

Juin 2022

Par Daniel Rotzer, CFA, Responsable Asset Management & Advisory
Mathias Cotting, CFA, Economiste responsable
Tania Glassey, Neven Barada, Grégoire Genolet,
Stéphane de Kalbermatten et Hysen Husaj

Verre à moitié plein ou à moitié vide ?

Table des matières

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



Verre à moitié plein ou à moitié vide ?



Mathias Cotting, CFA
Economiste responsable

Le verre à moitié vide

Aujourd'hui, l'image macroéconomique est «challenging». L'Ukraine est toujours en guerre, avec pour conséquence des prix de l'énergie stagnants à des niveaux élevés. En Europe et aux Etats-Unis particulièrement, les taux à moyen et long terme sont montés, tandis que ceux à court terme vont être relevés par les Banques centrales afin de faire baisser la forte demande économique. Par conséquent, les taux plus élevés vont ralentir la progression des prix. Une des questions clés qui se pose est la suivante : les Banques centrales vont-elles relever les taux, à tel point que l'économie tombe en récession ? A cela s'ajoute que près de 300 millions de Chinois se retrouvent confinés. Certains chiffres économiques indiquent un ralentissement bien visible de la croissance en Chine. Les Etats-Unis et l'Europe souffriront-ils de fortes perturbations dans le commerce mondial ?

Le verre à moitié plein

La situation actuelle pourrait aussi être interprétée différemment. Avec une vision plus optimiste, le contexte économique paraît même plutôt bon. Les effets des prix élevés de l'énergie sont atténués par différentes mesures que les états mettent en place en Europe (TVA, subventions). Le pétrole à 100 dollars n'est pas nouveau. Durant 5 ans, il a oscillé entre 90 et 110 USD par baril (entre 2011 et 2015). Et les voitures d'aujourd'hui consomment moins que celles qui étaient produites il y a 10 ans. Par rapport aux taux d'intérêt, ceux-ci vont être relevés, mais pas à 5% non plus. De plus, et c'est certainement le point le plus important, l'économie est en bonne forme, comme en témoignent les taux de chômage qui sont à des niveaux extrêmement bas, aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis. Par conséquent, l'économie devrait digérer la hausse des taux. Finalement, 300 millions de Chinois sont confinés. Cette situation n'est pas nouvelle, l'économie l'a déjà vécue.

Comment les marchés financiers voient-ils le verre ?

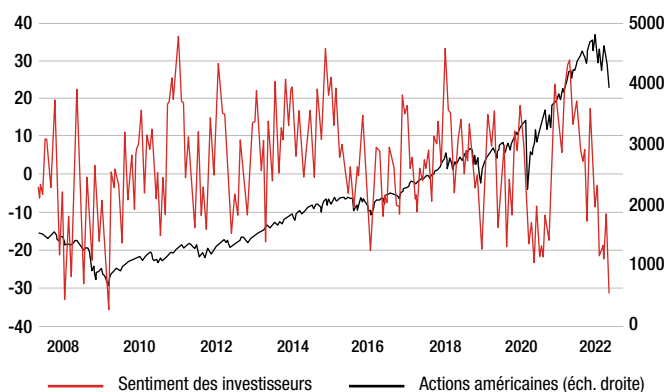
Les marchés financiers ont corrigé de 18% environ depuis le début de l'année. Les dernières semaines depuis début avril ont été presque toutes négatives, ce qui est très rare. Pour comprendre ce que les marchés financiers intègrent, il faut regarder des périodes de baisse similaires. Une correction de 15% environ correspond à des périodes où l'économie ralentit, ce qui est le cas aujourd'hui. Dès lors, les marchés financiers sont du côté du verre à moitié vide. Cette vision se confirme lorsque l'on regarde les indicateurs de sentiment sur les marchés, qui montrent un niveau élevé de pessimisme (voir graphique).

Et nous, comment voyons-nous la situation ?

