. La cause pourrait bien être l'inflation dont tout le monde parle actuellement.

Les facteurs influençant le taux de change

L'un des facteurs prépondérants dans les fluctuations de taux de change à moyen/long terme demeure l'inflation. Les pays à forte inflation verront leur devise se déprécier par rapport aux pays à faible inflation. Illustrons cela avec un exemple d'un taux de change de 1 EUR = 1 CHF. Si j'achète une chemise en Italie pour 100 euros, je dois changer 100 francs suisse. A cause d'une inflation de 10% en Italie, cette chemise coûte désormais 110 EUR. Afin que cela me coûte toujours CHF 100, cela nécessite une dépréciation de l'Euro de 10% à 1 EUR = 0.90 CHF. Cela permet de compenser cette inflation. Cela signifie que le franc devient plus fort.

C'est exactement le cas de figure de l'Europe actuellement. L'inflation y est forte (+8.5% en un an). En revanche la Suisse est moins touchée avec seulement +3.5% d'inflation. Dès lors, on comprend mieux pourquoi l'euro s'est fortement déprécié cette année.

Conclusion

Contrairement à ce qu'affirme l'indice Big Mac, on ne peut pas conclure que le franc suisse paraisse nécessairement cher et donc surévalué. En effet, la BNS considère probablement que la forte hausse du franc suisse par rapport à l'euro reflète simplement la différence d'inflation entre l'Europe et la Suisse. Les économistes de l'institution monétaire suisse ne semblent donc pas être de grands consommateurs de Big Mac. ⚡



Stéphane de Kalbermatten, CAIA
Investment Manager

3 Evaluation de la situation économique

Plusieurs indicateurs économiques indiquent un ralentissement, mais pas une crise sévère. L'Europe se prépare à la pénurie de gaz.

Récession, oui ou non?

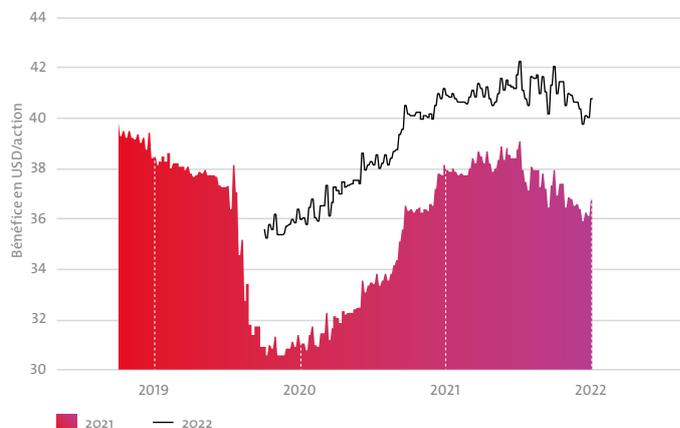
Récession, oui ou non? C'est sans doute la question la plus fréquemment posée dans la presse économique. La hausse des taux d'intérêt, les taux d'inflation records mais aussi la guerre en Ukraine plaideraient en ce sens. Mais si l'on regarde différents indicateurs économiques, la réponse est confuse. Le chômage aux Etats-Unis et en Europe se maintient à des niveaux historiquement bas. Mais l'évolution et les perspectives des bénéfices des entreprises cotées en bourse restent également positives. Ainsi, les prévisions de bénéfices pour cette année ont été légèrement revues à la baisse. Toutefois, avec un bénéfice de 40 dollars par action (sur une base mondiale), les analystes financiers s'attendent toujours à une hausse de 10% par rapport à l'année dernière (36 dollars de bénéfice par action). Si l'on regarde les indicateurs avancés connus des directeurs d'achat (PMI), ceux-ci se situent au niveau de 50 points dans les principales zones économiques, ce qui indique un mouvement latéral de l'économie. Bien que la dynamique économique ait fortement diminué au cours des derniers mois, notre scénario de base ne prévoit toujours pas d'effondrement économique majeur.

