



Stratégie d'investissement

Octobre 2022



"THERE IS A BEAUTY THAT REMAINS
WITH US AFTER WE'VE STOPPED
LOOKING."

CORY RICHARDS,
PHOTOGRAPHER AND EXPLORER, WEARS THE
VACHERON CONSTANTIN OVERSEAS.


VACHERON CONSTANTIN | ONE OF
GENÈVE NOT MANY.

CONTACT US +41 22 580 1755

TABLE DES MATIÈRES

Introduction

4 Lettre aux investisseurs et climat des investissements

« Big picture »

5-6 Nos principales convictions

Scénario économique par région

8-10 Vue globale
11-15 États-Unis
16-19 Suisse
20-23 Zone Euro
24-26 Royaume-Uni
27-28 Japon
29-30 Chine
31-32 Émirats Arabes Unis
33-35 Marchés émergents

Perspectives et stratégies par classe d'actifs

38-40 Devises
41-43 Obligations internationales
44-45 Obligations suisses
46-48 Immobilier international
49 Immobilier suisse
50-52 Actions internationales - régions
53 Actions internationales - secteurs
54 Actions suisses
55 Actions suisses - secteurs
56-57 Matières premières
58 Alternatifs - Hedge funds & Private equity

Stratégie globale - Allocation d'actifs

60 Portefeuille CHF
61 Portefeuille EUR
62 Portefeuille USD

Thème d'investissement - Focus

64-66 La Fed doit infléchir sa politique pour éviter un risque systémique

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Le discours « hawkish » de la Fed stoppe net l'optimisme des investisseurs
- Ajustement brutal et rapide des courbes de taux
- Corrélation historique des classes d'actifs dans la baisse
- La diversification des risques passe par les matières premières
- Le déclin de l'inflation n'est pas encore assez convaincant
- Investisseurs tétanisés par la volatilité

Le mois de septembre se termine avec des résultats négatifs pour la plupart des classes d'actifs sur le mois, le trimestre et sur l'ensemble des neuf premiers mois dans un sentiment général marqué par une inquiétude extrême des investisseurs en fin de période. Les derniers jours du mois ont en effet encore été secoués par une volatilité forte sur les marchés de capitaux internationaux, qui ont vu notamment les rendements du Trésor US passer au-dessus de 4% sur toutes les échéances moyennes et longues pour la première fois depuis novembre 2007. Au cours des derniers mois, les incertitudes géopolitiques ont été reléguées progressivement au second plan, alors que les craintes liées à la persistance d'un niveau élevé d'inflation reprenaient largement le dessus. Malgré quelques signes encourageants de stabilisation des indices de prix aux Etats-Unis en juillet et en août, ayant provoqué un sursaut d'optimisme dans les marchés financiers, l'incertitude et la peur se sont à nouveau emparées des investisseurs.

Le durcissement de la politique monétaire de la Fed est alors devenu la principale source d'inquiétude affectant les marchés financiers. La position de plus en plus explicite de la Fed depuis Jackson Hole laissait de moins en moins de doutes quant à sa volonté de remonter fermement ses taux directeurs jusqu'à 4.6% pour la fin mars 2023 en procédant à 125 pdb de hausse d'ici la fin 2022, au risque de provoquer une récession et une hausse du chômage de 3.7% à 4.4% en 2023. Les risques croissants de récession, la crise énergétique en Europe et une inflation persistante, ainsi que les problèmes politiques du Royaume-Uni, ont aussi contribué à renforcer le climat d'incertitude qui a conduit 32 sur 33 classes d'actifs et régions de notre univers d'investissement à enregistrer une performance négative sur le mois. Elles étaient 29 pendant le trimestre et 30 depuis le début de l'année, dont les seules composantes en hausse étaient des matières premières. Le cash en dollars US aura largement profité de cette situation en s'imposant comme l'une des très rares solutions d'investissement dans un contexte d'exceptionnelle corrélation dans la baisse.