Tout d'abord, avec un certain recul, la situation macroéconomique est toujours difficile. Ces dernières années ont bien été remplies, comme tout le temps d'ailleurs. En 2008, c'est le marché immobilier américain qui était en crise et qui entraînait avec lui des faillites de banques jusqu'en Europe. En 2011, les marchés étaient également en forte baisse. En 2016, le Brexit paraissait insurmontable pour les marchés. Et en 2020, la crise du Covid est survenue. Pourtant, durant toutes ces années, exception faite de quelques mois difficiles, les marchés boursiers n'ont cessé de monter. Si l'on réfléchit, la situation d'aujourd'hui n'est fondamentalement pas différente de ce qu'elle était il y a un ou deux mois. C'est plutôt la façon de la voir qui a changé. Peut-être cela fait-il du sens d'y entrevoir l'opportunité, c'est-à-dire de voir le verre à moitié plein, surtout lorsque tout le monde le voit à moitié vide. Et vous, comment voyez-vous le verre ?

Sion, le 30 mai 2022

Le niveau de pessimisme sur les bourses est élevé



Source: Refinitiv Datastream, BCVS

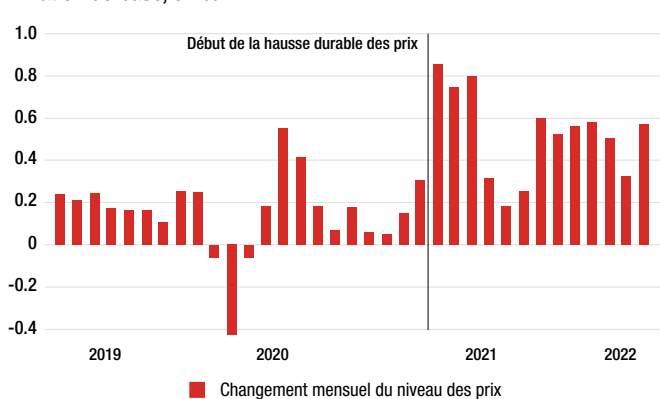
Evaluation de la situation économique

La dynamique de l'inflation diminue légèrement. Nous ne nous attendons pas à une récession dans les prochains mois.

L'inflation reste élevée

Les prix ont augmenté de 8.3% en avril par rapport au même mois de l'année précédente. En mars, ils avaient encore augmenté de 8.5%. Pour se faire une meilleure idée de la dynamique de l'inflation, les chiffres de changements mensuels de l'inflation (sans tenir compte des prix de l'énergie et de l'alimentation qui fluctuent fortement) sont pertinents à analyser. Alors que dans un contexte normal, les prix ont augmenté d'environ 0.2% par mois, leur hausse se renforce depuis le milieu de 2021 (par exemple 0.9% en avril 2021). Alors que la variation mensuelle était encore élevée en avril 2022 (0.6%), on constate néanmoins un ralentissement. Partant du principe que les prix des matières premières se trouvent déjà à des niveaux élevés, que les difficultés d'approvisionnement vont diminuer dans les mois à venir et que la demande des consommateurs va légèrement baisser en raison de la hausse des taux d'intérêt, l'inflation devrait se normaliser.

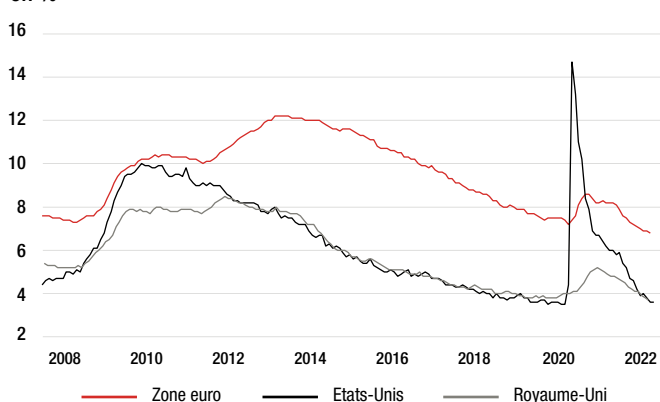
Les prix des biens de base aux USA ont augmenté de 0.6% entre mars et avril



Récession ou atterrissage en douceur?

