

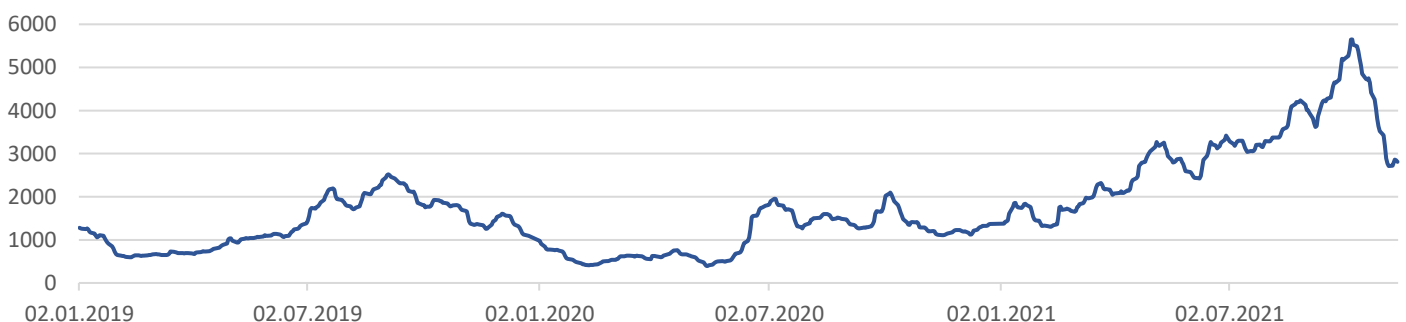
Stagflation

Après un mois de septembre très chahuté sur les marchés actions, octobre a été marqué par un rebond massif des principaux marchés boursiers, effaçant pratiquement en totalité les pertes engrangées le mois précédent. Malgré des chiffres inquiétants sur le front de l'emploi, ainsi qu'une inflation persistante qui reste à des niveaux élevés, c'est bel et bien la publication des résultats des entreprises pour le 3^e trimestre qui a rythmé la hausse soutenue des marchés actions. Ainsi, à l'approche de la fin de la saison des résultats aux Etats-Unis, 81% des sociétés ont publié des bénéfices au-dessus des attentes, et 75% ont affiché un chiffre d'affaires meilleur qu'attendu. Même tendance également observée en Europe, ce qui démontre clairement la capacité qu'ont les entreprises à s'adapter à l'environnement actuel caractérisé par des prix à la production plus élevés, des tensions sur la fixation des salaires et des problèmes d'approvisionnement. Sur le mois d'octobre, les valeurs de croissance ont fait leur grand retour, aidées par la baisse des taux longs souverains. L'indice des valeurs technologiques NASDAQ s'est ainsi envolé de près de 7.3%, tandis que l'indice S&P500 le talonnait avec une performance de 7.00%. L'Europe quant à elle est restée un peu à la traîne, l'indice Stoxx 600 postant une hausse de 4.7%. En Suisse, le SMI index s'est apprécié de 4.00% sur le mois, pénalisé principalement par les chutes en bourse de Logitech (-8.5%) ainsi que de Swisscom (-7.3%). Une fois encore, les marchés émergents ont déçu, l'indice chinois Shanghai Composite clôturant à -0.5% tandis que l'indice brésilien Bovespa terminait sur une nette baisse de -6.7%. Enfin, c'est bien l'énergie qui a surperformé, le baril de crude WTI affichant une hausse spectaculaire de 11.4%. La hausse du baril pour l'année se situe maintenant autour des +75%, expliquant bien sûr en partie les tensions inflationnistes observées un peu partout. L'or s'est également apprécié en octobre de près de 1.5%, supporté par des taux réels toujours plus négatifs. Le dollar quant à lui n'a pas progressé, tandis que le CHF s'est apprécié de plus de 1.5% contre EUR et USD.

