

NEWSLETTER

Sébastien Gyger, Directeur des Investissements

« De très bon à bon »

Le variant Delta est resté au centre de l'attention, les taux d'infection ayant augmenté aux États-Unis et dans certaines régions d'Asie, où des restrictions ont été réintroduites. L'économie américaine a affiché une croissance annualisée de 6,5 % au deuxième trimestre et aurait été nettement plus forte sans un nouveau déstockage et des goulets d'étranglement. Globalement, les enquêtes auprès des entreprises sont restées fermement expansionnistes en juillet mais montrent que le pic d'activité a été atteint. Selon le dernier FOMC, les responsables de la Fed se rapprochent du moment où ils pourront commencer à réduire le soutien à l'économie américaine, même si des progrès substantiels doivent encore être réalisés. De son côté, la BCE a adopté un objectif d'inflation symétrique de 2 % au lieu de son objectif précédent de maintenir l'inflation à un niveau proche mais légèrement inférieur à 2 %.

Evolution des marchés

Les actions mondiales ont gagné +0,7 % le mois dernier, les États-Unis et l'Europe surperformant (S&P500 +2,4 %, Nasdaq +1,2 %, Stoxx 600 +2,1 %). Les marchés émergents (MSCI EM -6,7 %, MSCI EM Asia -8,1 %) ont souffert de la pression réglementaire accrue en Chine (CSI 300 -7,4 %, Hang Seng -9,6 %). Malgré la hausse de l'inflation, les taux américains ont sensiblement baissé (US 10Y -25bps à 1,22 %) en raison des craintes sur la croissance économique dues au variant Delta et à l'ancrage solide des anticipations d'inflation. Le dollar américain est resté pratiquement inchangé (DXY -0,1%, EURUSD +0,2% à 1,1870). Dans le même temps, le pétrole était en légère hausse (WTI +0,7%) après que l'OPEP élargie ait finalement trouvé un compromis sur l'augmentation progressive de l'offre de pétrole, alors que l'immobilier coté global (+3,9%) et l'or (+2,4%) ont été les deux gagnants du mois dernier.

En Suisse, la performance des indices de la prévoyance est positive en juillet, à +0,9 % pour la LPP25+ et +0,8 % pour la LPP40+, ce qui porte leur performance sur l'année à 5,2 % et 8,5 %, respectivement.

Performances des marchés à fin juillet 2021

Marchés Actions	Cours	Variation depuis	Variation depuis	Marchés obligataires et alternatifs	Cours	Variation depuis	Variation depuis
	30.07.2021	30.06.2021	31.12.2020		30.07.2021	30.06.2021	31.12.2020
<i>Indice</i>				<i>Taux souverains</i>			
MSCI Monde	724.2	0.69%	13.08%	Allemagne 10 ans	-0.46	-25 Bps	11 Bps
<i>Etats Unis</i>				France 10 ans	-0.11	-23 Bps	23 Bps
Dow Jones	34935.5	1.34%	15.31%	Italie 10 ans	0.62	-20 Bps	8 Bps
S&P 500	4395.3	2.38%	17.99%	Etats-Unis 10 ans	1.22	-25 Bps	31 Bps
Nasdaq Comp	14672.7	1.19%	14.26%	<i>Dette</i>			
<i>Europe</i>				Investment Grade US	344.9	1.01%	0.46%
Euro Stoxx 600	461.7	2.06%	17.52%	Investment Grade Europe	268.2	1.14%	0.75%
SPI (Suisse)	15578.3	1.51%	16.88%	High Yield US	2431.8	0.38%	4.01%
CAC 40 (France)	6612.8	1.63%	20.85%	High Yield Europe	437.2	0.47%	4.05%
DAX (Allemagne)	15544.4	0.09%	13.31%	Dette émergente	929.4	0.54%	-0.46%
FTSE 100 (UK)	7032.3	0.07%	10.95%	<i>Devises</i>			
<i>Japon + Emergents</i>				EUR/USD	1.19	0.10%	-2.83%
Nikkei 225	27283.6	-5.23%	0.07%	EUR/CHF	1.07	-2.02%	-0.60%
CSI 300 (Chine)	4811.2	-7.37%	-6.51%	USD/CHF	0.91	-2.06%	2.34%
MOEX Index (Russie)	3771.6	-0.37%	18.52%	<i>Matières Premières</i>			
S&P BSE Sensex (Inde)	52586.8	0.36%	10.99%	Pétrole (WTI)	74.0	0.65%	52.41%
Ibovespa (Brésil)	121800.8	-3.94%	2.34%	Or	1814.2	2.49%	-4.43%