Dans notre scénario de base, nous anticipons un atterrissage en douceur de l'économie malgré la hausse des taux d'intérêt. Contrairement à une récession, la dynamique économique ralentit. Celle-ci reste toutefois en territoire de croissance. La raison principale réside dans le niveau très bas du chômage. De plus, la hausse du niveau des prix peut être partiellement compensée par des augmentations de salaires. Aux Etats-Unis, ce sont surtout les revenus les plus faibles qui profitent de fortes augmentations de salaire. A cela s'ajoutent des indicateurs économiques avancés toujours positifs en Europe et aux Etats-Unis. Ceux-ci se situent encore à un niveau d'expansion. La situation en Chine demeure toutefois incertaine.

Les taux de chômage se trouvent à des niveaux historiquement bas



Atterrissage en douceur et politique de la Banque centrale

Dans le monde économique, le terme «atterrissage en douceur» désigne un ralentissement cyclique de la croissance. Un «atterrissage en douceur» est l'objectif d'une Banque centrale dans un cycle de hausse des taux d'intérêt. Il s'agit alors d'augmenter les taux d'intérêt à un niveau permettant d'une part de maîtriser l'inflation et d'autre part d'éviter une surchauffe de l'économie. Le niveau d'équilibre des taux d'intérêt américains, décidés par la Banque centrale, se situe entre 2% et 2.5%. En Europe, ce niveau est plus bas. Par le passé, les hausses de taux n'ont pas toujours entraîné automatiquement des «atterrissages en douceur». Dans de nombreux cas, des «atterrissages plus durs» ont eu lieu, pouvant être assimilés à une forte baisse de l'activité économique. Les Banques centrales se trouvent donc sur le fil du rasoir.

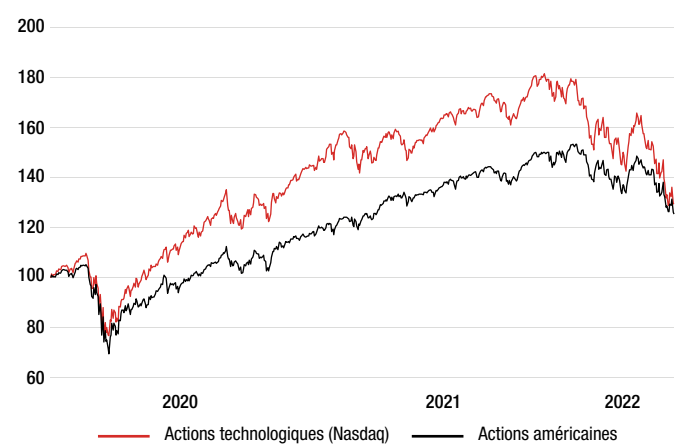
Quelle a été l'évolution des marchés financiers?

Le secteur technologique corrige fortement cette année. Après la hausse considérable du début d'année, les rendements des obligations se stabilisent.

Les sociétés technologiques continuent de souffrir

L'indice Nasdaq, qui représente les plus grandes sociétés technologiques aux Etats-Unis, avait très fortement progressé depuis 2020. D'une part, ces sociétés ont enregistré des profits en forte augmentation, grâce à l'accélération du digital. D'autre part, les taux très bas ont poussé les investisseurs vers les sociétés technologiques. Cette année, ce secteur souffre particulièrement, avec près de 30% de baisse. La croissance des bénéfices se normalise à nouveau par rapport à 2020 et 2021. De plus, les taux qui sont remontés pénalisent le secteur, dont les perspectives et profits sont orientés bien souvent vers le futur. Or, les bénéfices futurs paraissent moins intéressants lorsque les obligations d'Etats américaines rapportent 3% aujourd'hui contre 1% environ en 2020 et 2021. Avec la forte baisse du secteur, Apple cède sa place de numéro 1 en terme de capitalisation boursière à Aramco, un géant du secteur pétrolier.