Sur le plan de la conjoncture économique, le syndrome de la stagflation rode sur les économies mondiales. En octobre, la croissance américaine a nettement ralenti au 3^e trimestre. La hausse du PIB s'est fixée à 2% pour le

dernier trimestre, après une hausse de 6.7% enregistrée pour le trimestre précédent. En parallèle, l'inflation semble toujours augmenter un peu partout. Les prix à la consommation des ménages (CPI) ont ainsi augmenté de +0.9% en octobre chez l'oncle Sam, portant la hausse sur un an à 6.2%. C'est un niveau record jamais observé sur les 30 dernières années. Et cette fois, elle ne touche pas uniquement les secteurs de l'énergie ou de l'alimentation, puisqu'en excluant ces derniers, la hausse des prix atteint 0.6% sur le mois, soit 4.6% en rythme annualisé. Or, si ces 2 phénomènes sont bien présents, la combinaison ne devrait être que temporaire à nos yeux. Ainsi, le ralentissement de la croissance s'explique principalement par des facteurs passagers qui devraient se résorber dans les prochains mois. Les Etats-Unis, comme l'Europe actuellement, fait face à une résurgence des cas de COVID 19, incitant les gouvernements à mettre en place des mesures plus restrictives pour les populations. La reprise du rythme des vaccinations souhaitées par les états, ainsi que la mise en place d'une politique d'injection d'une 3^e dose pour certains pans de la population, pourraient faire diminuer l'impact de cette nouvelle vague lors des prochains mois. L'arrêt de certaines aides fédérales a également impacté la consommation des ménages américains. L'indice de consommation des ménages s'est affiché à +1.6% au 3^e trimestre, contre +12% au trimestre précédent. Or, ces aides pourraient être compensées par les hausses de salaires observées depuis le début de l'année. La question, finalement, est de savoir à quel point l'inflation va perdurer et à quel niveau. Le revenu réel des ménages est actuellement impacté par la pénurie de certains biens, faisant grimper les prix d'un grand nombre de produits. Notre scénario central reste ancré sur un dysfonctionnement des chaînes d'approvisionnement qui devrait se résorber dans le courant de l'année 2022, en même temps que l'amélioration de la situation sanitaire, et en parallèle à la normalisation de l'économie mondiale. Signe encourageant d'ailleurs : le Baltic Dry Index, principal indice du fret maritime, a chuté de près de 40% depuis octobre. Si le ralentissement de la croissance chinoise est l'un des facteurs explicatifs de cette baisse, cette dernière pourrait également être expliquée par un assouplissement des conditions d'approvisionnement en matières premières.

