



Stratégie d'investissement

Octobre 2023



"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

64-67 Perspectives à nouveau positives pour le cours de l'or

INTRODUCTION

Lettre aux investisseurs - Climat des investissements

- Marché obligataire US sous triple influence
- Evolution plutôt rassurante des paramètres économiques
- Régime d'inflation en phase d'amélioration
- Politique monétaire trop restrictive aux Etats-Unis
- Une fin de trimestre marquée par l'irrationalité de la hausse des taux
- Perspectives plus favorables pour la fin de l'année

Le troisième trimestre a été fortement marqué par l'évolution surprenante des taux d'intérêt aux Etats-Unis qui a très nettement perturbé le climat boursier de l'été. Après quelques semaines de progression limitées en juillet et août, c'est en fait pendant le mois de septembre que l'accélération des taux longs s'est manifestée de manière extrêmement rapide provoquant une montée rapide des incertitudes. Cette progression surprise semblait d'ailleurs tout à fait irrationnelle en regard de la situation économique réelle en phase de fléchissement. La hausse de pratiquement 70 ppb des taux à dix ans à 4.7%, apparaissait en fait totalement déconnectée à l'évolution de l'économie, dont les nombreux signes de ralentissement auraient dû au contraire abaisser les exigences de rendement des investisseurs. Le ralentissement conjoncturel en cours et un régime d'inflation plus apaisé n'ont donc pas fait le poids face à l'influence triple des besoins élevés de financement du Trésor US, de la stratégie de réduction du bilan de la Fed et de ses commentaires « hawkish » inquiétants. Depuis l'accord ayant permis de relever le plafond de la dette du Trésor américain en juillet, celui-ci a très rapidement procédé à une hausse massive de ses émissions, augmentant ainsi l'offre d'obligations gouvernementales dans le marché de plusieurs centaines de milliards de dollars en quelques mois. Dans le même temps, la Réserve fédérale réduisait aussi drastiquement la taille de son bilan en vendant des obligations du Trésor et en réduisant de facto la masse monétaire en circulation. Cet afflux d'offre pendant l'été n'a été digéré par les marchés qu'au prix d'une hausse de taux injustifiée par les paramètres économiques fondamentaux. Toujours trop orientées vers le contrôle de l'inflation malgré des tendances baissières des indices CPI et PPI meilleures qu'attendues, les autorités monétaires suggéraient toujours de potentielles nouvelles hausses de taux directeurs ne cessant pas d'inquiéter les marchés financiers. Malgré de nombreux signes pointant vers un ralentissement de plus en plus perceptible de la croissance, y compris dans le marché de l'emploi, cette triple influence a poussé les taux longs à la hausse au point de créer des conditions de plus en plus difficiles en matière de financement de la consommation et des investissements pour les mois à venir. En effet, la hausse des taux nominaux en phase de contraction de l'inflation a fortement poussé les taux réels à des niveaux peut-être déjà insoutenables, augmentant de ce fait drastiquement les risques de chute de la demande et de la croissance économique. Par son action double sur les taux courts et longs, la Fed nous semble mettre en œuvre une politique monétaire qui apparaîtra probablement trop restrictive dans quelques mois. Même si elle cherche à peser sur l'ensemble de la courbe de taux par son action, elle n'a probablement pas encore mesuré l'importance du coup de frein qu'elle impose à l'économie. La politique monétaire de la Fed nous semble ainsi excessive et la croissance américaine pourrait finalement ne pas résister à ces nouvelles pressions. Les développements récents peuvent en effet remettre en question le scénario de « soft landing » et relancer les risques de récession pour 2024. La banque centrale américaine avait eu tort de juger l'inflation transitoire avant de reconnaître la nécessité d'ajuster sa politique monétaire un peu trop tard en 2022 avec les conséquences connues aujourd'hui. Nous craignons que désormais elle ne soit toujours pas suffisamment capable de mesurer les risques de sa politique restrictive qui pourrait à nouveau l'empêcher de