L'Allemagne se chauffera moins en hiver

Le marché du gaz fait des siennes en raison du conflit ukrainien. Un mégawatt-heure coûte environ 250 euros, soit dix fois plus qu'avant la guerre. La pénurie de cette source d'énergie en est la raison. La Russie ne fournit actuellement plus que 20% de la capacité de production. L'Allemagne, qui dépend le plus de la Russie en Europe, est la plus touchée par cette pénurie. Actuellement, tous les regards sont tournés vers les réservoirs de gaz en Allemagne. Ceux-ci sont remplis à 80%, ce qui correspond à la moyenne des dernières années. Le régulateur allemand a récemment ordonné de réduire la consommation de gaz de 20%. Dans ce contexte, les entreprises ne pourront pas chauffer les locaux à plus de 19 degrés cet hiver. Plusieurs autres pays européens ont également annoncé des mesures pour la saison d'hiver. La grande inconnue réside toutefois dans la durée et l'intensité du froid cet hiver. Un facteur sur lequel nous ne pouvons pas agir. ❄️

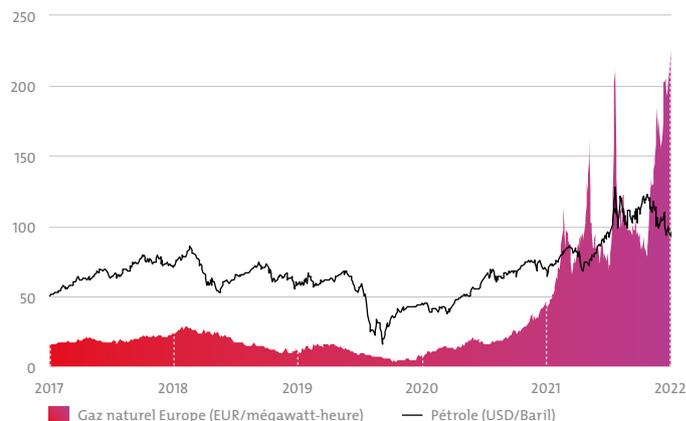
Les estimations des bénéfices pour 2022 restent supérieures à celles de 2021

Evolution des estimations des actions mondiales dans le temps



Evolution du prix des énergies

Le prix du gaz touche des nouveaux records



Source: Refinitiv Datastream, BCVS

Qu'est-ce qu'un scénario de base ?

L'objectif de l'analyse économique est d'évaluer les perspectives d'avenir pour les prochains trimestres. Pour ce faire, nous utilisons différents scénarios et leur attribuons des probabilités. Le scénario de base est celui auquel nous attribuons la plus grande probabilité. Ces scénarios servent de base aux décisions

de placement dans les portefeuilles des clients. Si, par exemple, le scénario positif a davantage de probabilité à se réaliser alors des actions sont achetées. Dans le cas contraire, les actions sont vendues. La philosophie de placement consiste à ne pas mettre tous les œufs dans le même panier, mais à les répartir en fonction des différents scénarios.



4 Quelle a été l'évolution des marchés financiers?

Les marchés des actions poursuivent leur redressement.
Le franc suisse continue de s'apprécier.

L'évolution positive du cours des actions se poursuit

Les marchés boursiers mondiaux poursuivent leur reprise. Après avoir chuté de 22% au début de l'année, ils ont déjà augmenté d'environ 7% depuis leur point bas du 16 juin. La baisse a été réduite par rapport à la mi-juin. Deux facteurs ont été déterminants pour la poursuite de la reprise au cours des dernières semaines: les chiffres d'affaires et les bénéfices des entreprises ont continué d'augmenter. Les 500 plus grandes entreprises américaines ont généré au deuxième trimestre 2022 un chiffre d'affaires en hausse de 13,7% par rapport au même trimestre de l'année précédente. Malgré la forte hausse des coûts (matières premières, salaires, intérêts), les bénéfices ont augmenté de 9,7%. Si l'on exclut le secteur de l'énergie, le chiffre d'affaires a augmenté de 8,5%, mais le bénéfice a légèrement baissé de -0,9%. Le deuxième facteur de soutien pour les marchés est l'évolution de l'inflation. Bien que celle-ci soit encore très élevée, les premiers signes indiquent qu'elle a probablement dépassé son point culminant.