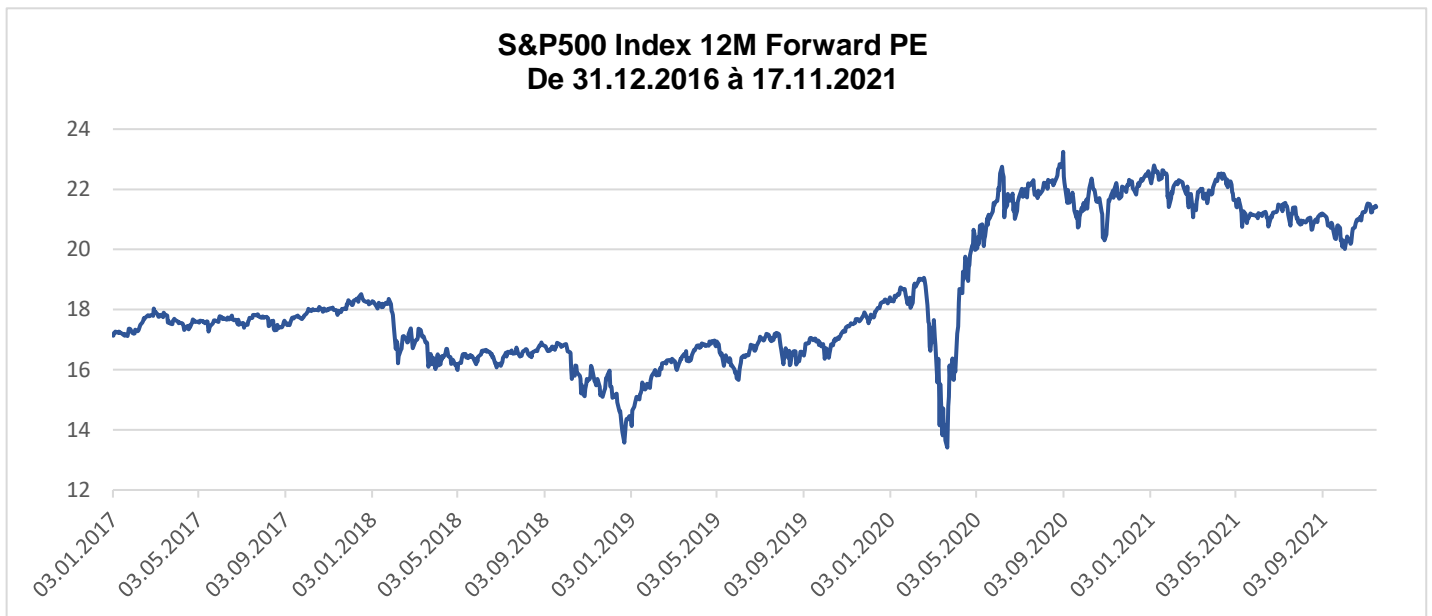
Dry Baltic Index



Source: Bloomberg / Banque Heritage

Les politiques monétaires quant à elles restent extrêmement accommodantes, même si la Réserve Fédérale américaine vient d'annoncer le début de la réduction de son programme d'achat d'obligations de 120 milliards de dollars par mois. Après plusieurs mois d'après débats entre les responsables de la FED, elle a donc acté un premier tour de vis, diminuant le rythme de rachat de USD 15 milliards par mois, tout en maintenant ses taux directeurs dans la fourchette de 0 à 0,25%. Elle a également reconnu que les prix pourraient rester à des niveaux au-dessus des moyennes historiques sur une période assez longue. Accommodante également, la

politique de la Banque Centrale Européenne. Sans surprise, et malgré des risques inflationnistes observés notamment en Allemagne, la présidente de la BCE est restée droite dans ses bottes lors de la dernière réunion, maintenant un quasi-statu quo sur son programme de rachat, et des taux directeurs inchangés. Christine Lagarde a réitéré sa vision sur l'évolution de l'inflation en zone euro. Les pressions inflationnistes ne sont générées que par quelques facteurs bien spécifiques, et cette hausse des prix devraient s'atténuer durant l'année 2022.



Source: Bloomberg / Banque Heritage

Une bonne saison des résultats, une conjoncture économique en phase de normalisation, et une politique monétaire toujours très supportrice nous font maintenir une préférence pour les marchés actions. Même si les valorisations sont retournées dans des territoires élevés (PE ratio 12M @ 21.2), le niveau des taux réels pousse encore nombre d'investisseurs à placer leur argent sur une classe d'actifs plus rémunératrice. Le TINA est encore bien présent (There Is No Alternative)! A l'intérieur de cette poche, une diversification entre secteurs cycliques comme l'énergie et le secteur de croissance est maintenue, offrant à nos yeux un couple risque/rendement approprié dans la phase actuelle.

Source de diversification, l'or est également un pari important dans nos portefeuilles. Et après la publication des derniers chiffres d'inflation aux US montrant un taux d'inflation annualisé jamais atteint depuis 30 ans, les taux réels ont encore baissé, suggérant que la problématique inflationniste pourrait durer plus longtemps que prévu. L'or étant perçu par les investisseurs comme une protection contre l'inflation, son prix a logiquement progressé ces dernières semaines, et ce malgré une hausse marquée du dollar en ce début du mois de novembre. Nous restons convaincus que les conditions sont réunies dans les prochains mois pour que le métal jaune continue de s'apprécier. Une inflation plus haute que prévue (même si temporaire), des marchés actions atteignant des niveaux de valorisation importants, ou encore un ralentissement de la croissance. Autant de supports pour ce métal si précieux !

Restez en bonne santé !

Jean-Christophe Rochat, CIIA
Chief Investment Officer



BANQUE HERITAGE SA

Route de Chêne 61

Case Postale 6600

1211 Geneva 6

Switzerland

www.heritage.ch