



Stratégie d'investissement

Avril 2023





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

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



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

39-41 Devises

42-44 Obligations internationales

45-46 Obligations suisses

47-49 Immobilier international

50 Immobilier suisse

51-53 Actions internationales - régions
54 Actions internationales - secteurs

55 Actions suisses

56 Actions suisses - secteurs

57-58 Matières premières

59 Alternatifs - Hedge funds & Private equity

Stratégie globale - Allocation d'actifs

61 Portefeuille CHF

62 Portefeuille EUR

63 Portefeuille USD

Thème d'investissement - Focus

65-68 Risques et opportunités d'une accélération de la dédollarisation de l'économie mondiale

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Valse des scénarios économiques rythmée par des vagues d'incertitudes
- Crise bancaire et menaces sur la stabilité du système financier
- Nouveau paradigme pour l'évolution des politiques monétaires
- Un premier trimestre globalement positif pour les actions et obligations
- Disparition progressives des principaux facteurs de risques de 2022
- Conditions relativement favorables pour les actifs financiers

Le premier trimestre 2023 avait débuté sur d'excellents auspices. Le mois de janvier et les premières semaines de février profitaient d'un scénario plutôt positif dans lequel l'évolution de l'inflation jouait un rôle central. Le mois de décembre voyait en effet un premier chiffre d'inflation proche de zéro (+0.1%) aux Etats-Unis qui laissait croire que la tendance de baisse des chiffres mensuels dans un nouveau régime d'inflation acceptable s'était effectivement mise en place. Après six mois, il semblait alors probable de voir cette tendance se maintenir en début d'année 2023. La Réserve fédérale laissait aussi entendre que le rythme de ses hausses de taux pouvait diminuer à 0.25% avec un taux cible maximum d'environ 5.0% à l'horizon de juin. Le scénario économique alors en place supposait un ralentissement progressif de la dynamique économique aux effets restrictifs sur l'inflation permettant d'envisager la fin prochaine de la hausse des taux directeurs. Un mois de janvier exceptionnel couronnait ces anticipations avant qu'elles ne se renversent complètement à la mi-février. La publication d'un rebond de l'inflation aux Etats-Unis en janvier à +0.5%, suivie d'un chiffre extraordinaire de créations d'emplois de 517k largement supérieur aux attentes de 189k, ont ensemble mis le feu aux poudres. La banque centrale s'est empressée de confirmer que si l'économie devait s'avérer toujours très forte, elle n'hésiterait pas à remonter plus longtemps et plus haut ses taux directeurs. Un changement brutal de scénario apparaissait, qualifié de « no-landina scenario », aux implications extrêmes sur les taux et les actifs financiers.

Un ajustement de 100 pdb des taux des Fed funds pour le mois de décembre 2023 était accompagné d'un mouvement similaire sur les rendements à court terme. Toutes les courbes de taux se sont alors ajustées à la hausse, sans envisager que ce scénario n'avait finalement que très peu de probabilités de se concrétiser. L'économie américaine était en effet bien moins résistante que ne le laissait entendre les données « lagging » du marché de l'emploi ou des loyers. Alors que le ralentissement conjoncturel semblait pourtant de plus en plus net dans de nombreuses autres statistiques économiques, le sentiment général restait affecté par les anticipations négatives d'une politique durablement restrictive pour les prochains mois et faisait chuter directement les performances des actifs financiers.

La crise bancaire du début mars a ensuite brutalement renforcé l'incertitude ambiante et provoqué un vent de panique de quelques jours faisant craindre qu'une nouvelle situation systémique similaire à celle de 2008 pouvait menacer gravement la pérennité du système financier international. Il aura suffi de quelques jours de panique pour faire tomber le Credit suisse et pousser les banques centrales et les gouvernements à adopter une attitude résolument déterminée par laquelle elles réaffirmaient la solidité du système bancaire tout en renversant totalement les politiques affichées jusqu'alors. Les banques centrales ont en effet rassuré les investisseurs et les épargnants en fournissant notamment toute la liquidité nécessaire à écarter tout risque systémique de contagion de la faillite de la SVB, faisant bondir le bilan de la Fed de 500 milliards, soit environ 6% en quelques jours. Le sauvetage du Credit suisse a eu un impact supérieur sur le bilan de la BNS estimé à plus de 20% de hausse. Ce revirement de tendance

constitue un tout nouveau paradigme pour les banques centrales qui révisent leur langage en affirmant être en mesure de découpler leurs politiques de lutte contre l'inflation en maintenant des taux directeurs élevés de celles visant à assurer la stabilité du système financier en injectant massivement des liquidités et en offrant des garanties de diverses natures.