Le franc continue son appréciation

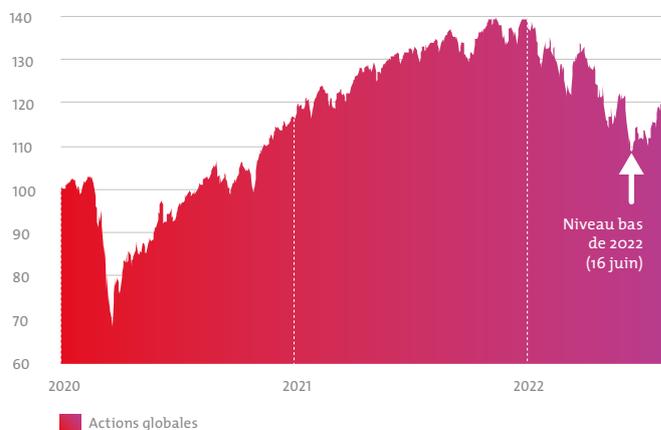
A l'exception du 15 janvier 2015, lorsque l'euro a coûté brièvement 85 centimes, le taux de change se trouve à son niveau le plus bas depuis l'introduction de l'euro. Actuellement, il ne coûte plus qu'environ 96 centimes. Les raisons de cette force sont multiples. La Banque nationale suisse ne considère plus le franc comme surévalué et n'intervient plus que de manière ciblée sur le marché des devises. De plus, l'éventuelle pénurie d'approvisionnement en Europe est source de grandes incertitudes. En conséquence, le franc, considéré comme une «valeur refuge», est plus demandé. Enfin, l'économie suisse se trouve toujours dans une bonne situation.

Les craintes de récession font baisser le pétrole

Le prix du pétrole (USD) est en dessous du niveau avant l'invasion en Ukraine à 90\$ le baril (WTI). Le marché a dû digérer plusieurs nouvelles négatives. Les risques de récession se sont intensifiés selon les indicateurs des directeurs d'achat qui sont sortis en baisse. Cela pourrait créer un ralentissement économique et réduire la demande de pétrole. La hausse des cas de Covid et l'imposition de lockdowns plus sévères dans certaines provinces de Chine pourraient également réduire la demande provenant de Chine. Le marché a peu apprécié le fait que la Russie ait été relativement peu impactée par les sanctions. En effet, la baisse de la demande de 2,2 millions de barils par jour pour le pétrole russe de la part des pays occidentaux a rapidement trouvé preneur du côté de l'Inde, la Chine ou encore la Turquie. 📉

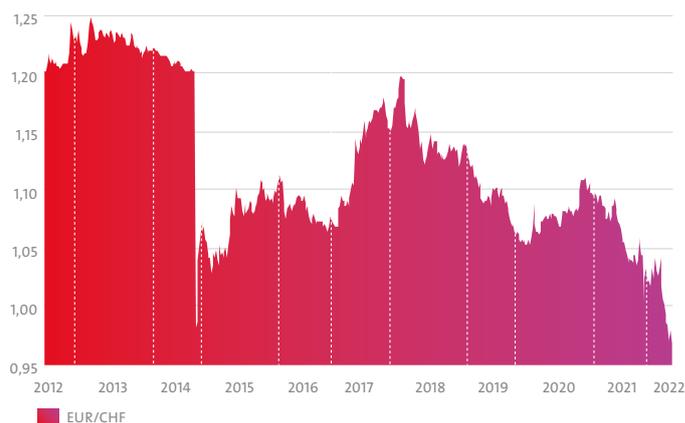
Les marchés des actions ont fortement rebondi durant l'été

