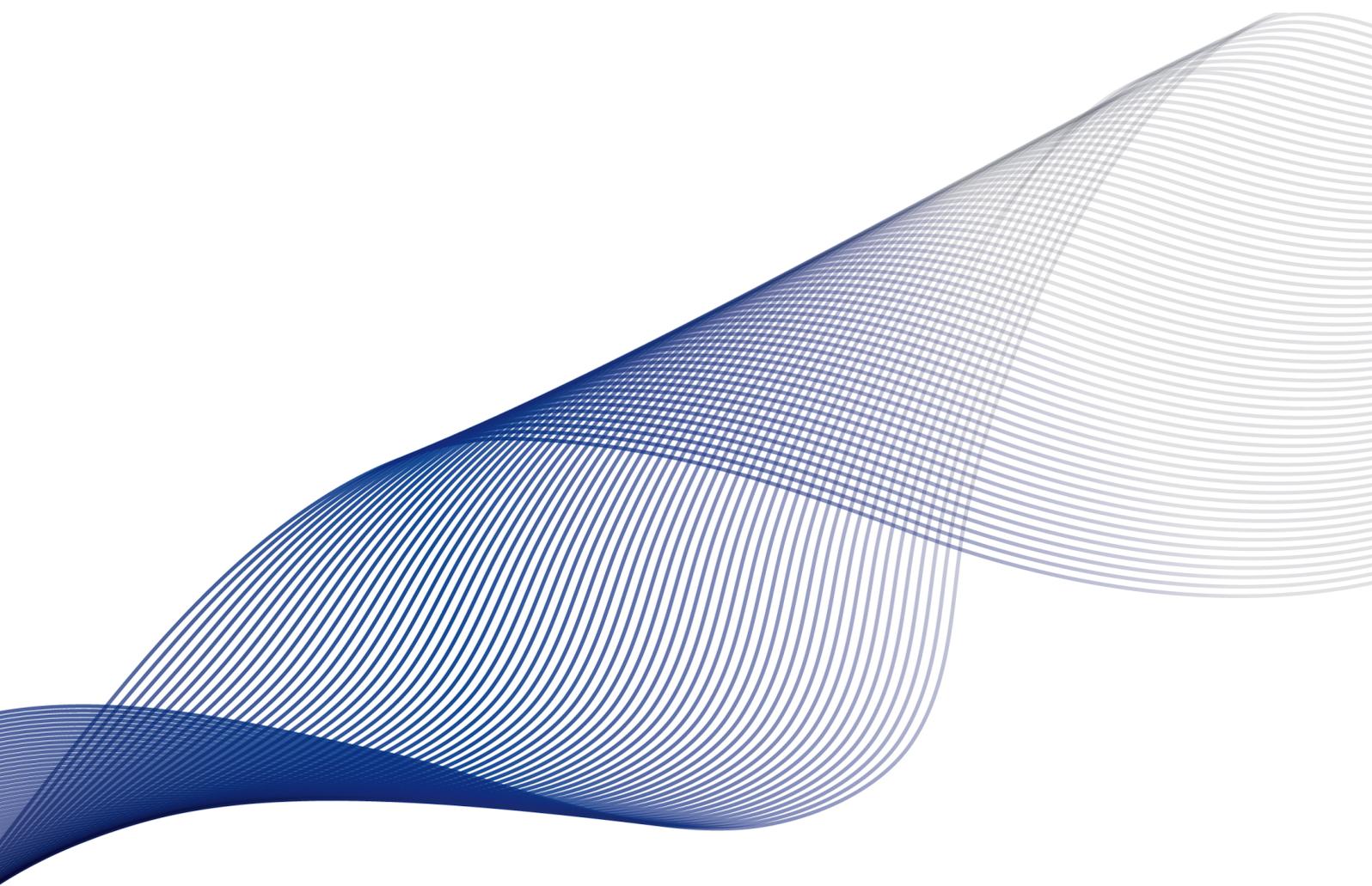


Prime Partners

— DEPUIS 1998 —

MARKET INSIGHT

DECEMBRE 2022





Les convulsions de l'environnement mondial et le défi de l'allocation optimale des ressources.

L'objectif principal de l'économie est inchangé

On peut résumer le défi auquel toute économie est confrontée, en disant que le but est de réaliser une optimisation sous contrainte, soit de maximiser la production en fonction des ressources disponibles.