réaliser l'atterrissage en douceur de l'économie qui semblait pourtant possible. La fin du trimestre a donc été marquée par l'irrationalité du marché américain des capitaux qui a subi des hausses de taux sur toutes les échéances, injustifiées par les paramètres économiques connus et attendus. Le troisième trimestre aurait dû être favorablement influencé par un ralentissement conjoncturel ordonné aux Etats-Unis et par une croissance finalement moins négative qu'attendue en Europe, ainsi que par des signes très encourageants en matière d'inflation et par la diminution des risques de hausses de taux directeurs. Les tensions sur les taux US ont provoqué une chute conjointe des marchés de capitaux dans la plupart des régions pendant le trimestre, seul le marché suisse parvenait à terminer le trimestre sans perte (+0.06%), alors que tous les principaux marchés chutaient d'environ -3.59% en moyenne. Sans surprise, de telles hausses de taux ne pouvaient rester sans effet sur les autres actifs financiers, les marchés actions subissaient aussi des dégagements importants en fin de période poussant la plupart des indices à la baisse. Le marché suisse (-3.32%) s'inscrivait dans la même tendance que l'indice MSCI monde (-3.46%). La plupart des marchés régionaux enregistraient des baisses similaires, à l'exception de l'indice FTSE en légère progression. Les marchés immobiliers titrisés n'échappaient pas non plus à cette tendance. La hausse des coûts de financement a ainsi plus fortement affecté le marché américain en nette contraction de -7.19%, soit un déclin deux fois plus important que celui constaté en Asie (-4.3%). Le marché européen réagissait favorablement à la baisse de l'inflation et au pilotage relativement mesuré de sa politique monétaire par la BCE en enregistrant enfin un rebond significatif de +7.02% constituant le meilleur résultat parmi les indices nationaux. Les fonds de placement immobiliers suisses ont aussi profité d'un contexte de taux stables et d'agios historiquement très faibles pour légèrement rebondir de +0.43%. Du côté des matières premières, il faut relever la performance exceptionnelle des prix de l'énergie qui ont bondi de +28.79% au cours du trimestre. Cette progression n'a pas été soutenue par une reprise de la demande chinoise mais par un contrôle plus efficace de l'offre essentiellement orchestré par l'OPEP et par l'Arabie saoudite en particulier. La hausse de l'indice global des matières premières de +15.98% est donc bienvenue pour toutes les stratégies d'investissement diversifiées qui, comme en 2022, ont profité de la décorrélation de cette classe d'actifs alors que les marchés traditionnels obligataires et actions enregistraient des performances négatives sur la période. Le dernier trimestre devrait être marqué par de nouvelles évidences de ralentissement conjoncturel et notamment par un affaiblissement du marché du travail ainsi que par des tendances toujours positives en matière d'inflation. Dans ce contexte, les craintes de nouvelles hausses de taux devraient diminuer et favoriser un ajustement à la baisse des courbes de rendements en dollars. Ce contexte favorable pour les actifs financiers et les matières premières pourrait toutefois être négatif pour le billet vert.



Alain Freymond
Associé & CEO
BBGI Group

BIG PICTURE

Principales convictions

- Dangereux aplatissement de la courbe des taux US
- La Réserve fédérale va manquer son objectif
- Ajustements des taux à la baisse plus rapides et intenses
- Perspectives positives pour les marchés financiers

