



# MARKET

Octobre 2022



**BCVS**

Bienvenue Chez Vous

Banque Cantonale du Valais  
Place des Cèdres 8, 1950 Sion

[bcvs.ch](http://bcvs.ch)

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

## Editorial

Sion, le 27 septembre 2022

### Faut-il couper du bois pour cet hiver?

#### Le plein d'énergie pendant et après les vacances

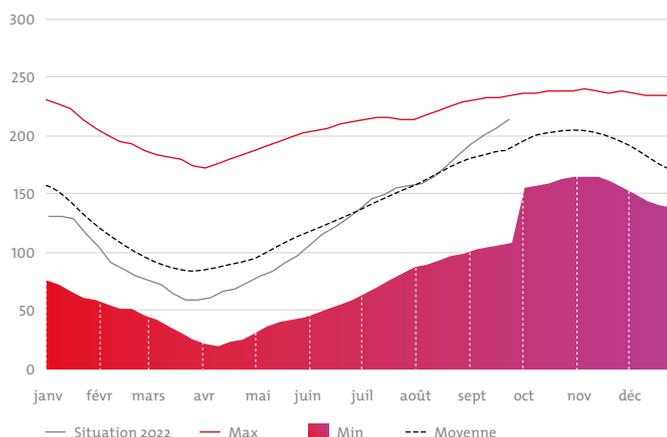
Durant mes vacances d'été, j'ai tâché de moins suivre l'actualité mondiale pour profiter de la famille et faire le plein d'énergie. A mon retour, l'énergie est bien présente partout, dans un autre contexte, un nouveau sujet préoccupant. Les termes utilisés par certains médias peuvent faire peur: coupure de gaz, pénurie d'électricité cet hiver et même blackout. Quoi de mieux pour reprendre le travail? Va-t-on manquer de gaz et d'électricité prochainement? Faut-il couper du bois, en prévision de cette pénurie, pour se chauffer?

#### Que se passe-t-il avec l'électricité?

Avant de parler d'électricité, il faut comprendre ce qui se passe avec le gaz. Celui-ci coûte très cher en Europe, depuis que les exportations de la Russie ont été fortement réduites. Ces dernières semaines, la crise énergétique s'est intensifiée. Celle de l'électricité se greffe à la crise du gaz. « Pourquoi les prix de l'électricité en Europe explosent? ». Les Russes exporteraient-ils, en plus du gaz, de l'électricité? La raison de la flambée des prix de l'électricité est liée au système de fixation des prix. Ce dernier s'appelle le « Merit Order ». Dans ce système, le prix de la source de production d'énergie (nucléaire, hydraulique, solaire, gaz, ...) la plus chère est retenue pour la fixation du prix global. Ce système a été choisi car il permet de satisfaire la demande en électricité, en donnant la priorité aux sources de production les moins chères. La production d'énergie nucléaire cette année est plus faible car 30% du parc de centrales nucléaires françaises est à l'arrêt. Or, la France est un acteur important sur le marché de l'électricité européen. Les maintenances et des problèmes de corrosion en

#### Les stocks de gaz en Allemagne sont à des niveaux équivalents aux années passées

Stocks de gaz, en Terawatt-heure, données depuis 2012



Source: Refinitiv Datastream, BCVS

sont la cause. Dès lors, plusieurs centrales à gaz ont dû être réactivées, avec pour conséquence l'augmentation du prix de référence (appliqué à toutes les sources d'électricité sur le marché européen). Le gaz coûte cher; il est en de même pour l'électricité en Europe et en Suisse (Pourquoi la Suisse est-elle impactée? Réponse à la page suivante).

#### Quelle est la situation du gaz avant les premiers froids?

Les jeux de pouvoir entre la Russie et l'Europe devraient continuer et maintenir une pression sur les prix. Toutefois le risque de manquer de gaz semble faible quand on analyse certains faits.