De tout temps et quel que soit le modèle choisi (forces de marché, planification, etc...), le but est le-même. En revanche, le contexte dans lequel ce processus est conduit peut varier de manière significative.

La crise de la covid-19 avait, en son temps, conduit à des affirmations sur la modification de l'environnement général qui servirait de trame à l'économie mondiale à l'avenir. Le retour inattendu, ou pour le moins mal apprécié, d'une inflation forte (et durable ?) est, à cet égard, un legs évident de la crise sanitaire.

Jeter la pierre aux grands argentiers est désormais une pratique répandue. Sans vouloir nier la responsabilité que ceux-ci doivent assumer, il faut aussi reconnaître qu'ils ont des circonstances atténuantes à faire valoir.

2022 restera comme un tournant important pour l'économie mondiale, en raison de l'invasion de l'Ukraine par son voisin oriental. Cependant, il ne faut pas occulter d'autres facteurs comme la poursuite de l'escalade dans les relations sino-américaines (crise de Taiwan, pression sur les exportations de semiconducteurs de la part de Washington) ou encore l'échec patent de la politique sanitaire chinoise dans la gestion de la covid-19.

La multiplication rapide et combinée des crises

Les conséquences directes ou indirectes de ces événements ont rythmé les derniers trimestres

« Plus que jamais le mot crise est devenu central dans l'appréciation de la situation mondiale. »

FRANÇOIS SAVARY, CHIEF INVESTMENT OFFICER, PRIME PARTNERS

Les conditions ont fortement évolué en 2022

La question inflationniste, avec laquelle nous avons débuté 2022, n'a pas cessé d'impacter les développements économiques et financiers au cours des 12 derniers mois.

Elle marquait un changement de contexte qui nécessitait un ajustement, après plusieurs décennies de désinflation, voire de risque de déflation, à l'image du Japon ou de la Suisse.

La réaction monétaire à cette nouvelle réalité aura été trop lente; elle aura ainsi contribué à faire de 2022 l'une des pires années pour les marchés financiers depuis plus de cinquante ans.

La combinaison de marchés baissiers sur les obligations et les actions résulte de la «nouvelle donne» sur l'inflation qui déstabilise les investisseurs,

et il y a fort à parier que leur impact est loin d'être achevé, nourrissant ainsi le sentiment d'un climat mouvant et/ou d'un monde plus incertain d'une façon générale.

Plus que jamais le mot «crise» est devenu central dans l'appréciation de la situation mondiale.



Les termes de crise énergétique, alimentaire, environnementale ou des relations internationales sont autant de leitmotivs auxquels nul ne peut plus échapper de manière quotidienne.

Les corollaires de ces convulsions ne sont pas moins discutés: la fin des dividendes de la paix, la régionalisation renforcée au détriment du processus de globalisation, le retour de l'état dans un rôle de stratégie économique ou



encore la volonté accrue de favoriser une transition énergétique plus rapide, car de plus en plus indispensable.

Certaines tendances étaient évidemment déjà à l'oeuvre mais 2022 a vu une nette accélération de ces phénomènes. Une convergence des «ondes de choc» qui peut légitimement donner le sentiment d'une «véritable tempête» pour le monde!

Nous parlons au début de cette lettre de l'importance de l'environnement dans lequel toute économie cherche à réaliser le processus d'optimisation sous contrainte. Le moins que l'on puisse dire est que 2022 aura constitué un test grandeur nature de ce que cela signifie!

2022 pose des défis pour le long terme dans des proportions bien différentes de celles induites par la crise de 2020

La vision pessimiste mettra en avant le caractère insurmontable de ces développements, dont les effets sont profonds et durables. A contrario, les plus optimistes relèveront que le système s'adapte rapidement, à l'image du resserrement monétaire très rapide engagé par la Fed à partir du printemps ou des mesures européennes relatives à la gestion de la crise énergétique; en d'autres termes, le système plie mais ne rompt pas!

Nous restons convaincus que 2022 n'est pas comparable à 2020. La crise sanitaire avait déjà alimenté les discours, parfois excessifs, sur un changement fondamental du contexte auquel l'économie devait s'adapter.

Le dégonflement de la «bulle» sur les valeurs de technologie - plus particulièrement sur les moins profitables d'entre elles - auquel nous avons assisté en 2022 a confirmé que les hypothèses d'une modification structurelle de l'environnement suite à la covid-19 étaient loin d'être toutes fondées.

En revanche, les convulsions de 2022 portent en elles des ajustements durables sur lesquels il sera difficile de revenir.