A la fin du 3ème trimestre, on constate donc une corrélation élevée entre toutes les classes d'actifs et régions rarement observée dans le passé et au sein de chaque classe d'actifs. Les marchés obligataires internationaux se sont effondrés de -19.89% en neuf mois, sans qu'aucun marché régional ne puisse s'affranchir de cette tendance négative. En Suisse, les indices obligataires chutaient aussi de -11.64% et enregistraient malgré tout l'une des moins mauvaises performances régionales, tandis que les obligations en livre sterling subissaient la plus forte baisse. Les marchés actions n'ont évidemment pas été immunisés contre cette remontée des taux et ont logiquement réagi à la progression des incertitudes. Ils ont ainsi vite perdu leur enthousiasme du début de l'été pour s'enfoncer dans les chiffres rouges. Les actions américaines et internationales chutaient d'environ -9.2% au cours du dernier mois du trimestre. La chute sur neuf mois de l'indice MSCI World de -25.42% reflétait aussi des performances régionales toutes assez négatives à l'image de la baisse aux Etats-Unis de -23.88%, en Europe de -20.4% ou dans les marchés émergents de -26.99%. Les actions suisses n'ont pas été épargnées et plongeaient également de -19.93%.

L'immobilier titrisé a peut-être été la classe d'actifs la plus sévèrement pénalisée par la remontée fulgurante des taux d'intérêt. L'effondrement de -29.36% des indices EPRA Nareit globaux est peut-être aussi lié à une liquidité et une négociabilité inférieure des fonds immobiliers qui a pu exacerber la tendance baissière au point de faire chuter les niveaux de valorisation de certains titres européens importants à moins de 50% de leur valeur comptable. Dans cet environnement très incertain, le Private equity plongeait aussi de -29.55%. Les matières premières ont été la seule classe d'actif à tirer son épingle du jeu dans ces conditions de marché compliquées. La hausse de +21.8% de l'indice S&P Goldman Sachs Commodities doit pourtant son excellent résultat absolu et relatif à la progression de +39.11% du segment énergie, ainsi qu'à la hausse des produits agricoles (+13.77%).

Sur le plan monétaire, le dollar aura été le grand gagnant de cette vague de hausses de taux d'intérêt. Sa progression de +8.12% contre le franc suisse témoigne de sa vigueur observée également contre toutes les autres devises.

En cette fin de trimestre, on constate aussi que toutes les stratégies diversifiées entre quelques classes d'actifs, à commencer par les stratégies classiques 60/40 ou 40/60 diversifiées entre actions et obligations qui enregistraient l'une des pires performances de leur histoire, n'ont pas résisté à la corrélation positive observée dans cette phase de baisse. La diversification des actifs incluant des matières premières a été la seule combinaison gagnante permettant de contrôler la volatilité et d'améliorer le résultat global.

La forte chute des marchés financiers a logiquement affecté la confiance des investisseurs qui ont encore réalisé ce trimestre que la simple stratégie d'achat sur faiblesse des cours ne fonctionnait plus. Ils hésitent logiquement désormais à anticiper une évolution un peu plus positive des divers paramètres influençant les marchés boursiers. Le régime de volatilité plus élevé de ces derniers mois n'encourage en effet pas à vouloir relever les signes positifs qui apparaissent pourtant. La diminution progressive de l'inflation mensuelle et en rythme annuel ou les éléments permettant d'envisager une diminution des tensions dans le marché de l'emploi sont encore aujourd'hui considérés comme insuffisants pour un réinvestissement des liquidités dans les marchés financiers.

Le mode « risk off » domine encore les marchés pour l'instant jusqu'à ce qu'un fléchissement de l'attitude de la Réserve fédérale soit envisageable. Nous estimons que celui-ci restera dépendant d'une évolution plus favorable de l'inflation ce qui n'est pour l'instant pas encore le cas.



Alain Freymond
Associé & CEO
BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- Risques croissants de net ralentissement économique en 2023
- L'inflation tarde à montrer des signes encourageants
- Risque élevé d'« overshooting » des banques centrales
- Le pire est certainement passé dans les marchés de capitaux