1. Les niveaux des stocks de gaz sont élevés par rapport aux mêmes périodes des années dernières. Ces niveaux ont continué à monter depuis le début de la crise en Allemagne, pays le plus touché par la crise, alors que l'approvisionnement est plus difficile.
2. L'Europe a fortement diversifié ses sources d'approvisionnement, en se ruant sur le gaz naturel liquéfié arrivant des Etats-Unis par bateau.
3. En parallèle, les mesures visant une baisse de la consommation semblent fonctionner. Cette année, la consommation de gaz du mois d'août est 20% inférieure en comparaison au même mois des années précédentes.

#### Que penser de l'électricité?

L'électricité coûte cher actuellement en raison du manque de production d'énergie nucléaire et du système de fixation des prix. Risque-t-il d'y avoir une pénurie d'électricité cet hiver? Selon les experts, il faudrait la conjonction de plusieurs événements.

1. Une demande particulièrement élevée, soit un hiver rigoureux.
2. Une offre toujours limitée, c'est-à-dire que le parc nucléaire français peine à redémarrer.
3. Une consommation qui ne baisse pas, malgré les prix élevés et des mesures d'économie d'énergie.

Voir ces trois éléments se matérialiser en même temps paraît peu probable.

#### Faut-il couper du bois pour cet hiver?

S'il fallait faire les pronostics sur la source de chauffage qui sera la moins coûteuse cet hiver, je ne mettrais certainement pas le gaz ou l'électricité en premier. Par contre, les risques de pénurie totale (donc de voir votre thermomètre afficher 10 degrés à la maison) paraissent aussi limités, en analysant les faits.

La réponse à la question « Faut-il couper du bois pour cet hiver? » est donc non, sauf si vous avez un poêle à bois comme système de chauffage. ⚡



Mathias Cotting, CFA  
Economiste responsable

# 3 Evaluation de la situation économique

**L'économie continue de faire preuve de résilience. Les marchés financiers s'attendent à de nouvelles fortes hausses des taux d'intérêt par les Banques centrales.**

## Un exercice d'équilibre entre hausse des taux et ralentissement économique

Malgré la hausse des taux d'intérêt et des taux d'inflation à des niveaux records, les économies mondiales restent relativement résilientes. L'indicateur hebdomadaire de l'OCDE, qui compare la production économique sur une base hebdomadaire par rapport à l'année précédente, reste positif. Les indicateurs avancés, qui donnent de bonnes prévisions pour les 3 à 6 prochains mois, n'indiquent pas non plus une forte crise économique. La raison principale de cette situation positive réside dans le taux de chômage qui atteint des niveaux bas records. Actuellement, il est facile de trouver un emploi, ce qui a en principe un effet positif sur la consommation.

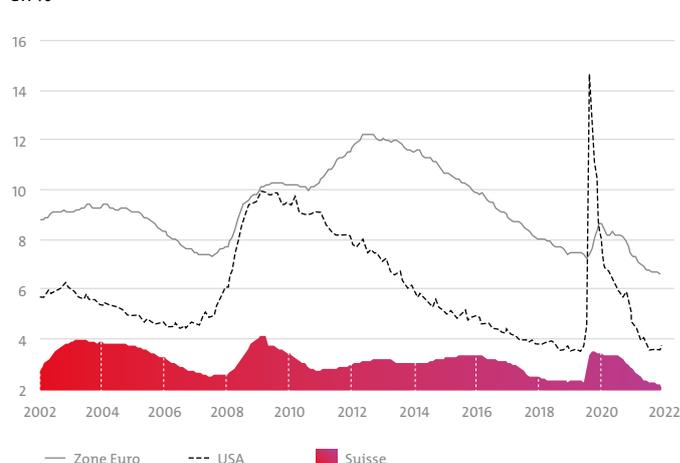
## Le pic de l'inflation aux États-Unis est dépassé

L'inflation reste au centre des préoccupations. Une longue période d'inflation élevée peut entraîner des perturbations dans la société et sur les marchés des capitaux. Le pic des taux d'inflation aux États-Unis semble derrière nous (9,06% de renchérissement annuel en juin). En Europe, il est encore à venir (9,1% de renchérissement annuel en août). Les marchés financiers accordent donc une grande importance à la publication des chiffres de l'inflation. En fonction de cette évolution, les Banques centrales interviendront plus ou moins fortement.