Ce dernier épisode de gonflement des risques systémiques est encore loin d'avoir développé tous ses effets à moyen terme, mais à court terme le résultat est clair, les anticipations de taux directeurs se sont massivement réajustées. Les taux des Fed funds pour décembre ont chuté de 150 pdb, les Fed funds de juin sont désormais en dessous des taux directeurs actuels de 5%, impliquant une anticipation de baisse des taux de la Fed dans les prochains mois déjà. Les courbes de rendements se sont aussi corrigées, avec des baisses plus dramatiques sur les parties courtes. Le rendement des taux du trésor US à deux ans a ainsi chuté de 5.08% à 3.55% en à peine plus de deux semaines.

L'impact sur les cours des obligations a été immédiat, les performances du mois de mars sont dès lors positives dans tous les marchés et soutiennent les progressions enregistrées partout également sur les trois premiers mois de l'année. Globalement, les indices obligataires ont enregistré des performances de l'ordre de +3% sur le trimestre, les obligations australiennes réalisant la meilleure performance des marchés développés. Les marchés actions ont aussi rebondi en fin de mois avec la baisse des rendements et les assurances données par les banques centrales. En hausse de +3.09% sur le mois de mars, l'indice MSCI World boucle le trimestre sur une avancée satisfaisante de +7.7% et un rebond record pour les valeurs européennes de +14.3%. Les placements immobiliers titrisés restent en retrait de la reprise de fin de trimestre (+0.5%), mais les conditions leur sont aussi favorables pour un prochain rattrapage.

Le climat boursier de ce début de deuxième trimestre reste très affecté par les risques encore très présents de crise financière, mais la conviction s'est imposée que le cycle de hausse de taux était probablement terminé aux Etats-Unis. Si les prochaines statistiques confirment à la fois la faiblesse de la dynamique économique et une meilleure tendance en matière d'inflation, la baisse des rendements pourrait bien se poursuivre et soutenir un nouveau rallye haussier pour toutes les classes d'actifs. Quant aux matières premières, les perspectives devraient être fortement liées à la reprise de l'activité en Chine et en Inde. Si les cours de l'énergie et des métaux industriels ont de bonnes chances d'en profiter, les métaux précieux progresseront avec le soutien d'une baisse des taux et un affaiblissement du dollar.



Alain Freymond Associé & CEO BBGI Group



BIG PICTURE

Principales convictions

- Le scénario de « soft landing » mondial semble à nouveau le plus probable
- L'inflation reste un facteur déterminant de l'appréciation des risques
- Politiques monétaires à nouveau moins restrictives
- Ouverture de perspectives favorables pour les actifs financiers

Le scénario de « soft landing » mondial semble à nouveau le plus probable

Le trimestre en cours devrait déjà être celui qui écartera les craintes d'un « non-atterrissage » de l'économie américaine et aui validera à nouveau le scénario principal et le plus probable d'un ralentissement progressif de l'économie mondiale. Après avoir craint pendant quelques semaines en février et mars que l'économie américaine ne réagissait pas aux hausses de taux d'intérêt et poursuivait au contraire sa croissance sur une dynamique solide, désormais, probablement en raison en partie des effets induits indirects encore peu visibles de la crise bancaire du mois de mars, ces craintes se sont évanouies. Les investisseurs ont finalement pris en considération la détérioration pourtant déjà visible depuis plusieurs mois des conditions économiques aux Etats-Unis sur de nombreux fronts en intégrant aussi les effets potentiellement néfastes de cette crise sur les conditions d'octroi de crédits des banques. Les difficultés du secteur bancaire ne manqueront pas en effet d'affecter le processus d'attribution de crédit aux particuliers et aux entreprises, alors que les banques chercheront sans doute à améliorer leurs ratios de solvabilité.