Risques croissants de net ralentissement économique en 2023

La croissance économique a déjà régulièrement faibli depuis plusieurs mois dans la majorité des pays, alors que les Etats-Unis enregistraient deux trimestres de récession. Mais cette tendance a malheureusement de fortes chances de se renforcer un peu plus en fin d'année 2022 et en 2023. La hausse des prix à la production et à la consommation a été jusqu'à présent le principal facteur affectant la dynamique économique mondiale par ses effets sur la contraction du pouvoir d'achat et de la demande. Désormais, c'est aussi la stratégie de lutte contre l'inflation mise en œuvre par les banques centrales qui renforce les facteurs déjà présents pouvant pousser un peu plus l'économie en récession. Les risques de récession s'intensifient donc par la combinaison d'un affaiblissement de la consommation lié à la chute du pouvoir d'achat des ménages et par la volonté des banques centrales de stopper l'inflation. La Réserve fédérale américaine a clairement indiqué vouloir réduire les tensions dans le marché de l'emploi et sur les salaires en provoquant de facto une hausse du chômage. La politique monétaire de la Fed est apparue de plus en plus déterminée depuis quelques semaines, l'objectif pour la fin du 1er trimestre 2023 ayant sensiblement progressé pour atteindre désormais 4.6%. De nouvelles hausses de taux directeurs pousseront le niveau actuel de 3.25% vers cet objectif en développant des effets négatifs sur les perspectives de croissance. Le durcissement des conditions monétaires devrait donc se poursuivre au cours des six prochains mois aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe. Le scénario macro-économique pour les six prochains mois restera très probablement affecté par ces facteurs négatifs aux effets durables. La confiance des ménages et des entreprises est au plus bas et n'a que peu de raisons de s'améliorer rapidement, en particulier si l'emploi se dégrade. L'économie mondiale s'approchera certainement d'une récession globale, mais l'évitera probablement grâce à la croissance de la Chine notamment. Les perspectives sont ainsi faibles pour les pays développés et les émergents. Le PIB ne devrait pas progresser de plus de +1% aux Etats-Unis et de +0.5% en Europe.

L'inflation tarde à montrer des signes encourageants

Les derniers mois ont encore été particulièrement difficiles pour les analystes en charge de déterminer l'évolution prochaine de l'inflation et pour les banques centrales désormais clairement impliquées et décidées à la maîtriser. Alors que les précédents trimestres voyaient régulièrement les statistiques pointer vers une progression nette des prix dans la plupart des pays sous l'influence de la hausse des cours des matières premières, le 3ème trimestre a été un peu plus contrasté. Sans encore marquer de nets signes de recul, certaines mesures d'inflation se sont un peu stabilisées. Du côté des prix à la production comme des indices de prix à la consommation, les données mensuelles ont souvent été en décélération, mais ont rarement montré une décroissance significative. Les signaux mixtes par exemple donnés par l'indice CPI américain en progression inquiétante de +1.3% en juin, a été suivi des mois de juillet (0%) et août (+0.1%) encourageants, avant le mois de septembre plus inquiétant à nouveau (+0.4%). Au cours des derniers mois, les cours des matières premières se sont plutôt détendus offrant ainsi un élément positif aux diverses mesures d'inflation. La contribution du segment énergie a clairement été positive en abaissant le niveau de l'inflation. Il n'en reste pas moins que d'autres contributeurs se sont avérés suffisamment résistants pour continuer de pousser les indices de prix. Les loyers ont en particulier de la peine à inverser la tendance de

hausse actuelle et soutiennent la hausse de l'inflation, comme d'autres segments des services. En séquences mensuelles, l'inflation montre malgré tout des indices encourageants de ralentissement. Les prévisions des banques centrales indiquent en général une inflation en recul à la fin de l'année 2022. Elles tablent sur un pic de l'inflation sans doute atteint au cours du 3ème trimestre qui sera suivi d'une décélération régulière et progressive. Alors que l'inflation est aujourd'hui de +8.1% (PCE + 4.9%), l'objectif de la Fed pour 2022 est de +4.5%, puis de +3.1% en 2023. La BCE voit de son côté l'inflation actuelle (+9.3%) se stabiliser à +8.1% en fin d'année et glisser à +5.5% en 2023. Malgré les effets de base favorables pour certains vecteurs des indices de prix, il semble clair que le déclin de l'inflation attendu ne se concrétisera pas rapidement. L'inertie de certaines tendances empêchera les indices de prix de fléchir aussi vite qu'espéré. Mais le ralentissement économique qui se concrétise de plus en plus aura nécessairement un impact sur l'évolution de l'équilibre entre l'offre et la demande de biens et de services. Sans escompter une chute rapide de l'inflation, nous estimons toutefois que le pic a certainement été déjà atteint.