Monnaie locale, rendement total, base 100



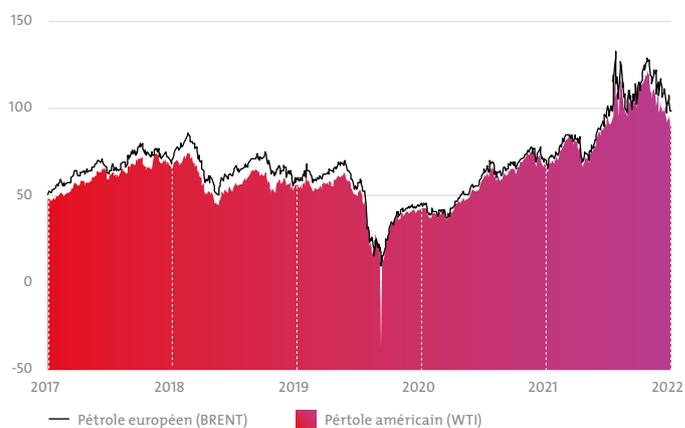
Le franc suisse continue son appréciation

Franc Suisse par euro



Evolution du prix du baril de pétrole

Le prix du pétrole (USD) est en dessous du niveau avant l'invasion en Ukraine



Source: Refinitiv Datastream, BCVS

Coup d'œil sur les classes d'actifs

Les taux d'intérêt suisses ont de la marge pour monter. Bien que le potentiel des marchés d'actions soit épuisé à court terme, la situation de départ ne reste pas mauvaise.

Les taux d'intérêt suisses devraient à nouveau augmenter

L'évolution des taux d'intérêt sur les marchés obligataires reste volatile. Après trois ans de taux d'intérêt négatifs sur les emprunts d'Etat suisses à 10 ans, ceux-ci sont montés en peu de temps à 1,45% avant de retomber à 0,5%. Dans un contexte d'inflation record et de diminution des interventions des banques centrales sur le marché obligataire, nous estimons que des taux d'intérêt plus élevés sont justifiés toutefois la probabilité d'une crise sévère semble mesurée. A cela s'ajoute le fait que les taux d'intérêt à 10 ans en Allemagne ont été constamment plus bas que ceux de la Suisse ces dernières années. Entre-temps, la différence de taux est redevenue positive. L'Allemagne paie environ 0,5% de plus que la Suisse pour les dettes à 10 ans. Nous nous attendons à une nouvelle hausse des taux d'intérêt suisses dans les mois à venir.

Le différentiel de taux entre l'Allemagne et la Suisse s'écarte à nouveau

Taux des obligations étatiques avec une échéance à 10 ans

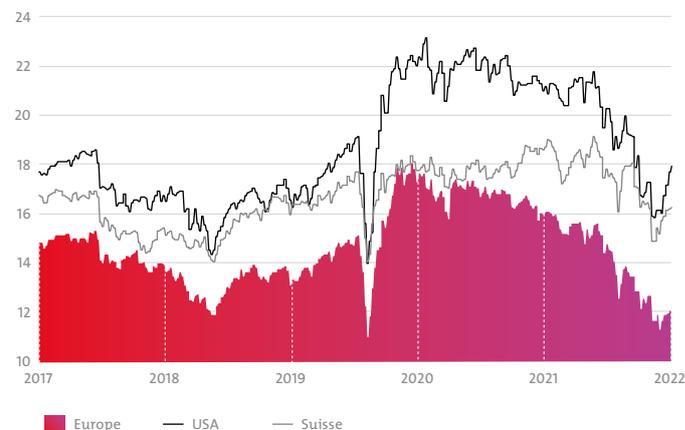


Les actions se négocient parfois plus bas qu'en mars 2020

Les marchés boursiers mondiaux ont chuté de plus de 20% jusqu'à fin juin. En cas de baisse de plus de 20%, on parle de «marché baissier». Dans le cas contraire, on utilise la terminologie de «marché haussier». En raison du rallye des marchés boursiers de ces dernières semaines (forte hausse des cours des actions), la communauté des investisseurs se demande s'il s'agit d'une reprise à court terme au sein d'un marché baissier ou si les marchés ont atteint un point bas. Bien que la réponse se situe dans le futur, nous constatons que les valorisations (prix/bénéfices attendus) des marchés boursiers sont inférieures à celles de la période pré-COVID. Par exemple, le marché boursier européen se négocie à un niveau similaire à celui du pic de la pandémie de coronavirus. Une nouvelle forte hausse des marchés boursiers nous semble improbable en raison de la situation incertaine sur le front de l'inflation. Toutefois, si la situation devait se normaliser, les marchés pourraient retrouver un certain potentiel haussier. 📈

La valorisation des actions européennes est très basse

Prix par action / bénéfice estimé sur 12 mois



Source: Refinitiv Datastream, BCVs

Pourquoi utilise-t-on l'image du taureau et de l'ours en bourse ?