Dangereux aplatissement de la courbe des taux US

La courbe des taux aux Etats-Unis a subi récemment un aplatissement très significatif que nous considérons particulièrement inapproprié aux conditions économiques actuelles et qui menace à nouveau le scénario de « soft landing » qui avait pourtant de bonnes probabilités de se concrétiser jusqu'alors. En fin de trimestre précédent, l'écart de rendement entre les échéances courtes du Trésor américain (2 ans) et les échéances longues à dix ans avait atteint -110 pdb, reflétant une inversion de la courbe essentiellement provoquée par la hausse régulière des taux directeurs de la Fed et par le fléchissement des taux longs motivée par les succès obtenus sur le front de l'inflation. La baisse de l'inflation à environ 3% pour le CPI et -3% pour le PPI (NSA) en juin, permettait alors un abaissement des anticipations inflationnistes pour 2024 et pour les années suivantes en dessous de 3%. Dans ce contexte, le rendement du Trésor à deux ans se stabilisait un peu en dessous de 5%, significativement plus bas que le niveau des taux directeurs de 5.5%, alors que les taux à dix ans terminaient le trimestre autour de 3.7%. Cette inversion logique en phase de fin de cycle de hausse des taux directeurs et d'anticipation de ralentissement conjoncturel à venir s'est brutalement corrigée de manière inattendue et extrêmement rare d'un point de vue historique. En temps normal, l'aplatissement de courbe de taux intervient par un assouplissement de politique monétaire lorsque l'inflation se normalise et que le ralentissement conjoncturel ou la récession se matérialise. Au cours des derniers mois, la contraction du « spread » s'est au contraire produite par une hausse des taux longs alors que les échéances courtes restaient inchangées. Les taux à deux ans sont en effet toujours à 5% à la fin septembre, reflétant plutôt des attentes positives pour l'inflation en 2024 et 2025, ainsi que la fin probable du cycle de hausse des taux directeurs suite à la pause annoncée en septembre par la Fed. Sur les plus longues échéances et notamment les taux à dix ans, une hausse surprise de 100 pdb a poussé les rendements à 4.8% à l'heure où nous écrivons ces lignes. Le spread s'est donc réduit de -110 pdb à seulement -30 pdb en trois mois, alors que les perspectives économiques et les risques d'accélération de l'inflation faiblissaient.

Cette situation est tout à fait exceptionnelle et inquiétante puisqu'elle durcit brutalement et très significativement les conditions de crédit et de financement pour tous les acteurs et agents économiques, y compris le Trésor US, de manière drastique et inquiétante pour les perspectives de croissance de l'économie américaine. En ce qui concerne les ménages, la hausse du coût de financement hypothécaire à 30 ans de 7.1% à 7.9% pendant le trimestre réduit encore un peu plus l'accès à l'immobilier et augmente le service de la dette hypothécaire au moment où la consommation est aussi fragilisée par la hausse du coût du crédit. Alors que l'économie américaine montrait des signes croissants de fléchissement de la conjoncture, cet aplatissement de la courbe de taux nous semble un indicateur particulièrement négatif pour les perspectives de fin d'année et du 1er semestre 2024. Le scénario de « soft landing » que nous avons décrit depuis le début de l'année comme le principal scénario économique pour les Etats-Unis en 2023 est pourtant bien toujours en place et devrait s'avérer exact pour le 4ème trimestre consécutif. Cependant, nous envisageons désormais une plus grande probabilité de ralentissement plus sévère en début 2024 si les conditions actuelles restent inchangées sur les courbes de rendements aux Etats-Unis.

La Réserve fédérale va manquer son objectif

La banque centrale américaine risque bien désormais de manquer son objectif d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine par une politique monétaire finalement trop agressive et menée sur deux fronts en même temps à dessein. Si elle n'a peut-être pas l'intention de provoquer une récession en 2024 en période électorale présidentielle, elle est en tout cas en train de créer désormais toutes les conditions pour qu'un tel scénario finisse par se matérialiser. En effet, la politique monétaire de la Fed est en général essentiellement évaluée par les investisseurs au travers de décisions annoncées de relèvement des taux directeurs et des perspectives de futures hausses. Historiquement, c'était en effet le principal facteur de pilotage de la Fed, mais depuis l'introduction du « quantitative easing » et l'explosion de la taille du bilan de la banque centrale, celle-ci peut intervenir efficacement sur toute la « yield curve » et influencer plus largement les conditions de financement sur l'ensemble des maturités. Entre juin 2022 et septembre 2023, la Fed a monté ses taux directeurs à onze reprises de 0.25% à 5.5% dans l'un des plus rapides cycles de resserrement des conditions monétaires de l'histoire récente. Ces décisions n'ont échappé à aucun investisseur, mais la réduction de la taille du bilan de la Fed qui a été mis en place pendant cette période a cependant été beaucoup moins médiatisée. Le « quantitative tightening » de la Fed a pourtant réduit de 1000 milliards de dollars la taille de son bilan, soit de près 12%. Entre avril et septembre 2023, ce sont environ 700 milliards de dollars d'obligations du Trésor US qui ont ainsi été vendues par la Fed dans le marché des capitaux, alors que le Trésor US émettait au cours des trois derniers mois 1'400 milliards de dette supplémentaire grâce au relèvement du plafond de la dette obtenu en juillet des représentants politiques élus. La conjonction de ces développements a certainement été la principale cause de la très forte progression des rendements sur toutes les échéances plus longues des courbes de rendement. La pause annoncée par le président J. Powell serait une bonne nouvelle si elle n'était pas accompagnée à nouveau par les mêmes avertissements des autorités monétaires rappelant que les taux resteraient plus hauts plus longtemps pour s'assurer d'un retour de l'inflation vers l'objectif annoncé de 2%.