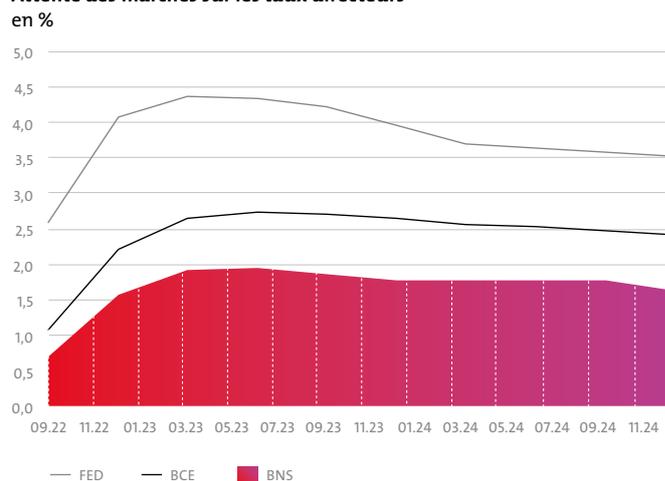
## Les marchés financiers s'attendent à de nouvelles hausses des taux d'intérêt

La publication des chiffres de l'inflation du mois d'août aux États-Unis a provoqué une grande nervosité sur les marchés financiers. Au lieu d'une hausse attendue de 8,1%, c'est un taux d'inflation de 8,3% qui a été publié. Cette annonce a entraîné une hausse des attentes en matière de taux directeurs. Afin de freiner la demande économique, les marchés financiers prévoient que la Banque centrale américaine augmente son taux directeur à plus de 4,50% d'ici-là mi-2023 (actuellement à 3,00%-3,25%). En Europe et en Suisse, les attentes par rapport aux taux directeurs sont les suivantes : 2,7% et 1,9% respectivement. 📉

## Le taux de chômage est à des niveaux record bas



## Attente des marchés sur les taux directeurs



Source: Refinitiv Datastream, BCVs

## Pourquoi la Suisse connaît-elle, comme l'Europe, une forte hausse des prix de l'électricité ?

Depuis 1998, la Suisse a adhéré à la libéralisation des marchés nationaux de l'électricité européenne. Tous les pays européens sont ainsi liés pour la production et la consommation de l'électricité.

### Comment produisons-nous l'électricité ?

Avec une topographie très favorable à la construction de barrages, la Suisse est considérée comme le château d'eau de l'Europe. Selon l'Office Fédéral de l'énergie, 58.1% des besoins en électricité sont couverts par la production hydroélectrique. Le reste est produit par l'énergie nucléaire (32.9%), les énergies renouvelables avec 6.7% et les centrales thermiques conventionnelles avec 2.3% (énergie non renouvelable).



## 4 Quelle a été l'évolution des marchés financiers?

Les marchés des actions sont à nouveau sous pression.

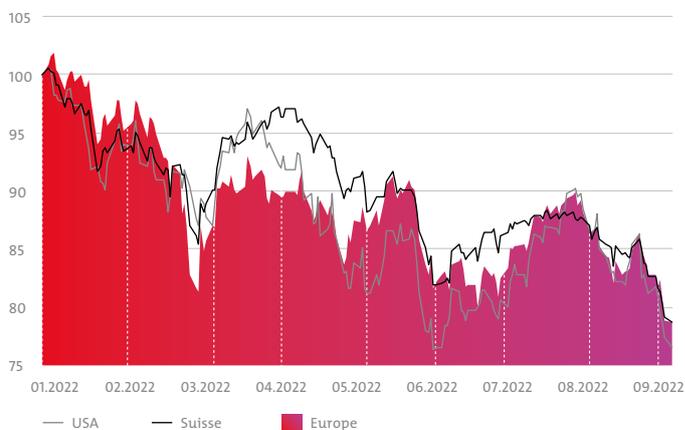
Les taux d'intérêt à 10 ans remontent suite aux commentaires des Banques centrales et aux chiffres de l'inflation.