Aux Etats-Unis les indicateurs avancés et coïncidents continuent de se dégrader et annoncent effectivement un fléchissement probable de l'activité économique. Toutefois, alors que le secteur manufacturier montre des signes de fléchissement et que la consommation des ménages glisse dangereusement au point de menacer l'économie d'une récession, le secteur des services encore une certaine résistance. En Europe, Les surprises économiques ont plutôt été positives pendant le dernier trimestre et le début d'année n'a pas provoqué de revirement sensible de situation. Les perspectives de croissance semblent dès lors un peu moins pessimistes pour l'ensemble de l'année et les attentes pour le 1er trimestre 2023 suggèrent une contraction limitée de -0.1% suivie d'un deuxième trimestre également en déclin de -0.2%. Au Royaume-Uni, le contexte économique semble aussi étonnamment résistant malgré le durcissement des conditions monétaires et la baisse du revenu disponible des ménages. Nous estimons cependant qu'une récession reste toujours probable, mais celle-ci pourrait finalement avoir des effets relativement limités. En Asie, l'économie japonaise a évité une récession technique en enregistrant une hausse annualisée de +0.1% de son PIB au quatrième trimestre 2022, confirmant la faiblesse attendue de la conjoncture. Les perspectives pour le 1er trimestre 2023 sont à peine meilleures, le PIB devant encore souffrir d'une consommation des ménages insuffisante. Le retour de la croissance chinoise suite à la fin de la politique de zéro Covid développera progressivement des effets positifs, compensant en partie une faiblesse des pays occidentaux.

L'inflation reste un facteur déterminant de l'appréciation des risques

L'évolution de l'inflation est depuis plusieurs années déjà un des principaux facteurs de risque à prendre en considération pour l'estimation des politiques monétaires qui seront adoptées par les banques centrales et dont les effets sur les taux d'intérêt et l'accès au financement affecteront de manière déterminante les valorisations des actifs financiers et le climat des investissements. Nous avions déjà alerté les investisseurs en 2020 sur les risques de dérapages inflationnistes directement liés aux politiques monétaires et budgétaires très expansives qui étaient menées dans la plupart des pays

occidentaux pour contenir les effets négatifs des politiques sanitaires de lutte contre la pandémie. Alors que les banques centrales considéraient encore l'apparition et le développement de l'inflation comme un facteur transitoire, nous relevions que l'expansion des liquidités ainsi que des taux d'intérêt abaissés à des niveaux historiques jamais vus dans certains pays finiraient par développer des effets plus durables sur les mesures d'inflation. La rhétorique des banques centrales ne s'est finalement ajustée à cette réalité que tardivement en ne reconnaissant la pérennité de l'inflation que lorsque la guerre en Ukraine renforçait les tendances déjà en place. Elles semblent aujourd'hui faire preuve de la même prudence excessive en ne prenant pas suffisamment en considération les forces en présence qui sont déjà en train de peser sur l'évolution des prix et en tardant à reconnaitre les progrès existants. En réitérant leur objectif de taux d'inflation de 2% elles ont tendance à minimiser les développements positifs en relevant trop dogmatiquement que ceux-ci sont encore insuffisants en regard de leurs attentes.