La Fed est-elle consciente qu'elle freine des quatre fers l'activité économique en provoquant une hausse de l'ensemble de la courbe de taux par son « quantitative tightening » ?

Sans doute qu'elle ne mesure pas encore les risques pourtant très importants d'un impact potentiellement brutal sur la conjoncture puisqu'elle ne semble pas avoir réduit son programme de ventes de titres au cours des derniers mois malgré la hausse très nette des coûts de financement pour tous les agents économiques en fin de trimestre.

La réserve fédérale avait trop longtemps totalement sous-estimé l'évolution de l'inflation en 2021 en déclarant régulièrement qu'elle était transitoire avant de se raviser un peu tardivement en fin de premier trimestre 2022 face aux évidences. Depuis mars 2022, elle lutte finalement très fermement contre l'inflation jusqu'à ce jour au point de ne pas vouloir prendre en considération les progrès déjà très significatifs enregistrés par les indices de prix à la consommation et les indices de prix à la production.

Après avoir été largement en retard dans sa lutte contre l'inflation, la Fed est peut-être aujourd'hui toujours trop lente à considérer les probabilités pourtant croissantes de ralentissement conjoncturel lié à la hausse du coût de financement. Alors qu'elle pourrait sans doute atteindre l'objectif de « soft landing » en pilotant plus finement sa politique de « quantitative tightening » et en stoppant temporairement au moins ses ventes d'obligations, elle est pour l'instant à l'origine de la hausse généralisée du coût du crédit. Nous estimons que sans une interruption immédiate de celles-ci qui permettrait une détente des « yield curves », les risques des récessions sont en train de s'accroître significativement pour le début 2024.

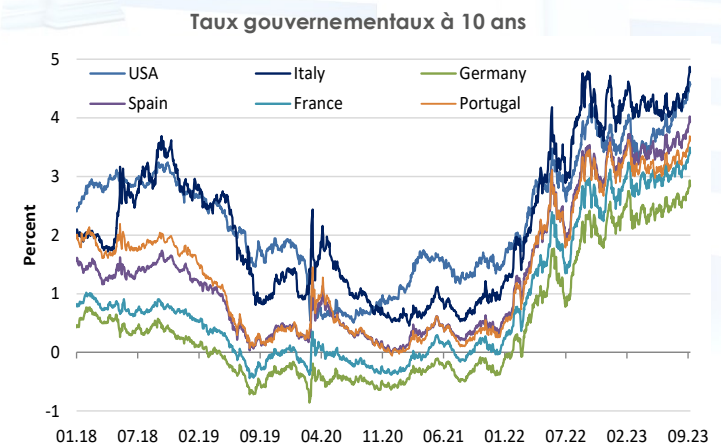
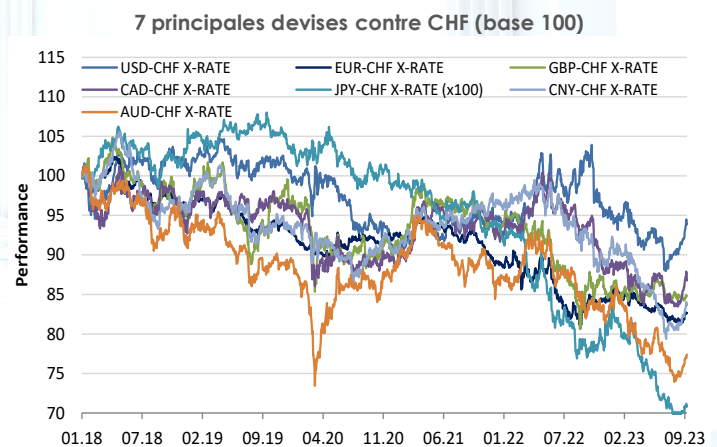
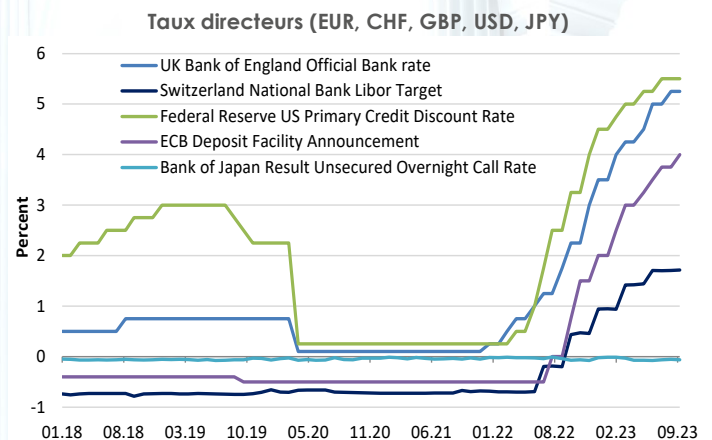
Ajustements des taux à la baisse plus rapides et intenses