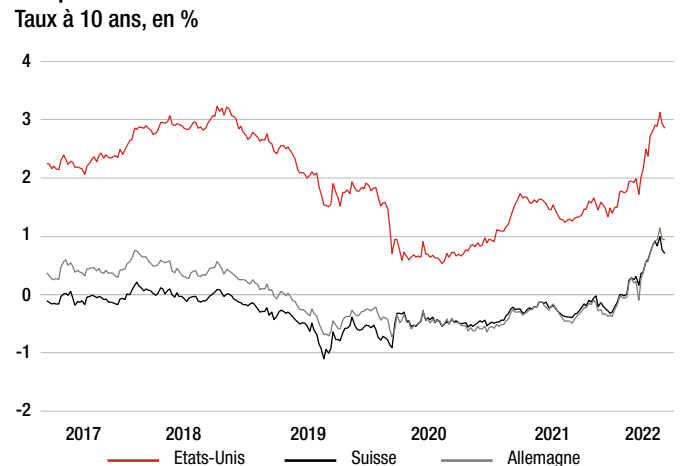
Le Nasdaq efface la surperformance des deux dernières années



Les taux d'intérêts de référence sont stables depuis un mois

Après une fulgurante progression depuis le début de cette année, les taux à 5 et 10 ans se stabilisent depuis un peu plus d'un mois. Que s'est-il passé depuis mi-avril? Le dernier chiffre d'inflation d'avril aux Etats-Unis (+8.3%) s'est révélé être inférieur à celui de mars (+8.5%), marquant ainsi la première fois où l'inflation arrête de progresser depuis neuf mois. Les Banques centrales ont déjà beaucoup communiqué sur la politique monétaire de cette année. La Banque centrale américaine prévoit de relever son taux directeur à plus de 2% pour fin 2022. En Europe, Christine Lagarde parle d'une première hausse de taux en juillet. La rhétorique agressive des Banques centrales ces derniers mois est intégrée par les marchés financiers. Dans ce contexte, après la très forte hausse, les taux évoluent latéralement depuis plusieurs semaines.

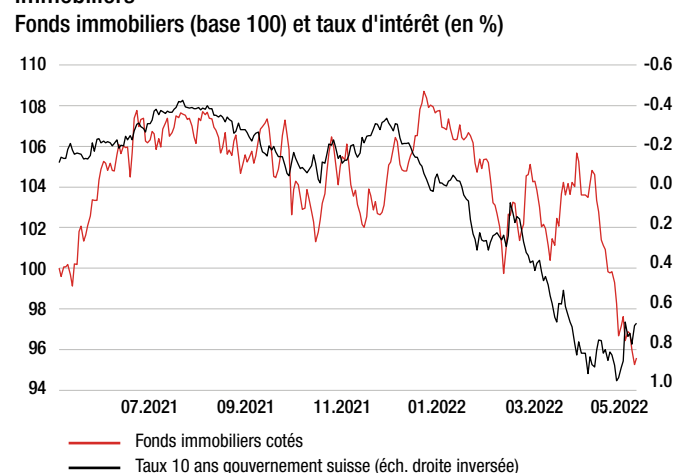
Après la très forte hausse du début d'année, les taux marquent une pause



L'immobilier corrige

Chaque année, le marché immobilier suisse coté en bourse subit une correction entre 3% et 10%. Depuis le début de l'année, l'indice des fonds immobiliers suisses affiche une performance négative d'environ 9%. Plusieurs facteurs expliquent cette baisse. Premièrement, le taux à 10 ans du gouvernement suisse a atteint 1% de rendement alors que celui-ci était encore négatif en janvier. Cette hausse des rendements a rendu plus attractives les obligations pour les investisseurs. Par ailleurs, les fonds immobiliers affichaient une valorisation élevée en début d'année et cette correction a permis de retrouver des niveaux intéressants. Finalement, le début des augmentations de capitaux a élargi les possibilités d'investissement dans le secteur. Actuellement, l'immobilier offre un rendement moyen de 2.5%, ce qui reste encore intéressant par rapport aux obligations.