L'essentiel de la conjoncture

Situation sanitaire

Le variant Delta continue d'inquiéter par sa transmission rapide et sa plus grande contagiosité. En trente jours, le variant est passé en Suisse d'une représentation de 30% des contaminations début juillet à 100% début août. Son rythme de propagation rapide est identique en Europe, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

Dans les pays où la vaccination est avancée, le rebond du nombre de cas n'est pas suivi par une augmentation significative des hospitalisations et des décès comme c'était le cas précédemment. Selon des études menées par l'agence de santé anglaise, les vaccins utilisés outre-Manche protègent des formes symptomatiques à près de 80 % et surtout, l'efficacité du vaccin dans la prévention des cas graves est de 93 %, selon une étude israélienne. Le taux de létalité (qui mesure le quotient entre le nombre de décès et le nombre de cas) ne se situe « plus que » dans une fourchette de 1,5 % à 2,5 % pour les grandes économies, comparé à 15 % pour le Royaume-Uni et 11 % en Europe lors du pic de la 1^e vague.

A l'inverse, le virus repart à la hausse dans les Etats américains qui sont à la traîne dans la vaccination. La Floride est l'épicentre de la flambée actuelle de Covid, ce qui fait penser que la prochaine vague sera celle des non-vaccinés et des administrations qui vont à l'encontre des recommandations de santé publique. **Si les nouvelles apparitions de Covid peuvent localement ralentir le rythme des réouvertures, il est très peu probable qu'elle inverse cette dynamique positive.**

Environnement économique

L'inflation américaine anime toujours les débats. Un nombre restreint d'articles, comme les véhicules d'occasion, subissent des variations de prix très importantes et impactent les indices des prix à la consommation. Aux Etats-Unis, le CPI s'est établi à 5,4 % en juillet en rythme annuel (4,3 % hors aliments et énergie). Il s'agit du cinquième mois consécutifs au-dessus de l'objectif de 2 %, mais de la plus faible hausse mensuelle depuis mars (à 0,5 %). Sur cinq ans, la moyenne du CPI américain atteint dorénavant le niveau cible de 2 % recherché par la banque centrale. De plus, nous observons que l'inflation s'étend de plus en plus aux prix des services, qui se substitueront, comme l'inflation des loyers, aux éléments plus temporaires. **Par conséquent, les mesures d'inflation en glissement**

annuel devraient rester dans des fourchettes bien supérieures à celles qui correspondent à l'objectif de long terme de la Fed, tout en reconnaissant que les effets temporaires vont se dégonfler et que le pic d'inflation a peut-être été atteint.

Lors de sa dernière réunion, le FOMC a reconnu que la hausse des prix pourrait s'avérer moins passagère qu'attendue, et donc être suivie d'une politique monétaire moins accommodante qu'actuellement. Selon nous, l'annonce de la réduction des achats d'actifs aura lieu entre la réunion des banquiers centraux à Jackson Hole en août et le FOMC de novembre. Sa mise en œuvre pourra ainsi avoir lieu à l'orée de 2022 (avec réduction de 10 milliards chaque mois pour passer de 120 milliards d'achats d'actifs à zéro), suivie d'une première hausse de taux début 2023. L'amélioration sensible du climat de l'emploi valide ce scénario : les chiffres du mois de juillet sont en effet encourageants, avec une forte baisse du taux de chômage, à 5,4 % contre 5,9 % en juin, et 943'000 emplois créés dans le secteur non-agricole (nous notons que le chiffre de juin a été revu à la hausse pour faire apparaître 938'000 postes créés contre une estimation initiale de 850'000).