Ainsi, le retour de l'Europe à une politique de dépendance aux hydrocarbures russes est-il envisageable ? Les mesures adoptées au cours des derniers mois, renforcées par la signature récente d'un accord entre le Qatar et l'Allemagne sur la fourniture de LNG au cours des 15 prochaines années, rendent une telle idée peu vraisemblable.

Les relations sino-américaines sont-elles sur la voie de l'amélioration, à l'image de la rencontre de Xi Jinping et J. Bien au récent G20 ? On serait tenté de dire que l'histoire de la seconde partie du XXème siècle nous a appris que la détente n'est pas incompatible avec un climat de «guerre froide» comme trame de fond!

La guerre en Ukraine peut-elle déboucher sur une paix de compromis ? La voie diplomatique est évidemment souhaitable ce qui ne veut pas dire crédible, tout au moins à brève échéance. Les relations sur le Vieux Continent ne peuvent qu'en subir les conséquences, dont l'entrée de la Suède et de la Finlande dans l'OTAN ne sont qu'une des expressions.

Un défi d'autant plus grand à relever pour prendre des décisions d'investissement

Ces questions ont alimenté et continuent à alimenter nos réflexions. Naviguer dans les eaux de ce changement de circonstances pour l'économie mondiale n'a pas été aisé.

Des erreurs, nous en avons commises dans la mise en oeuvre de notre politique de placement au cours des derniers trimestres.

Nous avons cependant tenu la barre du mieux possible et nous vous avons informés le mieux possible de nos vues et des ajustements de notre politique de placement, au gré des (multiples) rebondissements auxquels nous avons été confrontés.

Nous vous remercions d'ores et déjà de votre patience et de votre confiance au cours de cette année chahutée, qui a mis nos nerfs à rude épreuve.

Un regard vers l'avenir

2023 s'annonce à grand pas et, comme vous l'aurez compris, le contexte général est plein d'incertitudes.

La question de l'inflation a marqué l'année 2022 et cela devrait toujours être le cas au cours de celle à venir, même si nous attendons une issue plus favorable. A cet égard, le combat engagé par les grands argentiers commence à porter ses premiers fruits, particulièrement aux USA.

Nous misons toujours sur une décélération plus marquée des prix; un retour de l'inflation sur des niveaux plus raisonnables (aux environs de 5%) d'ici la fin du premier semestre 2023 aux USA est possible.



Dès lors, il est clair que la politique de réduction de la demande, que le resserrement monétaire vise à favoriser dans les grandes économies développées, pèsera sur la conjoncture. Le fléchissement de celle-ci se poursuivra donc, au moins sur la première partie de l'année 2023.

Nous réitérons que la probabilité d'une récession de l'économie mondiale est de 50% et que l'alternative la plus crédible est une évolution faible et erratique de la croissance (25%).

Les débats sur la nature d'une possible récession font rage depuis plusieurs mois. En raison de la vigueur persistante des marchés de l'emploi et de l'arrêt probable du resserrement monétaire US d'ici le printemps (nous attendons 75-100bp de hausses des taux par rapport aux niveaux actuels), nous tablons plutôt sur une contraction limitée dans l'éventualité d'une récession en bonne et due forme.

Des orientations d'investissement défensives

Nos allocations ont sensiblement évolué depuis janvier et leur orientation a été renforcée au cours du dernier trimestre.

Alors que nous sommes entrés en 2022 avec une sous-exposition marquée en obligations et avec une légère surpondération en actions, la tendance s'est inversée en cours d'année; ainsi, le rallye des actions au cours de l'été nous a conduit à réduire la voilure à des niveaux relativement plus favorables au printemps.

Nous nous engageons en 2023 avec une forte position en cash et en obligations; à cet égard, nous avons augmenté le poids de celles-ci en novembre, conformément à ce que nous vous annoncions dans notre dernière lettre. C'est sur les segments les plus défensifs (dettes d'état et d'entreprises les plus sûres) que notre choix s'est une nouvelle fois porté.

Au regard de nos vues économiques et sur le scénario de la politique monétaire US, la prime de risque sur ces actifs à revenus fixes est attrayante. Il est à noter que le rallye sur les marchés obligataires depuis mi-octobre doit inciter à plus de retenue dans l'allongement de la duration à court terme.