La corrélation est négative entre le taux 10 ans et les fonds immobiliers



Coup d'œil sur les classes d'actifs

La valorisation des actions revient à sa moyenne de long terme. L'or est moins intéressant lorsque les taux réels remontent.

Baisse des actions, où en sommes-nous ?

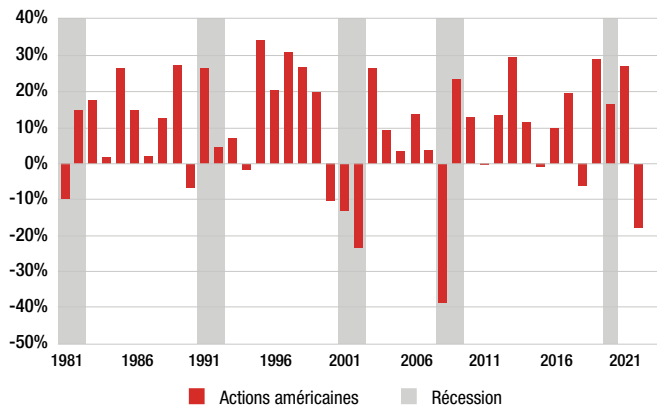
Les actions mondiales affichent une baisse d'environ 15% depuis le début de l'année. Prenons un peu de recul. Tout d'abord, il est à noter qu'une telle baisse se produit peu fréquemment, c'est-à-dire environ une année sur quatre. Ensuite, en comparant les baisses historiques similaires, celles-ci correspondent à des ralentissements de l'économie plutôt qu'à des périodes de récession. En effet, lors des périodes de récession, les corrections de marchés sont plus importantes. Comment jauger de l'attractivité des actions dans un tel environnement ? D'un point de vue fondamental, les actions sont plus intéressantes que ce qu'elles n'étaient en 2020 ou 2021. La valorisation, qui met les bénéfices en relation avec les prix, a fortement baissé. Ce ratio se trouve actuellement sur la moyenne de long terme en-dessous de 16 fois. Côté bénéfices, les publications du premier trimestre sont bien avancées. Les entreprises sont en forme, les bénéfices ont progressé dans la plupart des secteurs d'activité.

L'or efface ses gains de début d'année

Après un très bon début d'année, l'or a perdu de son éclat et se retrouve au même niveau qu'au 1^{er} janvier (\$1'815 l'once). Bien que cet actif ait été apprécié lors des tensions entre l'Ukraine et la Russie en février, il est également connu pour ses qualités de protection contre l'inflation. L'or ne dépend pas seulement de l'inflation, mais de la différence entre inflation et taux d'intérêt. Cette différence (entre les taux d'intérêt et l'inflation), ce sont les taux réels. Lorsque ceux-ci baissent et deviennent négatifs, le rendement des obligations d'Etats américaines ne compense pas l'inflation et l'or devient alors un substitut attractif. En revanche, lorsque ces taux réels montent et deviennent positifs, les obligations d'Etats américaines permettent de compenser l'inflation. C'est le cas de figure qui se produit actuellement puisque les taux réels sont passés de -1.7% à presque 0% en l'espace de quelques mois. En regardant le niveau des taux réels, le potentiel haussier de l'or paraît limité depuis les niveaux actuels. D'autant plus que, le dollar s'est également apprécié, renchérissant ainsi l'achat du métal jaune pour les investisseurs étrangers.