La BCE emboîte le pas à la Fed et modifie son objectif d'inflation. Sous le leadership de Christine Lagarde, la Banque centrale européenne s'est fixé un nouvel objectif symétrique d'inflation de 2 % qui tolère un dépassement temporaire. Cette politique marque une rupture importante avec la doctrine monétaire de la Bundesbank allemande et vise à donner plus de souplesse à l'institution pour atteindre son objectif. Il faut remonter à 2003 pour que l'indice d'inflation « core » de la zone euro dépasse 2 %. La BCE pourrait laisser ses taux inchangés jusqu'en 2024. Avant elle, la Banque nationale suisse avait élargi la perspective d'un relèvement prochain de ses taux d'intérêts. **Nous devons nous accommoder du « plus bas pour plus longtemps » dans les décisions d'allocation des actifs, en ce qui concerne l'Europe et le Japon.**

Nous voyons que des politiques de relance différentes, avec l'aide directe aux ménages outre-Atlantique, qui ont accentué les dépenses de consommation, se traduisent par des politiques monétaires différenciées. Les Etats-Unis parlent de réduire leur programme d'achat afin de préparer la première hausse de taux, l'Europe veut garder un biais très accommodant, alors qu'au sein du complexe émergent 50% des banques centrales ont déjà remonté leurs taux, notamment au Brésil et en Russie.



Nous retiendrons aussi que la BCE prendra en compte la question climatique dans le cadre de sa politique monétaire. Quel rapport nous direz-vous ? La Banque centrale européenne reconnaît donc explicitement que le changement climatique est de nature à déstabiliser l'activité économique et la formation des prix. Les inondations, la flambée des prix des denrées alimentaires, la mobilité restreinte de la main d'œuvre et les inégalités sont des exemples flagrants. De la sorte, elle prévoit de modifier la gestion de son bilan et ses règles de garantie afin d'éviter les entreprises fortement émettrices de carbone qui ne sont pas en phase avec les objectifs climatiques de l'Union européenne. A cet égard, **le dernier rapport du GIEC (le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat) appelle à une transition rapide et indispensable face à l'urgence climatique. Elle ne pourra pas se faire sans l'action déterminée des instances politiques et les investissements privés massifs dans la transition vers une économie bas-carbone.**

Sur l'agrégat de croissance, les enquêtes PMI des directeurs d'achats de juillet tendent à confirmer que le pic de la croissance mondiale a été atteint au 2^e trimestre et que le rythme d'amélioration s'est ensuite ralenti. A fin juillet, l'indice PMI global a enregistré une valeur de 55,7, en baisse de 2,8 points depuis fin mai. **La proportion de pays qui affichent une baisse de leur PMI sur le mois atteint 60%, témoignant des signes de modérations suite aux records atteints précédemment.** Nous relevons finalement que les perspectives des économies développées (PMI à 57,5) restent mieux orientées que celles des régions en développement (à 52,0) par l'écart dans le rythme de déploiement des vaccins et le ralentissement de la Chine.

Du point de vue des entreprises les résultats sont sans précédent, comme la période que nous venons de traverser. Le S&P 500 affiche sa plus forte croissance des revenus à 24,7 % d'une année sur l'autre (en guise de comparaison, la moyenne de ce taux de croissance est de 4,5 % sur cinq ans et 3,4 % sur 10 ans) et des bénéfices supérieurs de 17,1 % aux estimations (déjà très hautes). Ces taux de croissance inhabituellement élevés sont dus à la combinaison de la capacité d'adaptation des entreprises dans le contexte de la Covid et d'une comparaison plus facile par rapport à l'année dernière.

Cela dit, la croissance des bénéfices sera probablement beaucoup plus difficile à atteindre en 2022, car les entreprises devront faire face à un ralentissement de la

croissance économique, à une augmentation des salaires, à des taux d'intérêt plus élevés et, probablement, à une hausse de l'impôt sur les sociétés. En résumé, la reprise va se poursuivre mais à un rythme sensiblement plus lent. Nous passons donc d'un mix croissance-inflation-politiques monétaires de « très bon à bon ».

Thème de la Chine

L'intensification des mesures de durcissement de la réglementation chinoise inquiète. Après la débâcle de Didi Chuxing (le Uber chinois de la mobilité), les enquêtes sur la cybersécurité des applications, la surveillance accrue des introductions en Bourse et les amendes record infligées aux groupes de e-commerce pour abus de leurs positions dominantes, c'est le secteur privé de l'éducation qui s'est attiré les foudres du régulateur chinois. La sévérité de cette répression (le secteur qui valait USD 100 milliards a perdu 95 % de sa valeur) est à la hauteur de l'importance du secteur pour le tissu social de la Chine. Cette charge scolaire devenait un obstacle à la mobilité sociale et la prospérité commune. Le parti rappelle à ceux qui l'avait oublié que le bien-être collectif est plus important que l'ambition individuelle.