La décélération des prix est pourtant manifeste dans un certains nombre de pays, à commencer par les Etats-Unis, même si cette tendance est encore loin d'approcher l'objectif de la Fed. Par son action et ses déclarations, la Réserve fédérale américaine a soutenu un sentiment de déception permanente parmi les investisseurs en relevant systématiquement qu'elle maintiendrait une politique de lutte contre l'inflation aussi longtemps que son objectif ne serait pas atteint. Le régime d'inflation mensuelle a pourtant fortement changé entre les six premiers mois de 2022 et la période actuelle. Une amélioration particulièrement notable qui mériterait d'être évoquée avec un peu plus d'objectivité et moins de dogmatisme. Si l'inflation progressait à un rythme mensuel de +0.8% au premier semestre 2022, elle n'avance que de 0.28% par mois en moyenne depuis maintenant huit mois aux Etats-Unis. En projection sur douze mois, l'inflation américaine est désormais déjà proche de 3.4%, ce qui marque une diminution nette depuis le sommet de +9%/an atteint en juin 2022, dont la banque centrale pourrait déjà se satisfaire. Nous estimons pour notre part que l'inflation américaine est sur une pente descendante encourageante, qui sera certainement encore renforcée au cours des prochains mois par le ralentissement conjoncturel en cours. La situation de l'inflation reste différente au Royaume-Uni et en Europe. Dans les deux cas, elle ne devrait en effet pas pouvoir enregistrer des progrès aussi rapides que ceux attendus aux Etats-Unis. Mais à un horizon de douze mois, on devrait tout de même assister à une diminution des tensions permettant à l'inflation annuelle de s'établir en dessous de +4% tant aux Etats-Unis, qu'en Chine et au Japon. La zone euro restera un peu en retrait avec un indice des prix à la consommation probablement encore au-dessus de +5%.

La diminution progressive attendue de l'inflation à un niveau « acceptable » dans les principales économie est un facteur essentiel de l'appréciation des risques à venir. La tendance baissière annoncée nous semble suffisante pour influencer favorablement les politiques monétaires. Par ailleurs, la récente crise bancaire sera aussi prise en considération par les banques centrales qui considérerons sans doute qu'elle devrait développer des effets sur l'évolution de la demande et des prix, justifiant des politiques moins restrictives. Ce contexte permettra un réajustement à la baisse des rendements sur les marchés de capitaux en dollars notamment. Une telle amélioration conduira à un réajustement des paramètres de risques pour les marchés financiers dans les prochains trimestres.



Politiques monétaires à nouveau moins restrictives

Après un mois de février déjà marqué par l'apparition d'un scénario de « no landing » très improbable, ce sont les risques de récession qui sont à nouveau réapparus en mars. La faillite de la SVB et le choc de la disparition du Credit suisse dans une semaine à très hauts risques pour le secteur bancaire mondial et le système financier ont eu des répercussions sur la plupart des marchés financiers en provoquant notamment un vent de panique de quelques jours faisant craindre qu'une nouvelle situation systémique similaire à celle de 2008 pouvait menacer gravement la pérennité du système financier international. La réaction des principales autorités monétaires a été rapide et sérieuse, elles ont en effet largement réaffirmé la solidité du système bancaire tout en renversant totalement les politiques de QT affichées jusqu'alors. Elles ont en effet tout d'abord rassuré les investisseurs et les épargnants en fournissant notamment toute la liquidité nécessaire à écarter tout risque systémique de manière massive, abandonnant leur QT et renouant temporairement sans doute avec une forme de QE.

Ce revirement de tendance constitue un tout nouveau paradigme pour les banques centrales qui révisent leur langage en affirmant être en mesure de découpler leurs politiques de lutte contre l'inflation d'une part, en maintenant des taux directeurs élevés, et d'autre part celles visant à assurer la stabilité du système financier en injectant massivement des liquidités et en offrant des garanties de diverses natures. Les anticipations de taux directeurs futurs se sont immédiatement modifiées avec une chute conjointe des rendements obligataires de l'ordre de 100 pdb. Les Fed Funds sont désormais inférieurs pour l'échéance de juin déjà au taux directeur actuel pratiqué par la Réserve fédérale. C'est désormais un nouveau paradigme pour la politique monétaire perçue comme ayant déjà atteint son zénith et proche d'une phase de détente au Etats-Unis.

Le 2ème trimestre sera clairement caractérisé par la fin de la convergence des politiques monétaires entre toutes les banques centrales. Une partie d'entre-elles marqueront la fin du cycle de resserrement monétaire pendant cette période par une pause dans leur processus de hausse de taux directeurs. Ce sera notamment le cas pour la Fed, qui devrait désormais s'abstenir de relever ses taux directeurs avant de procéder à un assouplissement ultérieur, peut-être en fin d'année, si le ralentissement conjoncturel s'avère être plus sévère et plus profond qu'attendu. Pour la BCE et la BoE, le chemin est plus incertain, elles devront encore procéder à quelques hausses avant d'atteindre leur point d'inflexion, tandis qu'au Japon, la politique monétaire restera accommodante.