Personne ne connaît l'origine de ce bestiaire qui fait référence aux marchés financiers. Il existe plusieurs pistes quant à leur apparition.

Don Joseph de la Vega, un commerçant et expert financier, écrit en 1688 une des premières analyses sur le fonctionnement de la bourse d'Amsterdam. Il y fit référence au taureau et à l'ours qui lui remémoraient les combats organisés entre ces animaux en Amérique du Sud.

Au XVIII, les peaux d'ours étaient vendues par les traqueurs avant même que ceux-ci aient abattus la bête. Ils les vendaient à terme sans les posséder, en partant du principe que les prix allaient baisser. Ce mode opératoire est en partie similaire à celui que nous pouvons retrouver sur les marchés financiers.

L'Oxford English Dictionary publia en 1891 le terme de «marché haussier» et fit une relation étymologique avec le mot «bull» qui signifie taureau.

La dernière façon de lier ces animaux à la bourse est celle qui fait référence à leurs mouvements d'attaque. L'ours se dresse sur ses pattes arrières et assène un coup à sa cible de haut en bas. Alors que le taureau charge sa cible avec un mouvement partant du bas vers le haut.



Salut Julie, j'ai constaté que l'année dernière, il fallait parfois payer 1,05 franc pour un euro. Actuellement, un euro ne coûte plus que 96 centimes environ. Qu'est-ce qui se passe?

Salut Valentin, oui tu as vu juste, depuis deux mois, l'euro suit une tendance à la baisse. A l'exception du 15 janvier 2015, l'euro n'a jamais été aussi bon marché. Selon nous, il y a 3 raisons principales à la force du franc: 1) le renchérissement en Europe 2) la qualité de «valeur refuge» du franc et 3) la politique monétaire de la Banque nationale suisse.

D'accord, explique-moi, s'il te plaît, quel est le rapport entre le franc et le renchérissement en Europe?

Le monde entier est actuellement touché par la hausse des prix. Si l'on considère un panier de biens et de services, l'Europe a enregistré une inflation record de 8,9% en juillet. En Suisse, ce chiffre était beaucoup plus bas, à savoir 3,4%, soit environ 5% de moins. Cela a une influence sur le taux de change.

Comment dois-je comprendre cela, peux-tu donner un exemple?

Supposons un taux de change de 1 euro = 1 franc. Si j'achète une paire de chaussures en Italie pour 100 euros, je dois changer 100 francs. Maintenant, les chaussures coûtent 10% plus cher en Italie et coûtent 110 euros. Pour acheter les mêmes chaussures en tant que Suisse, j'ai donc besoin de 110 euros pour mes 100 francs. Cela implique un taux de change de 1,10 euro par franc et signifie donc que le franc devient plus fort.



Client BCVs
Valentin



Conseillère BCVs
Julie

Bon, je comprends mieux maintenant. Tu as également parlé d'une valeur refuge. Qu'est-ce que tu veux dire par là?

Le CHF est considéré comme une monnaie «refuge». La raison en est que l'économie suisse est très robuste (productivité élevée et faible endettement). Dans le contexte actuel de ralentissement de la croissance économique et de crise énergétique potentielle, les investisseurs recherchent une monnaie forte. C'est un peu comme quand il se met à pleuvoir. Les parapluies deviennent plus chers.

Tu as encore mentionné la Banque nationale suisse. Quel est son rôle dans l'histoire?

Oui, notre Banque nationale est la gardienne suprême de la monnaie. Si elle estime qu'il faut affaiblir ou renforcer le CHF par rapport à une autre monnaie, elle peut le faire. C'est ce qu'elle a fait depuis 2011 jusqu'à récemment. Mais la Banque nationale a récemment déclaré qu'elle ne considérerait plus le CHF comme «surévalué» et qu'elle intervenait donc moins.