Ce point ne remet pas en cause notre volonté de procéder à une augmentation de cette dernière à terme mais nous recommandons d'attendre de meilleures opportunités. Ainsi, un retour vers les 4.10%-4.20% sur les rendements US à 10 ans

pourrait constituer un niveau intéressant pour agir dans ce sens.

La situation générale ne doit pas inciter, vous l'aurez compris, à la prise de risque excessif dans un portefeuille diversifié, tout au moins dans un premier temps.

Il est vraisemblable que la pondération en obligations fasse l'objet d'un accroissement complémentaire, si ce n'est dans les prochaines semaines tout au moins au cours des mois à venir. Cependant, il est encore trop tôt pour reconsidérer notre message prudent sur le segment du crédit à haut rendement à moyen terme.

Nous abordons 2023 avec une sous-pondération et un positionnement sectoriel relativement défensif sur les bourses pour plusieurs raisons.

D'abord la hausse des marchés depuis le milieu du mois d'octobre nous semble surfaite et devoir faire l'objet d'une consolidation.

En deuxième lieu, nous avons atteint la borne haute de nos marges de fluctuation définies depuis quelques mois - 3600-4100 sur le S&P 500 par exemple - un obstacle technique important à court terme.

Troisièmement, l'évaluation des marchés n'est plus aussi attractive après le rallye des dernières semaines en raison de l'expansion des multiples.

Enfin, pour ne pas dire surtout la croissance des bénéfiques pour 2023 demeure très incertaine. Un manque de visibilité qui doit inciter à la prudence au moins à brève échéance.

Le premier trimestre demeurera chahuté pour les marchés boursiers alors que le potentiel sur les indices est limité à horizon 12 mois. En effet, un objectif de 4100 sur l'indice S&P500 à la fin de 2023 nous semble une attente raisonnable.

Vous l'aurez compris, au regard des niveaux récents entrevus, il n'y a pas lieu de se jeter sur les actions à court terme.

La question du reflux de l'inflation reste cruciale pour les marchés boursiers en 2023. Plus vite et plus fortement cette dernière se matérialisera, plus rapidement les opérateurs pourront se concentrer sur la question centrale des bénéfiques et raffiner leurs attentes.

En cas de «récession» contenue, les marchés devraient trouver les ressources pour se stabiliser dans une bande de fluctuations large à court terme avant de retrouver le chemin de la



hausse; une autre manière de dire que la perspective d'un nouveau plus bas sur les indices (3200 sur le S&P 500 par exemple) dans le cadre du marché baissier en cours sera d'autant plus réduite que la Fed pourra arrêter son resserrement monétaire d'ici le début du printemps et que le fléchissement de la conjoncture restera limité.

Un scénario qui n'est pas impossible et auquel nous devons nous préparer à faire face, le cas échéant, pour saisir des opportunités aussi bien en renforçant la pondération des actifs boursiers qu'en altérant nos choix sectoriels à partir de la position défensive actuelle.

Malgré des évolutions récentes plus favorables, notre positionnement sur les changes a été la source de frustrations en 2022, du fait de la vigueur persistante de la devise américaine, en particulier.

Nous restons convaincus que la monnaie de l'Oncle Sam a atteint des niveaux de cherté excessive et que les prochains trimestres verront son repli, dans le sillage de la fin du processus de hausse des taux US d'une part et d'un ralentissement de la conjoncture de l'autre. De plus, la meilleure performance qu'attendue des Démocrates lors des élections de mi-mandat limite sensiblement les chances de l'adoption de mesures de stimulation fiscale ou budgétaire aux Etats-Unis.

Nous relevons nos marges de fluctuations sur la paire Euro/USD à 1.00-1.04 à court terme tout en maintenant un objectif supérieur à 1.05 pour la fin 2023.

Sur le front du Franc, il est à relever qu'après une forte appréciation consécutive au tour de vis monétaire de la BNS en juin, cette monnaie s'est légèrement repliée contre Euro au cours des dernières semaines.

Nous misons sur un CHF toujours soutenu en 2023, en raison de la meilleure maîtrise de l'inflation suisse en comparaison internationale et des incertitudes ambiantes au niveau global. Une évolution latérale entre 0.95 et 1.00 contre Euro au cours des prochains trimestres est à attendre.

Le métal jaune, sur lequel nous restons investis, nous a réservé de bonnes surprises récemment, après plusieurs mois de performance décevante. La cause principale est à rechercher dans la faiblesse du billet vert et dans la détente des taux réels. Nous conservons une vue constructive sur l'or à moyen terme (objectif de

1950 à 12 mois), au-delà d'une possible digestion de ses gains récents dans l'immédiat.