Détente et stabilisation sur les courbes de taux

La crise bancaire et les interrogations sur la stabilité du système financier en mars ont provoqué un renversement complet de prévisions sur l'évolution prochaine de la politique monétaire et un fort réajustement des anticipations sur les marchés obligataires, alors que le scénario de « soft landing », ou même de récession, redevenait plus consensuel comme nous l'attendions. La chute des rendements à court terme a été rapide et complètement corrélée à l'ajustement des attentes en matière de Fed Fund Futures, mais elle s'est aussi avérée significative sur les plus longues échéances. Les rendements obligataires se sont détendus un peu partout et se sont stabilisés depuis très en dessous des sommets atteints en octobre 2022. Nous estimons que dans ce contexte plus faible sur le plan économique, les risques d'une nouvelle relance de l'inflation sont très inférieurs aux chances de voir l'évolution des prix ralentir plus nettement et décliner au cours des prochains mois aux Etats-Unis. Les courbes de taux se sont aplaties avec la baisse des rendements plus marquée sur les échéances courtes. Le différentiel de taux entre les obligations du Trésor US à 2 et 10 ans est passé de 110 pdb à 60 pdb, retrouvant le niveau de l'été 2022

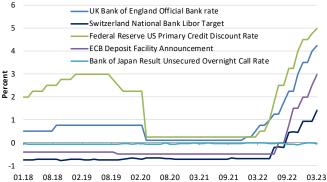
Dans ce contexte, la corrélation observée en 2022 dans les marchés obligataires ne se poursuivra pas en 2023, les politiques monétaires et les perspectives d'inflation étant suffisamment différentes pour provoquer des mouvements opposés en Europe, au Royaume-Uni et au Japon en particulier.

Ouverture de perspectives favorables pour les actifs financiers

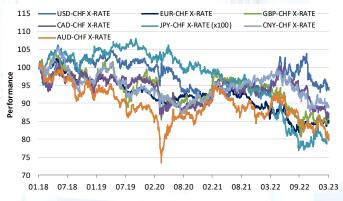
L'inflation restera le principal facteur à surveiller au cours des prochains mois, mais une détente des prix reste le scénario le plus probable compte tenu de la situation plus difficile pour la consommation et la croissance économique. Le ralentissement en cours devrait apporter un soutien aux prévisions de fléchissement de certaines courbes de rendements, alors que le retour du QE et une hausse de la liquidité mondiale pourraient aussi contribuer à cette tendance.

Les actifs financiers devraient profiter de ce changement de sentiment et de paradigme issu du bouleversement complet du scénario macroéconomique et des anticipations de taux. Après un premier trimestre particulièrement incertain et versatile, le climat boursier n'a malheureusement pas encore retrouvé de sérénité en ce début de printemps. Mais un abaissement des tensions inflationnistes et des incertitudes sur les taux aura cependant un impact positif pour les marchés de capitaux et pour l'immobilier titrisé. En ce qui concerne les actions, la saison de publications des résultats du 1 er trimestre ne devrait pas déjà être affectée par la perspective d'un ralentissement conjoncturel, les attentes de croissance des bénéfices étant déjà plutôt faibles pour l'ensemble de l'année.

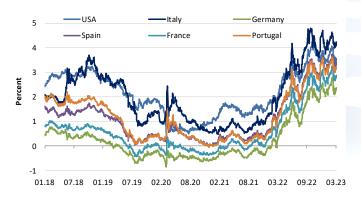
Taux directeurs (EUR, CHF, GBP, USD, JPY)



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, llé 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.



Pour l'é

Des camps pour tous les goûts de 4 à 18 ans

Quand vient le temps des vacances, le Collège du Léman offre aux enfants dès l'âge de 4 ans l'opportunité de prendre part à des camps de jour ou résidentiels, dans un environnement international. De nombreuses activités sont proposées pour les goûts de chaque enfant parmi danse, trapèze volant, pâtisserie, équitation, arts, excursions et bien plus. Inscrivez-vous dès aujourd'hui!









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