Qu'est-ce que cela signifie, elle intervient moins?

Comme pour les actions ou l'immobilier, le prix est défini par l'offre et la demande. Ces dernières années, la demande pour le franc suisse a été très élevée de la part des investisseurs internationaux. La Banque nationale suisse a alors imprimé des milliards de francs, ce qui a élargi l'offre. C'est comparable à l'installation de 100 nouveaux logements dans un village. Les prix de l'immobilier risquent d'être sous pression, dans la mesure où la demande reste stable.

Les différents éléments me semblent logiques. Que va-t-il se passer avec l'euro?

Si la situation en Europe et dans le monde s'améliore, il s'appréciera certainement légèrement par rapport au CHF. Cela s'explique par le fait que la qualité de «valeur refuge» n'est plus intéressante. Mais à moyen et long terme, le CHF continuera à s'apprécier. La raison principale réside dans les taux d'inflation différents en Europe et en Suisse. Ceux-ci sont structurellement plus élevés en Europe.

Super, merci pour tes infos!
Passe une bonne journée.

Avec plaisir! Toi aussi!

	Pondération						
	---	--	-	=	+	++	+++
Liquidité	○	○	○	○	●	○	○
Obligations	○	●	○	○	○	○	○
Gouvernementales	○	●	○	○	○	○	○
Crédit	○	○	○	○	●	○	○
Thématique(s)	Obligations liées à l'inflation, obligations étatiques chinoises et obl. Convertibles						
Actions	○	○	○	●	○	○	○
Suisse	○	○	○	●	○	○	○
Europe	○	○	○	○	○	●	← ○
Etats-Unis	○	→ ●	○	○	○	○	○
Autres	○	○	○	●	○	○	○
Thématique(s)	Entreprises à moyenne capitalisation aux USA, banques aux USA, Golden Dragon (entreprises chinoises)						
Alternatifs	○	○	○	○	●	○	○
Hedge Funds	○	○	○	●	○	○	○
Immobilier	○	○	○	○	●	○	○
Or	○	○	●	○	○	○	○
Thématique(s)	Cat Bonds						
Devises vs CHF	○	○	○	●	○	○	○
EUR	○	○	○	●	○	○	○
USD	○	○	○	●	○	○	○

● Actuelle

Commentaires sur les décisions de placement

Nous maintenons notre positionnement neutre en termes de risque. En outre, nous prenons des bénéfices sur les actions anglaises.

La saison des résultats d'entreprises au deuxième trimestre a été étonnamment positive.

La situation économique aux Etats-Unis et en Europe reste relativement résiliente malgré l'inflation élevée et la hausse des taux d'intérêt. La saison des rapports des entreprises pour le deuxième trimestre 2022, qui s'achève, a été positive et le marché du travail reste en bonne forme. Certes, la dynamique économique s'est affaiblie au cours des derniers mois. Les indicateurs avancés des directeurs d'achat, très suivis, n'indiquent toutefois pas de récession grave pour les mois à venir. Comme depuis le début de l'année, l'accent sera mis ces prochains mois sur l'évolution de l'inflation et la réaction des banques centrales. Bien que le pic d'inflation aux Etats-Unis ait très probablement été atteint

en juillet, la visibilité à moyen terme est limitée. S'y ajoutent des foyers de crise potentiels comme la guerre en Ukraine, les relations entre la Chine et Taiwan ou les élections de l'automne en Italie et aux Etats-Unis. Nous maintenons notre quote-part d'actions dans la zone neutre. Avec la baisse du prix du pétrole, le potentiel de hausse du marché anglais des actions devrait également être limité. Nous prenons donc des bénéfices et réduisons partiellement la surpondération. Nous partons en outre du principe que les taux d'intérêt sur le marché suisse des obligations vont s'orienter à la hausse et réduisons donc notre exposition. ⚡

«Au cours des prochains mois, l'accent sera mis sur l'évolution de l'inflation et la réaction des banques centrales.»