Risque élevé d'« overshooting » des banques centrales

Les banques centrales font à nouveau trembler les marchés financiers par une attitude pouvant être perçue comme dogmatique. Après avoir longtemps clamé que l'inflation était un phénomène temporaire lié à la crise sanitaire, elles ont désormais totalement changé de cap en craignant qu'elle ne soit trop vigoureuse et soutenue par une activité économique trop forte. Les banquiers centraux avaient perdu leur crédibilité avant même l'éclatement de la crise géopolitique en février. Considérés déjà en retard dans la lutte contre l'inflation, la persistance de celle-ci à l'échelon mondial a confirmé leur manque de réalisme et d'anticipation. Ils se sont rendu compte tardivement que les frictions dans les chaînes d'approvisionnement induites par la remise en route de l'économie mondiale après la pandémie ne seraient pas temporaires. Nous évoquons déjà à ce moment que le nouveau défi majeur qui les attendait en 2022 serait de tenter de normaliser leurs politiques monétaires, après avoir injecté plusieurs trillions de dollars de liquidités, sans risquer de faire dérailler la croissance en marche.

Ils se sont engagés tardivement dans le processus de resserrement monétaire, alors que l'inflation semblait totalement déraiper et leur échapper. Aujourd'hui, pour restaurer leur crédibilité ils adoptent des stratégies agressives en soulignant leur détermination sans faille à mettre fin à cette dynamique. Ils n'ont pas peur des conséquences possibles d'une remontée majeure des taux directeurs estimée à près de 5% aujourd'hui à l'échéance de juin 2023 pour la Réserve fédérale. Ils n'ont pas peur non plus du resserrement des conditions monétaires qui est déjà aujourd'hui induit par la remontée brutale des taux d'intérêt sur l'ensemble des courbes de taux et qui affecte très significativement les conditions d'emprunt dans certains pays comme les Etats-Unis. Ils ne craignent pas non plus les effets directs sur le financement des entreprises ou sur le financement des investissements immobiliers des ménages, car c'est bien l'objectif qu'ils visent désormais. La lutte contre l'inflation passera certainement par une récession économique probable et une hausse du chômage voulue par la Fed. Cette dernière ne semble pas vouloir entendre parler d'un éventuel pivot de sa politique et rappelle qu'elle n'a pas l'intention

de changer de stratégie jusqu'à ce qu'elle soit certaine de voir l'inflation sous contrôle. Au rythme actuel de hausses des taux de 0.75% par décision, la Fed aura déjà remonté son taux directeur à 5% à la fin décembre par deux nouvelles hausses en novembre et décembre. Par conséquent, nous estimons que si elle procède effectivement à une hausse de 0.75% en novembre, il est probable que les prochaines hausses ne seront que de 0.5% ou 0.25%. Le momentum des hausses de taux devrait donc faiblir aux Etats-Unis. En Europe, le scénario est un peu différent, la BCE a débuté plus tardivement son action et fait face à une inflation plus résistante. Le momentum de ces décisions nous semble donc intact pour quelques mois.