Nous envisageons deux scénarios possibles pour les prochains mois d'une réaction de la Fed dans le premier cas et d'une absence de réaction dans l'autre, alors que les conditions économiques se dégraderaient progressivement sans une très nette amélioration de l'inflation. Dans le premier cas, la Réserve fédérale serait sur le point d'accepter l'idée qu'un ralentissement conjoncturel est en cours et que celui-ci pourrait rapidement s'aggraver si les coûts de financement restaient tendus comme ils le sont aujourd'hui. Elle considérerait alors peut-être déjà suffisantes les améliorations visibles dans le marché du travail pour accepter de flexibiliser sa politique de « quantitative tightening » en mettant en œuvre une pause similaire à celle décidée pour ses taux directeurs dans les prochains mois. Une détente sur les courbes de taux pourrait alors se mettre en place, notamment si les besoins de financement du Trésor se normalisaient aussi au cours du dernier trimestre. Une diminution des tensions sur les courbes de taux permettrait d'envisager à nouveau le scénario de « soft landing » comme le principal scénario de début 2024. A contrario, si la Fed devait encore attendre des éléments supplémentaires pour mesurer la perte de dynamique économique en cours et maintenir dans cette attente sa politique de double action sur les taux, les risques de récession devraient rapidement croître et probablement se matérialiser à cours du 1er semestre 2024. L'appréciation de la situation et des risques par la Fed sera déterminante au cours des prochains mois et pourrait précipiter un changement de perception dans les marchés financiers des probabilités d'une récession. Nous estimons que la banque centrale américaine restera malheureusement trop concernée par des données mensuelles d'inflation en phase de normalisation plus lente désormais qu'au cours des précédents mois ce qui ne devrait pas l'engager à modifier sa politique actuelle. Elle poursuivra dans ce cas en fin d'année très certainement sa politique actuelle caractérisée par un « quantitative tightening » résolu et régulier, par des taux directeurs élevés et stables, mais accompagnés de commentaires et d'avertissements inchangés sur le fonds quant à la possibilité de monter plus haut si nécessaire ses taux directeurs à l'avenir. L'évolution prochaine des courbes de taux semble donc encore étroitement liée à l'intensité du QT et de la décision de la Fed de réduire son amplitude. Mais désormais, en raison de la forte progression des taux nominaux et des taux réels, il nous semble toutefois que l'économie américaine devrait montrer de plus en plus de signes de ralentissement. Dans ce contexte, nous estimons qu'un faisceau croissant de statistiques pointant vers un ralentissement conjoncturel se concrétisera au cours du 4ème trimestre et permettra une détente des rendements sans qu'une intervention de la Fed ne soit observée dans les prochains mois. La partie courte des courbes de rendement ne sera donc pas fortement touchée dans un premier temps, l'essentiel des ajustements ayant lieu sur les maturités plus longues. Un nouvel accroissement de l'inversion des courbes de taux pourrait rapidement s'observer jusqu'à retrouver le niveau de -110 pdb atteint en juin 2023.