Daniel Rotzer, CFA
Responsable Asset
Management & Advisory



Mathias Cotting, CFA
Economiste responsable

Tableaux de performance

Actions	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	Depuis 01.01.22 (%, en monnaie locale)	Depuis 01.01.22 (%, en CHF)
Monde	2,9	-15,4	-10,6
Suisse	-1,7	-14,2	-14,2
Zone Euro	0,5	-14,8	-20,6
Etats-Unis	3,9	-15,0	-10,1

Obligations	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	Depuis 01.01.22 (%, en monnaie locale)	Depuis 01.01.22 (%, en CHF)
Oblig. étatiques	-1,8	-9,8	-11,8
Oblig. d'entreprises HY	-2,4	-23,7	-19,3
Marchés émergents (USD)	4,0	-22,9	-18,5

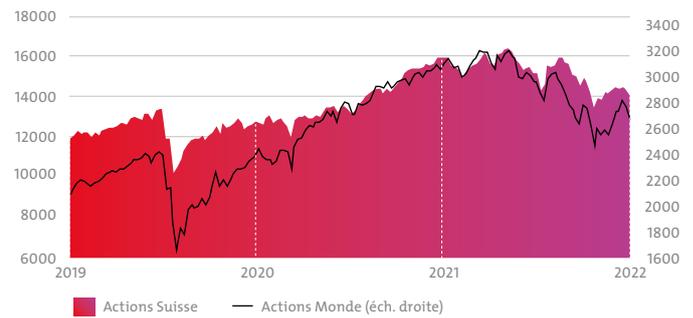
Taux	en %	Depuis 1 mois (chgmt. absolu)	Depuis 01.01.22 (chgmt. absolu)
3 ans - Suisse	0,51	0,54	1,09
3 ans - Allemagne	0,94	0,67	1,59
3 ans - USA	3,39	0,57	2,44
10 ans - Suisse	0,85	0,41	0,98
10 ans - Allemagne	1,40	0,57	1,58
10 ans - USA	3,04	0,39	1,54

Devises	Taux de change	Depuis 1 mois (en %)	Depuis 01.01.22 (en %)
EUR/CHF	0,965	-1,1	-6,9
USD/CHF	0,963	0,1	5,7

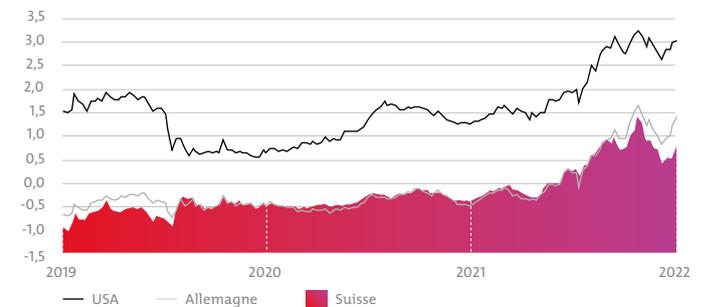
Alternatifs	Prix	Depuis 1 mois (en %)	Depuis 01.01.22 (en %)
Immobilier ind. Suisse	187	0,8	-11,6
Or (USD/once)	1737	1,0	-4,7
Pétrole (WTI, USD/baril)	94	-4,3	24,4

Données au 26.08.2022

Suisse et Monde (Indice de prix)



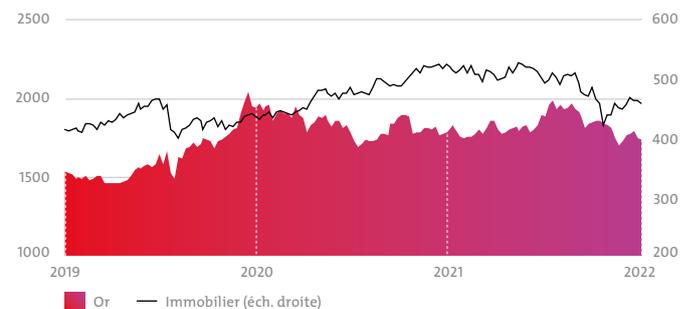
Taux des emprunts étatiques 10 ans



Taux de change



Evolution des prix de l'or et de l'immobilier



Source: Refinitiv Datastream, BCVs