Le pire est certainement passé dans les marchés de taux

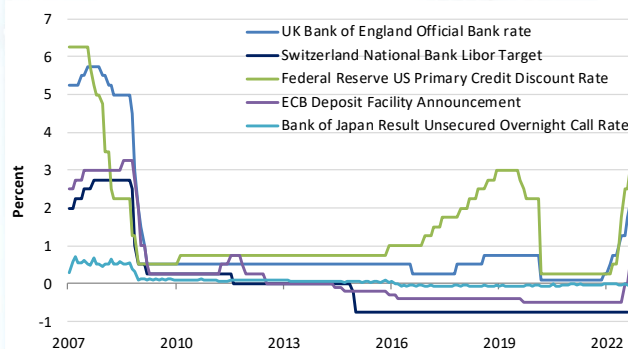
Le changement de politique monétaire annoncé en mars par la Réserve fédérale américaine avait marqué le top départ de l'ajustement historique des taux d'intérêt qui a eu lieu au cours des six derniers mois. Six mois de hausses des courbes de taux et d'effondrements des marchés obligataires qui ont provoqué des chutes de l'ordre de -20% des indices globaux. En deux séquences de hausses, interrompues seulement par une courte pause entre juin et juillet, les rendements à dix ans des débiteurs étatiques américains, britanniques et européens notamment se sont ajustés brutalement à l'évolution de l'inflation et aux stratégies des banques centrales. Ils progressaient ainsi même sensiblement plus rapidement que les taux à court terme pilotés par les banques centrales. Aux Etats-Unis les taux à dix ans ont bondi de 1.5% à 4%, tandis que les rendements du Trésor à deux ans s'ajustaient encore plus rapidement en passant de 0.7% à 4.5% en neuf mois. Les investisseurs ont ainsi presque immédiatement ajusté leurs anticipations de rendement sur toutes les échéances à l'objectif « annoncé » de la Fed de taux directeurs à 4.5%-5% à la fin juin. Cette évolution s'est aussi produite dans les autres marchés de capitaux dans un mouvement global de réajustement des anticipations rarement observé au cours des précédentes décennies, aussi bien sur les titres gouvernementaux que sur les obligations d'entreprises. Dès lors, les rendements actuels sur la plupart des échéances se situent déjà au-dessus des taux directeurs que les banques centrales s'apprêtent à monter. En d'autres termes, les taux à deux ans du Trésor US sont déjà 100 ppb plus haut que les taux directeurs actuels (3.5%) et ont déjà atteint l'objectif de 4.5% des Fed Funds attendus pour mars 2023. En comparaison historique, il faut remonter à octobre 2008 pour retrouver des rendements du Trésor américain offrant un taux de 4% à dix ans. Il est vrai qu'à cette date l'inflation culminait à 5.8% avant de s'effondrer à -2% en 2009 après la récession qui avait fait chuter le PIB de -4%. La politique monétaire de la Fed avait progressivement remonté les taux directeurs de 1% à 5.25% entre 2004 et 2007. Cette hausse de 4.25% des taux directeurs s'était faite progressivement en dix-sept étapes et en quatre ans. L'ajustement opéré par la Fed cette année est ainsi l'un des plus rapide de l'histoire économique récente avec un ajustement de 3% effectué en cinq étapes seulement et en à peine six mois. La situation actuelle est certainement différente, mais on peut estimer que les risques de « hard landing » sont tout de même significatifs et certainement sous-estimés par la banque centrale américaine qui a encore aujourd'hui de la peine à admettre que l'économie est déjà en récession depuis deux trimestres. Les signes sont pourtant là, mais en voulant absolument s'assurer de la fin des tensions dans le marché de l'emploi, la Fed risque bien de se rendre compte un peu tard des dégâts déjà causés à la conjoncture par le resserrement des conditions monétaires qui s'est mis en place aux Etats-Unis. Les risques d'« overshooting » de sa politique nous semblent importants et exacerbés par la réaction rapide des marchés obligataires. Aujourd'hui, la peur de l'inflation surpasse la crainte d'un ralentissement et les risques de récession.

La Fed peut éviter un « hard landing » et une entrée en déflation

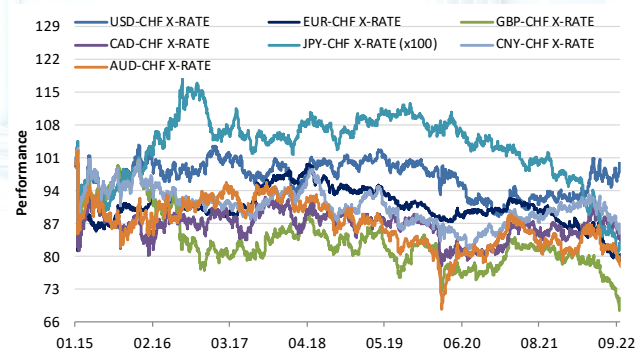
A vouloir montrer une détermination sans faille dans sa lutte contre l'inflation, le risque est aujourd'hui que la Fed poursuive trop longtemps sa politique de resserrement monétaire aux conséquences potentielles très négatives pour l'économie. L'inflation semble déjà en phase de déclin même si les données ne sont pas encore très lisibles. Historiquement, depuis les années 1920, il existe plusieurs exemples de durcissement de politique de la Fed qui ont eu des conséquences systémiques importantes. Le risque aujourd'hui est de croire que l'inflation sera persistante. Mais historiquement, on observe que les périodes d'inflation se sont corrigées en moyenne un peu plus d'un an après leur pic en retombant assez rapidement à environ 2%.