En dehors des récessions, une baisse des actions de 15% est élevée

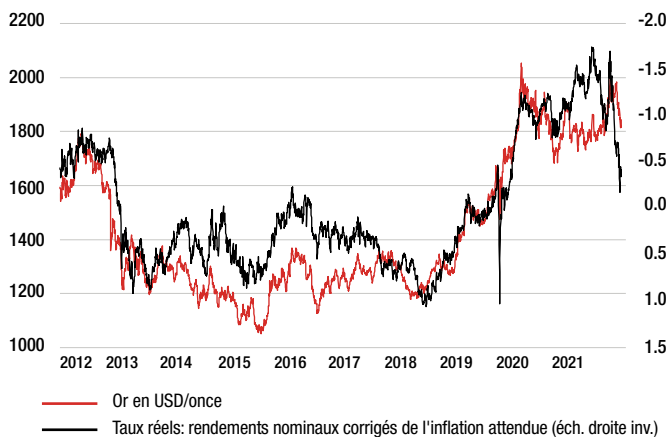
Performance des actions américaines



Source: Refinitiv Datastream, BCVs

L'or est dépendant des taux réels

Or en dollar par once, taux réels en %



Source: Refinitiv Datastream, BCVs



Comment puis-je acheter de l'or dans mon portefeuille ?

L'or est un actif apprécié des investisseurs. Mais comment en acheter ? Il existe plusieurs solutions pour investir dans le métal jaune. Tout d'abord, il est possible d'acquérir de l'or physique (lingots, vrenelis, etc.) L'avantage réside dans le fait d'avoir accès en tout temps et de posséder l'or de manière tangible. En revanche cela génère un coût (assurance, coffre-fort). Ensuite, il est possible d'ouvrir un compte métal. Celui-ci fonctionne comme un compte en franc suisse ou en monnaie étrangère. Au lieu d'avoir des devises, ce sont des onces ou des kilos d'or qui y sont comptabilisés. Une autre alternative est d'acheter un fonds qui investit dans de l'or. Dans ce cas, il faut passer par la bourse. Le fonds (qui contient l'or) est alors déposé dans le dépôt-titres. L'avantage du fonds est qu'il détient bien souvent les lingots physiquement, de façon sécurisée.

La finance par message

Jules



” Salut Papa, en effet toute la famille se réjouit. Dès que l'école se termine, on s'envole. D'ailleurs, je dois passer à la banque. Toi qui es un fidèle client de la BCVs, peux-tu m'expliquer comment la banque pourrait gérer mon argent ?

Alors explique-moi tout ça.

Effectivement. En général, je choisis en fonction du temps et des connaissances que nous avons sur la destination pour trouver les hôtels et autres perles rares. Mais où veux-tu en venir avec ces vacances ? Car pour cet été, j'ai déjà tout réservé.

Ok, je vois. Et si je préfère passer par une agence plutôt qu'Internet ?

Mais quel genre de conseils vais-je recevoir ?

Oui je suis d'accord.

Ok, mais dans ces deux cas, il faut avoir du temps à disposition. Avec les enfants, le temps est compté.

Tu me tentes là !

Merci pour ces explications, je retiens ces trois solutions pour placer mon argent, de la même manière que pour réserver mes vacances.

Pierre



” Salut Jules, les vacances estivales approchent à grands pas.

Bien sûr. Il existe trois solutions pour faire gérer ton argent. Elles sont faciles à comprendre.

En fait, c'est comme quand tu organises tes vacances, tu as plusieurs possibilités. Soit tu fais tout toi-même via Internet, soit tu demandes conseil à une agence de voyage. Si tu ne veux t'occuper de rien, tu peux également réserver un voyage « all inclusive ».

Je souhaite t'expliquer que le principe de gestion de ton argent par la banque est plus ou moins le même que celui pour réserver tes vacances. La première possibilité est que la banque s'occupe uniquement d'exécuter tes ordres de bourse. Dans ce cas, tu fais toi-même tes choix de placement, comme lorsque tu organises seul tes vacances via Internet.

Si tu désires recevoir des conseils, tu peux signer un mandat de conseil. Avec cette solution, ton/ta conseiller/ère te proposera des placements adaptés. Tu gardes la maîtrise, c'est-à-dire que c'est toi qui as le dernier mot. En tout temps, tu peux construire et adapter ton portefeuille.

Dans une agence de voyage, tu reçois des conseils et propositions adaptés en fonction de ta destination, de ton budget et ton mode de vacances désiré.