En ce qui concerne le segment énergétique au sein des matières premières, nous le jouons au travers de nos positions en actions.

Enfin, nous ne recommandons pas d'exposition sur les métaux industriels dans le cadre de notre scénario économique central, hormis certaines positions sur ceux indispensables à la transition énergétique et dans la marche à l'électrification (cuivre).

En conclusion, nous ne serons pas malheureux - comme tant d'autres - de voir 2022 prendre fin, pour les marchés financiers en particulier.

Les bouleversements de 2022 ne prendront pas fin le 31 décembre, loin s'en faut.

Si les risques peuvent toujours être considérés comme des opportunités qui ne demandent qu'à être saisies, le moment n'est pas propice à une action indiscriminée dans ce sens.

Nous abordons 2023 avec un biais défensif en confirmant certaines de nos convictions (sur le dollar et l'or par exemple) d'une part ou avec la volonté de poursuivre le travail engagé de renforcement de notre poche obligataire de l'autre.

Les conditions pour remettre en cause notre sous-pondération en actions ne semblent pas remplies dans l'immédiat. Nous apprécierons cet état de fait de manière constante, tout en partant du principe que le premier trimestre de 2023 devrait demeurer compliqué pour cette classe d'actifs.

Nous profitons de cette lettre pour vous souhaiter de Joyeuses Fêtes de fin d'année et vous présenter nos meilleurs vœux.

Genève, le 30 novembre 2022



Prime Partners SA
Rue des Alpes 15
P.O. Box 1987
1211 Geneva 1

www.prime-partners.com

CONTACTS

François Savary

Chief Investment Officer

Jérôme Schupp

Analyste Actions

Julien Serbit

Senior Investment Advisor

T. 41 22 595 09 97
fsavary@prime-partners.com
jserbit@prime-partners.com

INFORMATION IMPORTANTE

Ce contenu n'est fourni par Prime Partners SA ou / et l'une de ses entités (ci-après "PP") qu'à titre indicatif, n'est destiné qu'à une utilisation interne et ne saurait en aucun cas constituer une offre, un conseil ou une recommandation d'acheter ou de vendre une valeur mobilière ou d'effectuer une quelconque transaction, ni par ailleurs un conseil d'une autre nature, particulièrement à l'attention d'un destinataire n'étant pas un investisseur qualifié, accrédité, éligible ou / et professionnel. Il est destiné à une utilisation exclusive par son destinataire et ne saurait, pour une quelconque autre raison, être transféré, imprimé, téléchargé, utilisé ou reproduit. PP accorde la plus grande attention à la préparation et à l'actualisation des informations de ce contenu, obtenues de sources considérées comme fiables, mais sans en garantir toutefois la pertinence, l'exactitude, l'exhaustivité. C'est pourquoi PP, ainsi que ses administrateurs, directeurs, employés, agents et actionnaires, n'assument aucune responsabilité pour les pertes et dommages de quelque nature que ce soit résultant de l'utilisation des informations de ce contenu. Ce contenu est prévu exclusivement pour un destinataire comprenant et assumant tous les risques implicites et explicites en découlant. Toutes les décisions prises par le destinataire en matière d'investissement relèvent de sa seule responsabilité et s'appuient exclusivement sur sa propre évaluation indépendante (et de celle de ses conseillers professionnels) de sa situation financière, de ses objectifs de placement, des risques spécifiques, des critères d'éligibilité, des conséquences juridiques, fiscales, comptables, ainsi que sur sa propre interprétation des informations. PP n'assume aucune responsabilité quant à l'adéquation ou l'inadéquation des informations, opinions, valeurs mobilières, produits mentionnés dans ce contenu. Les performances passées d'une valeur mobilière ne garantissent pas les performances futures. Le contenu a été préparé par un département de PP qui n'est pas une unité organisationnelle responsable de l'analyse financière. PP est soumise à des exigences réglementaires et prudentielles distinctes et certaines valeurs mobilières et produits d'investissement ne peuvent pas être offerts dans toutes les juridictions ou à tous types de destinataires. Le destinataire doit donc se conformer aux réglementations locales. Il n'y a aucune intention de la part de PP d'offrir des valeurs mobilières ou des produits d'investissement dans les pays ou juridictions où une telle offre serait illégale en vertu du droit interne applicable.