Une récession est en général intervenue dans les six mois suivant le sommet de l'inflation et finalement, le point bas de l'inflation après une période de récession était en moyenne de 0.1%. Dans une économie fortement endettée comme les Etats-Unis aujourd'hui, la hausse des taux directeurs et de l'ensemble des taux d'intérêt provoque une destruction rapide de la demande en lien avec la hausse du service de la dette qui vient s'ajouter aux effets de l'inflation sur la chute du pouvoir d'achat. Une proportion plus importante des revenus des ménages et des entreprises doit être dédiée au service de la dette et laisse donc un revenu disponible plus faible. L'action actuelle de la Fed nous semble à nouveau inappropriée, car elle espère un ralentissement conjoncturel qui pourrait bien se transformer en récession plus profonde qu'elle ne le souhaite. Chaque hausse de 0.75% de ses taux directeurs la rapproche du moment fatidique qui verra à la fois les effets de sa politique se produire au moment où les statistiques économiques montreront déjà une accélération de la faiblesse de l'économie vers une récession plus profonde qu'elle ne l'aurait souhaité. La Réserve fédérale peut néanmoins éviter ce scénario en n'optant pas pour une position trop dogmatique dans ses prochaines actions. Après la probable hausse de 0.75% de ses taux directeurs en novembre, elle devrait montrer une certaine flexibilité indispensable pour éviter le scénario de « hard landing » en adoptant une politique moins agressive de hausses limitées à 0.5% et à 0.25%.

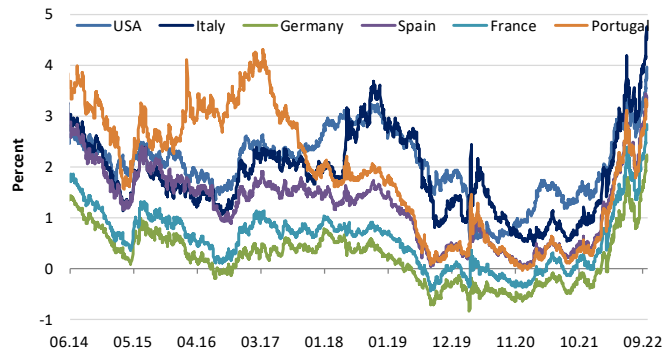
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



7 principales devises contre CHF (base 100)



Taux gouvernementaux à 10 ans





Renseignements

Vous pouvez en tout temps obtenir des renseignements en contactant BBGI Group SA :

T : + 41 22 595 96 11

F : + 41 22 595 96 12

E : reception@bbgi.ch

Ou en adressant vos demandes d'informations par courrier à l'adresse suivante :

BBGI Group SA
Place de Longemalle 1
1204 Genève

www.bbgi.ch

Informations importantes : Ce document et toutes les données et informations y figurant sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ces informations sont mises à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document est basé sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ce dernier ne peut être utilisé ou considéré comme un engagement des auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.



Nous ouvrons des horizons à nos élèves en créant une communauté éducative épanouie, diverse et inclusive.

Nos programmes d'étude et nos activités extrascolaires sont enseignés par des éducateurs d'exception. Nous offrons un parcours d'apprentissage personnalisé à chaque élève.

En tant qu'école visionnaire, nous guidons nos élèves pour qu'ils révèlent leur plein potentiel. Nous obtenons des résultats exceptionnels, avec un taux de réussite de 100 % dans nos cinq programmes de diplômes.

Nous nous réjouissons d'accueillir votre enfant de 2 à 18 ans dans notre école internationale (externat ou internat).

Contactez-nous à l'adresse **admissions@cdl.ch** ou via le **QR code** ci-dessous.



COLLÈGE DU LÉMAN
École Internationale · Genève



THE ART OF GIFTING



THE SOLITAIRE COLLECTION
INDIVIDUALITY IS TIMELESS

BUCHERER
FINE JEWELLERY

Rue du Rhône 45, 1204 Genève
Quai du Mont Blanc 1, 1201 Genève
bucherer.com