Ces interventions réglementaires musclées choquent moins en Chine qu'en Occident. La lecture des gérants résidents est relativement constructive car ces mesures constituent une réponse tardive à l'absence de cadre réglementaire à l'innovation. Elles visent à réduire les inégalités de richesse et devraient également favoriser la circulation des talents vers les industries considérées à plus forte valeur ajoutée par le Parti et dans les domaines clés liés aux intérêts vitaux de sa population. A l'inverse, bon nombre d'investisseurs étrangers craignent que la Chine ne soit devenue « ininvestissable » puisque Pékin a remis en cause la légitimité des structures de « Variable Interest Entity » des sociétés chinoises cotées à l'étranger et que le Parti est prêt à sacrifier sans nuance un pan entier de son industrie domestique. La conséquence de ces tours de vis réglementaires est que les sociétés chinoises auront désormais beaucoup de mal à lever des capitaux à l'étranger et notamment aux États-Unis. **Une certaine prudence des allocations en Chine semble donc raisonnable avant l'amélioration des nouvelles concernant la réglementation et un futur assouplissement de la politique monétaire.**

Décisions d'investissement

Globalement, l'environnement reste propice à la prise de risque dans les portefeuilles tout en évitant les surconcentrations. Sur les actions nous maintenons notre diversification entre les régions et entre secteurs défensifs, technologiques et plus cycliques, car nous cherchons à tirer le meilleur parti du contexte actuel via un mix équilibré entre bénéficiaires de la reprise et gagnants structurels de long terme. Sur les régions, l'Europe est un bon candidat à la diversification et à la recherche de performance.

Dans l'univers obligataire notre préférence va clairement du côté du crédit d'entreprise. Nous sommes investis sur un mix entre les entreprises de bonne qualité et des émissions offrant plus de rendement. Nous restons globalement prudents sur la partie longue de la courbe, susceptible de remonter, même si le rythme d'appréciation sera moins élevé qu'en début d'année.

Dans les actifs de diversification, les obligations « catastrophes » ont fait leur entrée en portefeuille en courant de mois car elles offrent une diversification intéressante dans un environnement de taux bas et des rendements attractifs. Nous maintenons notre surpondération dans les convertibles, dont le marché a retrouvé une dynamique d'émissions primaires très attractive et qui ont démontré leurs valeurs en 2020. **Notre conviction est neutre sur l'or car il reste lié à la fluctuation du dollar américain et aux taux d'intérêts réels qui ne se sont pas normalisés. La thèse d'investissement n'est pas invalidée car les politiques monétaires sont toujours accommodantes et les gouvernements sont encore engagés dans des programmes de soutien.** Dans le contexte actuel, nous recommandons finalement d'exposer les portefeuilles à l'immobilier coté global. La thèse d'investissement repose sur la relation positive entre les performances de l'immobilier coté global et la hausse des anticipations d'inflation sur le long terme. Le secteur réagit aussi bien à la remontée des taux d'intérêts et il est en retard par rapport aux secteurs les plus prisés.

Sébastien Gyger

Directeur des Investissements

+41 22 316 02 00

sebastien.gyger@parisbertrand.com

parisbertrand.com

Disclaimer

Le présent document a été préparé par Banque Pâris Bertrand SA, Genève, Suisse, ci-après dénommée « PB ».

Ce document ne doit être distribué que dans les conditions autorisées par la loi en vigueur. Il n'a aucun rapport avec les objectifs d'investissement spécifiques, la situation financière ou les besoins particuliers d'un destinataire. Il est publié uniquement à des fins d'information et ne doit pas être interprété comme une sollicitation, un outil financier connexe ou une offre d'achat ou de vente de titres.

Ce document n'est pas destiné aux personnes qui sont citoyens, domiciliés ou résidents, ou entités enregistrées dans un pays ou une juridiction où sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation violeraient les lois et réglementations en vigueur.

Aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est donnée concernant l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité des informations contenues dans ce document, qui ne se prétend pas non plus être un énoncé complet ni un résumé des titres, des marchés ou des développements qui y sont mentionnés. Les destinataires ne doivent pas le considérer comme un substitut à l'exercice de leur propre jugement. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont sujettes à modification sans préavis ou peuvent être contraires aux opinions exprimées par d'autres secteurs d'activité ou entités. En raison de l'utilisation d'hypothèses et de critères différents, PB n'a donc aucune obligation d'actualiser ou de maintenir à jour les informations contenues dans ce document. PB, ses administrateurs, dirigeants, employés et/ou clients peuvent avoir ou ont eu des intérêts, des postes longs ou courts dans les titres ou autres outils financiers mentionnés ici et peuvent à tout moment faire des achats et/ou des ventes en tant que mandataire principal. PB peut agir ou avoir agi en tant que teneur de marché dans les titres ou autres outils financiers décrits dans ce document. En outre, PB peut avoir ou avoir eu des relations avec ou peut fournir ou avoir fourni des services bancaires d'investissement, des marchés des capitaux et/ou d'autres services financiers aux sociétés concernées.

Ni PB, ni aucun de ses administrateurs, employés et/ou agents ne peut être tenu pour responsable de pertes ou dommages résultant de l'utilisation de tout ou partie de ce document.

Les investissements potentiels décrits dans ce document ne conviennent pas à tous les investisseurs et leur achat et leur détention comportent des risques importants. Les investisseurs potentiels doivent être familiarisés avec les outils présentant les caractéristiques de tels investissements et comprendre parfaitement les termes et conditions énoncés dans ce document qui s'y rapportent, ainsi que la nature et l'étendue de leur exposition au risque de perte. Avant de vous engager dans une transaction, il est recommandé de consulter vos conseillers juridiques, réglementaires, fiscaux, financiers et comptables dans la mesure où vous le jugez nécessaire pour prendre vos propres décisions en matière d'investissement, de couverture et de négociation.

Toute transaction entre vous et PB sera soumise aux dispositions détaillées de la fiche de conditions, des systèmes de confirmation ou des systèmes de rapprochement électronique relatifs à cette transaction. En outre, les investisseurs potentiels doivent déterminer, sur la base de leur propre examen indépendant et des conseils juridiques, commerciaux, fiscaux et autres qu'ils jugeront appropriés selon les circonstances, que l'acquisition de tels investissements (i) est pleinement compatible avec leurs besoins, leurs conditions et leurs objectifs financiers, (ii) est conforme et totalement cohérente avec tous les documents constitutifs, les politiques d'investissement, les lignes directrices, les autorisations et les restrictions (y compris vis-à-vis de sa capacité) qui leur est applicable, (iii) a été dûment approuvée conformément à toutes les lois et procédures applicables, et (IV) est un instrument qui leur est approprié, adapté et convenable.

Les performances antérieures ne sont pas nécessairement indicatives de rendements futurs. Les taux de change de la devise étrangère peuvent avoir une incidence défavorable sur la valeur, le prix ou le rendement d'un titre ou outil connexe mentionné dans cette présentation. Les clients souhaitant effectuer des transactions doivent contacter leurs représentants locaux. Des informations supplémentaires seront disponibles sur demande.

Il ne peut y avoir aucune assurance ou garantie que les rendements indiqués dans ce document seront atteints.

Dans le cadre de certaines informations sur les rendements, certaines hypothèses matérielles ont été utilisées. Ces hypothèses et paramètres ne sont pas les seuls qui auraient pu raisonnablement être choisis et, par conséquent, aucune garantie n'est donnée ni ne peut être donnée quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou le caractère raisonnable de tout rendement attendu. Aucune représentation ou garantie n'est donnée qu'une performance indicative ou un rendement indiqué sera atteint dans le futur. En outre, PB ne fait aucune déclaration ni ne donne aucune garantie, expresse ou implicite, quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou l'adéquation à des fins particulière de la méthode de calcul utilisée. En aucun cas PB n'assumera de responsabilité pour a) toute perte, dommage ou autre préjudice causé par ou lié à, en tout ou en partie, une erreur quelconque (par négligence ou autrement) de PB liée à la compilation, l'analyse, l'interprétation, la communication, la publication de l'émission de cette méthodologie, ou b) tout dommage direct, indirect, spécial, consécutif, accessoire ou compensatoire, quel qu'il soit (y compris, sans limitation, le manque à gagner) dans les deux cas, résultant de la confiance ou résultant de ou liée à l'utilisation (y compris l'impossibilité d'utiliser) de cette méthode de calcul.