### Les craintes du mois de juin refont surface

Les actions sont à nouveau sous pression ces dernières semaines. Après un répit estival, durant lequel les actions sont remontées de 10% environ, les craintes par rapport à l'inflation se sont intensifiées en septembre. En effet, les dernières publications de mi-septembre aux USA montrent des pressions inflationnistes encore fortes. La réponse des Banques centrales ne s'est pas faite attendre. Avec le retour des craintes concernant l'inflation, des taux plus élevés, et donc une croissance économique potentiellement plus molle, les actions sont à nouveau sous pression. Les tendances régionales s'inversent. En première moitié d'année, l'Europe s'est montrée plus résiliente que les Etats-Unis. En effet, le marché américain a sous-performé lorsque les taux à 10 ans sont fortement montés (ce qui a pénalisé le secteur technologique). Depuis quelques semaines, le match tourne en faveur du marché américain. L'Europe est pénalisée par les craintes liées à la crise énergétique.

### Inflation et taux plus élevés: les craintes du mois de juin refont surface

Performance des actions, base 100

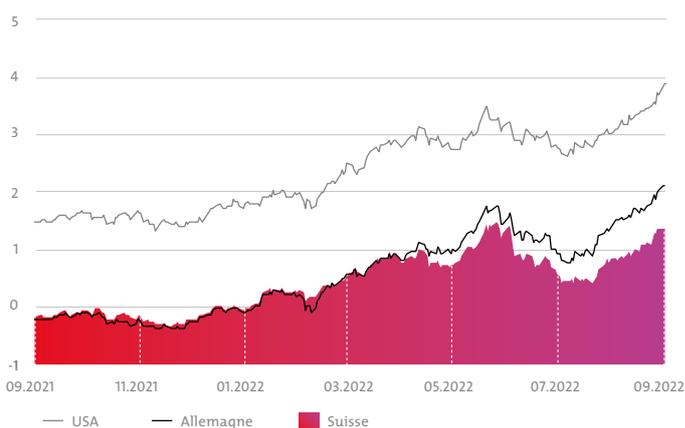


### Les taux d'intérêt remontent

La volatilité reste toujours élevée sur le marché des obligations. Au mois de juin 2022, les taux d'intérêt à 10 ans ont atteint des niveaux records, par exemple près de 1.5% de rendement pour l'obligation de la Confédération suisse à 10 ans. Puis, durant l'été, les taux ont à nouveau baissé. Ce mouvement s'explique principalement par des chiffres économiques rassurants, notamment ceux de l'inflation au niveau mondial. Depuis la mi-août, la tendance est à nouveau à la hausse pour plusieurs raisons. Premièrement, lors du Symposium de Jackson Hole, la réunion annuelle des banques centrales, celles-ci ont réaffirmé leur détermination à maîtriser l'inflation. Deuxièmement, les chiffres du marché de l'emploi sont restés très forts au mois de septembre, ce qui a renforcé la pression sur les banques centrales pour qu'elles continuent à relever les taux d'intérêt.