Et bien avec un mandat de conseil, ton/ta conseiller/ère te guide dans la jungle des placements en fonction de tes objectifs et des opportunités des marchés. Par exemple, avec les marchés chahutés en ce début d'année, la banque a proposé un panier d'actions suisse de bonne qualité. Ce sont des propositions, tu auras toujours le choix final d'investir ou non.

Il y a la 3^e solution qui est du « all inclusive » et qui est la plus simple si tu ne veux pas t'occuper de l'organisation. La seule chose à faire : ne pas oublier la crème à bronzer et le sombrero dans la valise :-).

La solution « all inclusive » pour gérer ton argent, c'est un mandat de gestion. Dans ce cas, la banque s'occupe entièrement de la gestion de ton patrimoine. En fonction de ton appétit au risque, les spécialistes de la banque gèrent ta fortune. Tu n'interviens pas mais tu peux en tout temps demander un point de situation sur ton portefeuille.

Positionnement et changements

	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 et banques aux USA						
Alternatifs	○	○	○	○	●	○	○
Hedge Funds	○	○	○	●	○	○	○
Immobilier	○	○	○	○	○ →	●	○
Or	○	○	● ←	○	○	○	○
Thématique(s)	Commodities						
Devises vs CHF	○	○	○	●	○	○	○
EUR	○	○	○	●	○	○	○
USD	○	○	○	●	○	○	○

● Actuelle

Commentaires sur les décisions de placement

Les marchés des actions ont maintenant fortement corrigé et les indicateurs de sentiment se situent dans une zone négative. Nous augmentons donc le risque dans les portefeuilles.

Nous augmentons légèrement le risque dans les portefeuilles

2022 sera une année charnière pour l'économie mondiale. Actuellement, l'inflation élevée et la hausse des taux d'intérêt préoccupent la communauté des investisseurs. A cela s'ajoute les facteurs d'incertitude que constituent la Chine et la guerre en Ukraine. Malgré ces défis, nous n'anticipons pas d'effondrement de l'activité économique au cours des prochains trimestres. Les indicateurs avancés de l'économie restent orientés à la hausse et le consommateur américain est toujours en bonne condition. Sur les marchés financiers, les actions ont fortement corrigé et les niveaux d'évaluation (rapport cours/bénéfices) ont baissé. Pour cette année, les analystes financiers s'attendent à une nouvelle croissance des bénéfices des entreprises. Les taux d'intérêt

« Malgré les défis économiques, nous ne nous attendons pas à un effondrement de l'économie au cours des prochains trimestres et augmentons le risque dans les portefeuilles. »

ont également fortement augmenté au cours des derniers mois. A cela s'ajoute le fait que différents indicateurs de sentiment se trouvent dans des zones très négatives. Sur la base des points mentionnés ci-dessus, nous augmentons le risque dans nos portefeuilles. D'une part, nous revenons à « Neutre » dans les actions. De plus, nous achetons des obligations convertibles. Au cours des derniers mois, celles-ci ont subi une correction aussi forte que le marché des actions. En raison de la forte correction des placements immobiliers indirects en Suisse, nous augmentons également notre quote-part dans ces investissements.

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	0,2	-12,4	-8,0
Suisse	-3,4	-9,1	-9,1
Zone Euro	3,0	-9,6	-10,5
Etats-Unis	-0,8	-13,4	-9,0