Si la banque centrale maintient malgré tout sa politique au cours de l'automne comme nous le prévoyons, les risques d'un ralentissement plus prononcé qu'escompté nous semblent désormais plus significatifs et seront pris en considération par les marchés. Le scénario conjoncturel principal actuel favorisant un « soft landing » pourrait dès lors rapidement être remis en question en faveur d'un nouveau scénario de récession possible, qui serait alors en grande partie dû à la politique monétaire trop restrictive menée par la Réserve fédérale pendant le second semestre 2023. Nous estimons que celle-ci devra alors changer de politique et abaisser ses taux directeurs plus rapidement qu'elle ne l'envisage et que ne le prévoient les marchés financiers aujourd'hui. L'assouplissement des taux directeurs attendus pour la fin 2024 interviendra selon nous bien avant la fin du 1er semestre et devrait être accompagné d'une pause du QT.

Amélioration du climat des investissements

Après le choc de taux du 3ème trimestre qui a provoqué des corrections notables de la plupart des actifs financiers, le 4ème trimestre devrait au contraire être caractérisé par une stabilisation initiale qui sera suivie d'un ajustement à la baisse des courbes de taux aux Etats-Unis. Cette évolution ne devrait pas être suivie des mêmes développements en Europe et dans les autres pays développés en raison de niveaux d'inflation encore un peu élevés, mais globalement l'environnement de taux d'intérêt et de politiques monétaires devrait se détendre avec le ralentissement conjoncturel attendu et la diminution des craintes de nouvelles hausses de taux directeurs. Un tel contexte sera particulièrement favorable aux marchés des capitaux en USD et aux maturités longues en particulier. L'immobilier titrisé profitera également de l'abaissement des tensions sur les taux dans la plupart des régions. Cela devrait également être le cas dans les marchés actions. Cette amélioration du climat des investissements favorable à l'ensemble des classes d'actifs devrait s'installer et développer des effets positifs au cours du trimestre, à moins que les signes de récession s'accroissent et fassent craindre une chute des profits des entreprises en 2024 qui remettrait en question les facteurs de soutien au marché actions.





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

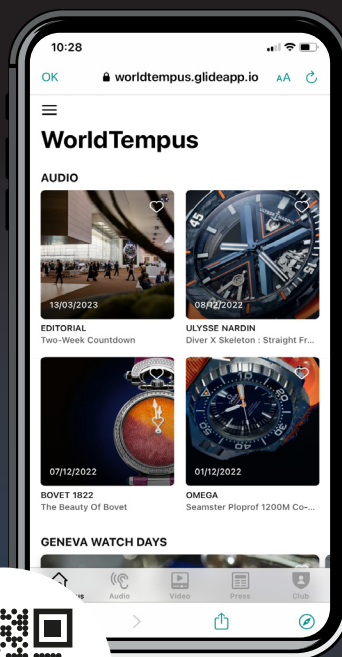
Informations importantes : Ce document et toutes les données et informations y figurant sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ces informations sont mises à disposition à titre informatif et ne constituent 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.

GMT PUBLISHING

the 360° publishing company
which opens you the doors of fine watchmaking



GMT, Swiss edition
or GCC edition



Audio articles and
videos of *WorldTempus.com*



Club : VIP visits and limited
editions for members



The cult collection of the
Millennium Watch Book



Pour la vie

Le Collège du Léman est une école et un internat international qui accueille les enfants âgés de 2 à 18 ans.

En nous rejoignant, votre enfant fera partie intégrante d'une grande famille inclusive, où nos enseignants dévoués offrent un accompagnement sur mesure, qui permet à chaque élève de révéler son plein potentiel. Le taux de réussite de 100 % pour nos cinq diplômes témoigne des excellents résultats de nos élèves.

Contactez-nous à admissions@cdl.ch ou via le QR code.

cdl.ch/fr



COLLÈGE DU LÉMAN
International School · Geneva





BUCHERER
FINE JEWELLERY

Designed with the modern woman in mind and handmade by masters of their craft in the brand's atelier in Switzerland, Bucherer Fine Jewellery has created Rock Diamonds. Not only is this new collection of jewellery testament to the brand's

savoir-faire in gem-setting, but even more so an ode to all the bold and fearless women out there. At the centre of each piece lies the collection's key distinguishing feature, the trapezoid cut diamond, bursting with self-confidence and strength.