### Les taux remontent à nouveau

Rendement des emprunts de référence à 10 ans, en %

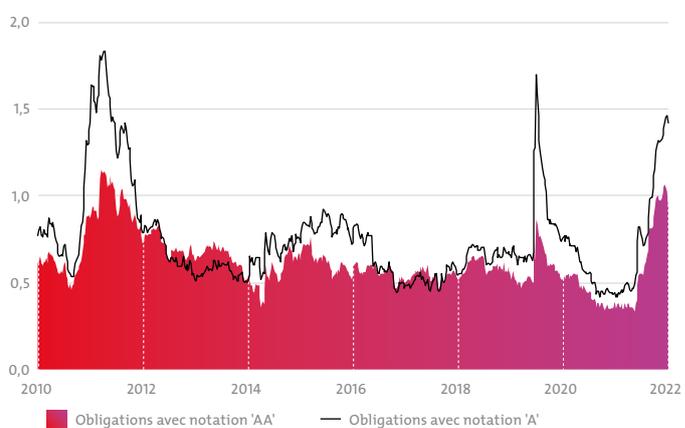


### Les primes de risque crédit se sont fortement écartées et affichent des niveaux historiques élevés.

Les primes de risque crédit correspondent au rendement additionnel d'une obligation d'entreprise par rapport aux emprunts obligataires émis par la Confédération Suisse (obligations de référence car jugées sans risque). Les primes de risque ne sont pas fixes, mais elles évoluent dans le temps en fonction de l'offre et la demande pour les obligations plus risquées que celles de référence. Cette année, les obligations avec des notations 'AA' (très bonne qualité, très peu de risque de défaut) et 'A' (bonne qualité, peu de risque de défaut) offrent respectivement en moyenne 1% et 1.5% de rendement supplémentaire par rapport aux emprunts de la Confédération (notés 'AAA', notation maximum). Les obligations d'entreprises présentent plus de risque que les emprunts d'États. Avec le ralentissement de la croissance qui se dessine, les primes de risque se sont écartées. Actuellement, elles sont à un niveau élevé historiquement. ⚡

### Les primes de risque crédit se sont fortement écartées

Primes de risque sur les obligations en franc suisse, en %



## Coup d'œil sur les classes d'actifs

Les actions de qualité, qui ont sous-performé cette année, présentent des caractéristiques intéressantes.  
La valorisation des fonds immobiliers est basse historiquement.

### La qualité devance le marché à long terme. Cette année, cette stratégie est en retard

Les entreprises de qualité sont actuellement intéressantes pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les titres de qualité étaient valorisés sur des multiples élevés (prix/bénéfice net) en fin 2021. Dans un contexte de montée rapide des taux, les titres à forte valorisation ont corrigé davantage que le marché en général. Actuellement, la valorisation des entreprises de qualité se situe à nouveau sur l'échelle de long terme. Ensuite, avec la force de leur bilan et une rentabilité au-dessus de la moyenne, ces entreprises sont mieux équipées pour naviguer en périodes agitées comme c'est le cas cette année. Elles devraient être en position favorable une fois la reprise économique effective. Le marché devrait alors récompenser ces sociétés via un différentiel de valorisation à nouveau plus marqué. Avec ces caractéristiques, les titres de qualité offrent des perspectives de rendement plus intéressantes que le marché global sur le long terme.