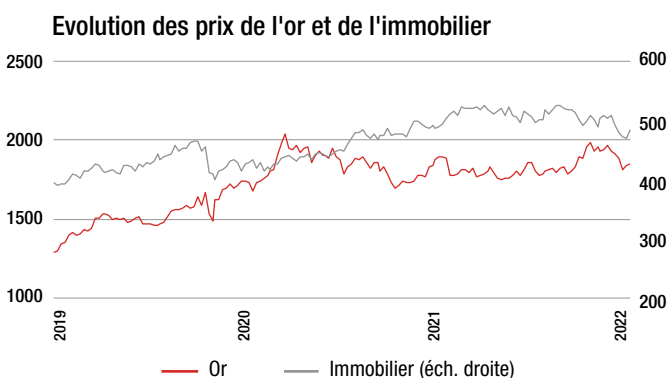
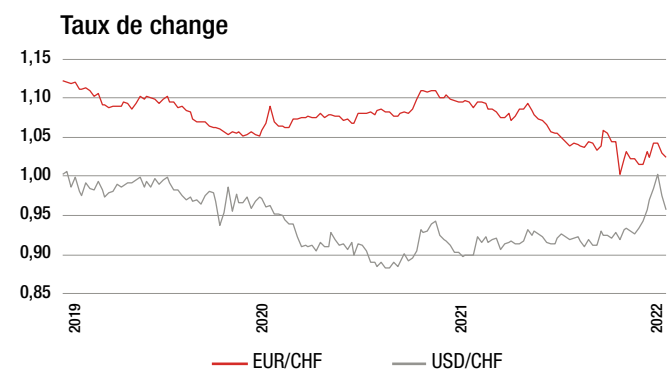
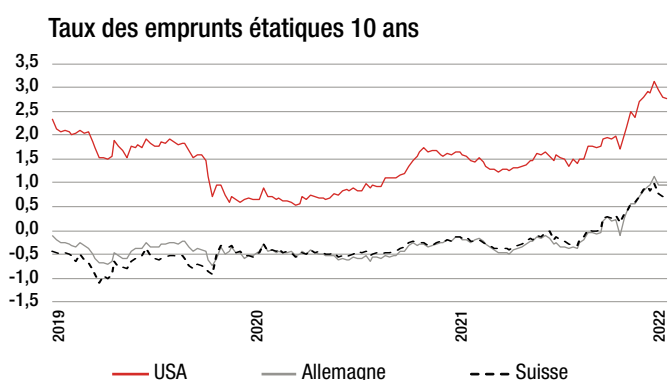
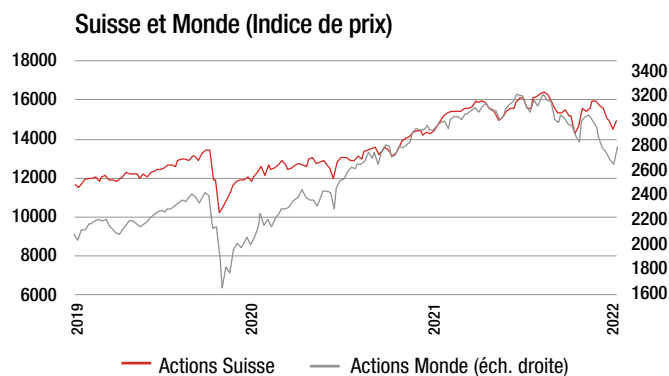
Obligations	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	Depuis 01.01.22 (%, en monnaie locale)	Depuis 01.01.22 (%, en CHF)
Oblig. étatiques	-0,6	-7,7	-6,9
Oblig. d'entreprises	0,7	-18,3	-14,2
Marchés émergents (USD)	-0,7	-19,2	-15,2

Taux	en %	Depuis 1 mois (chgmt. absolu)	Depuis 01.01.22 (chgmt. absolu)
3 ans - Suisse	0,01	-0,24	0,60
3 ans - Allemagne	0,40	-0,03	1,05
3 ans - USA	2,66	-0,20	1,70
10 ans - Suisse	0,75	-0,08	0,89
10 ans - Allemagne	0,96	0,02	1,14
10 ans - USA	2,75	-0,14	1,25

Devises	Taux de change	Depuis 1 mois (en %)	Depuis 01.01.22 (en %)
EUR/CHF	1,025	0,5	-1,1
USD/CHF	0,957	-1,3	5,0

Alternatifs	Prix	Depuis 1 mois (en %)	Depuis 01.01.22 (en %)
Immobilier ind. Suisse	198	-1,9	-6,6
Or (USD/once)	1852	-1,8	1,6
Pétrole (WTI, USD/baril)	115	12,8	53,0

Données au 27.05.22



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.