### Les actions de qualité affichent de meilleures performances que les actions mondiales sur le long terme

Performance, base 100

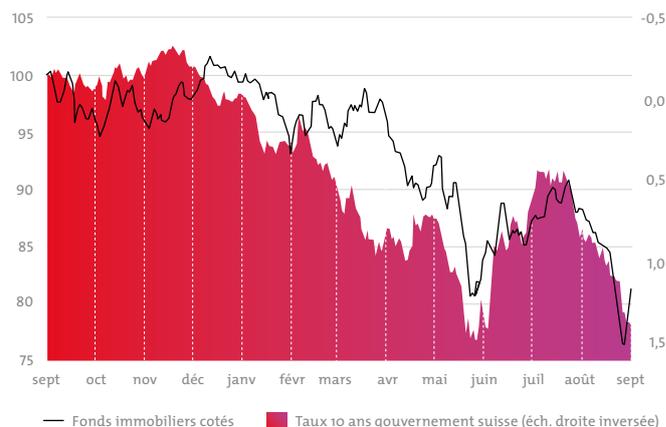


### Pourquoi les fonds immobiliers ont-ils corrigés ?

Depuis le début d'année, les taux sont fortement montés et ont mis sous pression le marché immobilier coté. La correction des fonds immobiliers a été conséquente, puisqu'ils sont négativement corrélés avec l'évolution du taux 10 ans suisse. La raison est que la différence de rendement entre l'immobilier et les obligations s'est réduite. Dans cet environnement, les investisseurs ont préféré les obligations qui offraient un profil risque/rendement plus intéressant. La faible liquidité et les volumes élevés à la vente expliquent également la récente baisse rapide. La valorisation actuelle des fonds immobiliers n'a jamais été aussi basse depuis la fin de la crise financière de 2008. L'opportunité d'achat est intéressante, bien que les cours de bourses puissent encore être chahutés en fonction de l'évolution des taux. Les fonds immobiliers offrent actuellement un dividende attractif de plus de 3% en moyenne. 📈

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

Fonds immobiliers cotés base 100 et taux d'intérêts à 10 ans en %



Source: Refinitiv Datastream, BCVS

## Qu'entend-on par actions de qualité ?



Dans le monde des actions, on parle de qualité quand les sociétés en question présentent un bilan solide et une forte rentabilité. Une entreprise est solide lorsque le niveau d'endettement à long terme en relation avec le flux de trésorerie disponible est faible. Dans ce cas, l'entreprise est capable de rembourser rapidement ses dettes en cas de nécessité. De plus, les sociétés

qui ont un taux d'endettement bas se financent à des conditions plus intéressantes et surmontent plus facilement les périodes de crises économiques. Ensuite, le taux de rentabilité peut donner un avantage concurrentiel à une entreprise. Plus la rentabilité de l'entreprise est élevée, plus celle-ci pourra saisir les opportunités et investir le surplus de liquidité dans de nouveaux projets, innover et gagner des parts de marchés, créant ainsi un cercle vertueux.

# 6

## La finance par message

Bonjour Émilie, comment vas-tu ? Cela fait quelques temps que l'on ne s'est pas vus. J'ai un peu d'argent à investir sur les marchés financiers, que me conseilles-tu, toi qui travailles à la BCVS ?

Salut Gaspard, bien merci ! Et toi ? Je suis contente de t'entendre. Ton trail s'est bien passé ?

Oui j'ai fait mon record personnel.

Félicitations. Pour tes investissements, tu as trois options. Faire tout par toi-même, choisir tes investissements en faisant tes propres recherches et transférer tes ordres à la banque via notre équipe Execution Only. Sinon, tu peux déléguer toute la gestion à la banque. Enfin, tu peux travailler avec un(e) conseiller/ère et choisir tes investissements en fonction des échanges que vous aurez.



Client BCVS  
Gaspard

Je comprends ces différents choix, mais quel avantage pour moi de faire un mandat de conseil plutôt que de m'en charger moi-même ?

Écoute, un exemple simple; c'est comme pour tes chaussures de course à pieds. Tu fais tes recherches sur internet, tu auras beaucoup d'informations, peut-être que tu tomberas sur un influenceur qui place un produit... à la fin tu fais ton choix tout seul. Tu payeras moins cher tes chaussures, mais tu n'auras pas de conseil de la part d'un spécialiste.



Conseillère BCVS  
Émilie

Je vois. Je connais un peu l'économie, les bourses, mais c'est un peu la jungle, je préfère parler et échanger sur des idées avec un(e) professionnel(le).

En choisissant le mandat de conseil, la personne qui s'occupe de toi pourra te conseiller en fonction de ton appétit au risque et de tes besoins. C'est comme au magasin de sport, on va t'expliquer les différentes chaussures qui sont le mieux adaptées à la forme de ton pied. On va regarder la façon dont tu cours. Tu n'es pas laissé seul face à ton choix, mais tu as le soutien d'un(e) professionnel(le) avec qui tu peux échanger.

C'est ce qu'il me faut. Comment cela se passe concrètement ?

Ta personne de référence te guidera dans tes choix. Elle te proposera régulièrement des idées d'investissement en fonction du mandat que tu choisis. Pour ce faire elle t'aidera à construire ton portefeuille avec des positions cœurs et d'autres satellites. Tu peux aussi intégrer tes propres idées, ton conseiller personnel en vérifiera l'impact sur ton portefeuille.

Intéressant, qu'est-ce que tu entends par satellite et cœur ?

Le cœur de tes investissements c'est le socle, la base, le fondement de ton portefeuille et celui-ci est orienté à plus long terme, comme nos fonds Flex par exemple. C'est ta chaussure de course à pied adaptée à tes besoins. Les investissements satellites, ce sont des idées d'investissement plus périphériques, une thématique particulière avec un horizon temps éventuellement plus court. Un choix plus opportuniste d'investissement comme notre dernier certificat sur la qualité avec un twist recovery. C'est peut-être une semelle supplémentaire pour ta chaussure pour plus de confort, un anorak qui te permet de courir pendant les mois d'hiver dans de bonnes conditions. Des chaussettes particulières adaptées à la course...

Excellent, je comprends. Je pense que c'est exactement ce qu'il me faut. Merci je vais prendre rendez-vous prochainement. A bientôt.

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

● Actuelle

## Commentaires sur les décisions de placement

**Nous maintenons le risque global des portefeuilles légèrement en dessous de neutre. En outre, nous réduisons les actions en Europe, exposées à un risque plus important sur la croissance économique.**

### Pas de répit pour les Banques centrales

Malgré le fort ralentissement de l'économie globale, celle-ci résiste relativement bien à l'heure actuelle, avec un nombre record de personnes qui travaillent et des indicateurs avancés au niveau mondial qui ne montrent pas de signe de récession forte imminente. Toutefois, les perspectives se sont détériorées durant l'été. L'inflation toujours élevée devrait impacter la demande; le relèvement des taux devrait freiner l'activité économique. L'Europe fait face à une crise énergétique, que nous considérons comme un « tail risk », c'est-à-dire une faible probabilité d'arriver, mais un fort impact dans le cas où ce scénario se produit.

Malgré la perspective de voir une croissance économique moins forte, les Banques centrales ne marqueront pas de répit pour relever les taux. En Europe, la Banque centrale a fait un grand pas, remontant ses taux de 0.75% au mois de septembre. La Banque Nationale a suivi ce mouvement. La Fed aux Etats-Unis a également remonté ses taux directeurs et en donnant la perspective suivante : les taux seront plus élevés, plus longtemps. L'incertitude demeure sur le nombre de hausses de taux d'intérêt nécessaires à tenir l'inflation définitivement sous contrôle.

«Une surprise positive sur l'inflation (c'est-à-dire une baisse) pourrait faire rebondir les marchés.»

Dans cet environnement, nous maintenons le risque global des portefeuilles légèrement en dessous de neutre. L'inflation et les Banques centrales continueront à maintenir une certaine volatilité sur les marchés. Toutefois, une surprise positive (l'inflation baisse à nouveau, ce qui fait baisser la pression sur les Banques centrales à relever les taux) pourrait entraîner une remontée des bourses.

Dans le portefeuille des actions, nous profitons de réduire l'Europe dont les performances ne reflètent pas le risque de rationnement d'énergie cet hiver et les conséquences sur la croissance économique du «Vieux Continent». De plus, nous achetons des entreprises de qualité, peu endettées et qui affichent un niveau élevé de rentabilité, caractéristiques intéressantes dans l'environnement actuel. ⚡



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	-10,5	-24,3	-17,6
Suisse	-8,3	-21,3	-21,3
Zone Euro	-7,6	-21,3	-27,3
Etats-Unis	-10,0	-23,5	-16,7

Obligations	Depuis 1 mois (%, en monnaie locale)	Depuis 01.01.22 (%, en monnaie locale)	Depuis 01.01.22 (%, en CHF)
Oblig. étatiques	-4,2	-13,6	-15,2
Oblig. d'entreprises HY	-11,0	-32,1	-26,1
Marchés émergents (USD)	-8,9	-29,8	-23,6

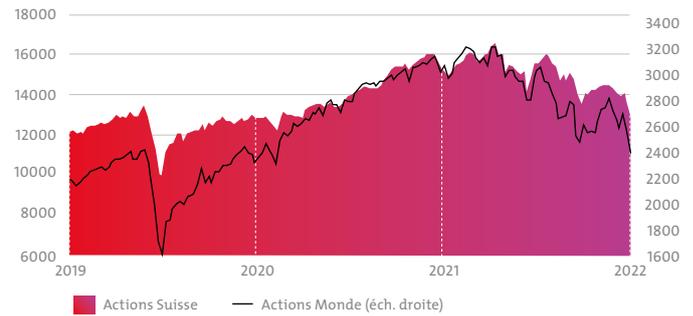
Taux	en %	Depuis 1 mois (chgmt. absolu)	Depuis 01.01.22 (chgmt. absolu)
3 ans - Suisse	1,06	0,55	1,65
3 ans - Allemagne	1,91	0,97	2,56
3 ans - USA	4,40	1,00	3,44
10 ans - Suisse	1,38	0,53	1,51
10 ans - Allemagne	2,09	0,69	2,27
10 ans - USA	3,88	0,85	2,38

Devises	Taux de change	Depuis 1 mois (en %)	Depuis 01.01.22 (en %)
EUR/CHF	0,956	-0,9	-7,7
USD/CHF	0,991	2,9	8,8

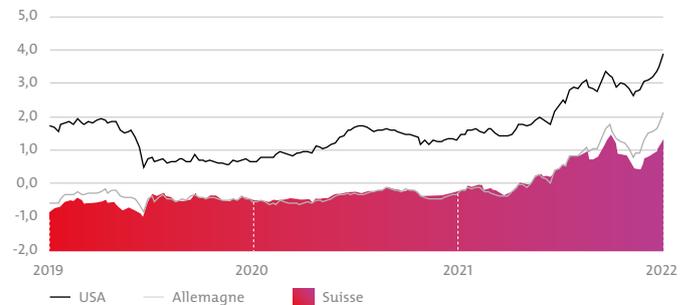
Alternatifs	Prix	Depuis 1 mois (en %)	Depuis 01.01.22 (en %)
Immobilier ind. Suisse	173	-7,6	-18,3
Or (USD/once)	1644	-5,3	-9,8
Pétrole (WTI, USD/baril)	77	-17,5	2,6

Données au 26.09.2022

## Suisse et Monde (Indice de prix)



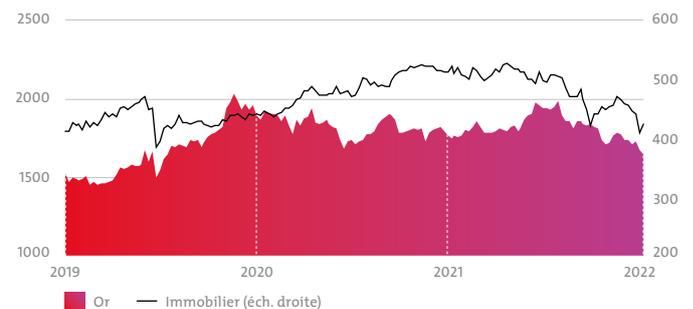
## Taux des emprunts étatiques 10 ans



## Taux de change



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



Source: Refinitiv Datastream, BCVs