



- **Poutine en guerre contre l'Ukraine**
- **L'Occident fait front commun**
- **Le dilemme des banques centrales**

Poutine en guerre contre l'Ukraine

Chères lectrices, chers lecteurs, dans le contexte de la guerre contre l'Ukraine menée par Vladimir Poutine, il nous est très difficile d'accomplir notre travail quotidien et de commenter les récents événements dans la sphère économique et sur les marchés financiers. Nous sommes nous aussi profondément bouleversés par l'actualité dans l'est de l'Europe et toutes nos pensées ainsi que notre compassion vont aux personnes frappées par le conflit. Les informations et les images qui nous proviennent d'Ukraine sont sidérantes. Pourtant, en ces temps difficiles, il est de notre devoir de continuer à accompagner au mieux notre clientèle et de lui fournir certains éléments de repère. C'est ce que nous montrent les nombreuses demandes que nous recevons quotidiennement.

L'Occident fait front commun

Malgré le douloureux passé de l'Europe lié à la guerre et les responsabilités particulières qui en ont résulté, grande a été la surprise de constater la solidarité dont ont fait preuve les pays occidentaux et la communauté internationale en réponse à l'agression de Poutine. La condamnation massive de la guerre russe contre l'Ukraine lors de l'Assemblée générale des Nations Unies montre que Poutine s'est non seulement isolé de l'Europe et des États-Unis, mais aussi de la grande majorité des États du monde.

Outre l'union des pays, c'est l'ampleur et le nombre des sanctions adoptées qui se sont avérés surprenants. Prises dans leur ensemble, ces sanctions représentent une lourde charge pour l'économie russe et ses perspectives d'évolution. Elles affecteront également des pays occidentaux, notamment au centre et à l'est de l'Europe. Nous ressentirons nous aussi les répercussions directes ou indirectes de ces mesures, à travers la hausse des tarifs à la pompe à essence, des frais de chauffage, du prix des denrées alimentaires ou des coûts de production pour les entreprises. Si tous les pays ne sont

pas pénalisés de la même manière, la solidarité ne s'en trouve en rien entamée. Ainsi, la part de combustibles fossiles dans la production d'électricité en Suisse est négligeable et le nombre de chauffages alimentés au gaz est nettement plus faible qu'en Allemagne. En contrepartie, l'économie helvétique ressentira les effets de l'absence des touristes russes, des incertitudes sur le marché des matières premières, mais aussi des sanctions appliquées aux capitaux des oligarques russes.

Le dilemme des banques centrales

Les banques centrales font elles aussi face à un dilemme, de part et d'autre de l'Atlantique. L'inflation était déjà élevée avant l'attaque de Poutine en Ukraine. Aux États-Unis, le taux se montait à 7,5% en janvier, tandis que l'on enregistrait 5,8% pour la zone euro en février. Même en Suisse, la hausse des prix a dépassé la barre des 2%, avec 2,2% le mois dernier. La guerre en Europe de l'Est a brisé tous les espoirs d'un léger ralentissement de cette hausse dans les mois à venir. Tous ces facteurs devraient conduire les banques centrales à envisager un resserrement de la politique monétaire.

Cela étant, le conflit initié par le président russe assombrit les perspectives de croissance à l'échelle mondiale, et plus particulièrement européenne, au moins pour l'année en cours. Même si le ralentissement conjoncturel devrait être limité, la plupart des carnets de commandes étant bien remplis, le soutien de la politique monétaire serait souhaitable dans cette situation.

Si dans un premier temps, les hausses des taux directeurs devraient être moins importantes et rapides que prévu, nous pensons que la Réserve fédérale américaine (Fed) conservera sa politique restrictive. À l'inverse, la BCE a repoussé à plus tard dans l'année un premier relèvement prudent des taux. La BNS devrait elle aussi s'en tenir à sa politique monétaire expansionniste.

Nous recommandons à notre clientèle une large diversification de son portefeuille en fonction de ses objectifs de placement, de l'allocation des autres actifs, de sa capacité et de sa propension à prendre des risques. Aussi difficile que cela puisse sembler, il convient de garder son calme, de ne pas prendre de décision hâtive et de procéder à d'éventuels ajustements.

États-Unis: baisse de la pression sur le prix du gaz

Les informations actuellement disponibles montrent que la conjoncture américaine n'est que légèrement affectée par la guerre en Ukraine. Comme en Europe, le contexte initial est robuste; de surcroît, le plein emploi règne à nouveau. Les prix de l'énergie, qui demeurent élevés, devraient toutefois avoir des répercussions négatives sur les coûts des entreprises, ainsi que sur les habitudes d'achat des consommatrices et consommateurs. La hausse du prix du gaz est cependant nettement plus modérée qu'en Europe (fig. 2). De même, concernant les prévisions de croissance, une baisse minimale est escomptée actuellement. Le PIB devrait augmenter de 3,5% à 4% au cours de l'année. Les indicateurs avancés demeurent en expansion (fig. 1).

Zone euro: des perspectives quelque peu troublées

Bien que le volume du commerce de marchandises de la zone euro depuis et vers la Russie demeure raisonnable au regard de l'ensemble de la performance économique, le conflit russo-ukrainien ne sera pas sans conséquence sur les prévisions de croissance. Plus précisément, la forte dépendance de certains États vis-à-vis des importations d'énergie russes et la hausse des prix du gaz en Europe (fig. 2) vont assombrir les perspectives. Cependant, un effondrement de l'économie ou une récession demeurent actuellement improbables, au vu de l'excellent niveau des carnets de commandes de nombreuses entreprises à la suite des frictions sur les chaînes d'approvisionnement ces dernières années. Les prévisions de croissance devraient toutefois être revues à la baisse, cette diminution demeurant pour l'heure plutôt minimale. Ainsi, Oxford Economics prévoit pour 2022 un recul de la croissance du PIB de 0,3 point de pourcentage. À titre de comparaison, avant la guerre en Ukraine, le consensus tablait sur une progression du PIB de 4% dans la zone euro.

Suisse: les indicateurs avancés demeurent positifs

Le conflit ukrainien aura également une incidence, au moins indirecte, sur l'économie helvétique. Les sanctions prononcées devraient perturber notamment le tourisme et le commerce des matières premières. L'approvisionnement énergétique de la Suisse est cependant nettement différent de celui de certains autres pays européens. Les combustibles fossiles ne jouent qu'un rôle mineur dans la production d'électricité. L'indice des directeurs d'achat de l'industrie demeure nettement en zone expansionniste avec 62,6 points et le baromètre conjoncturel du KOF (fig. 3) évolue au-dessus de sa moyenne à long terme.

Fig. 1: indice américain des directeurs d'achat de l'industrie

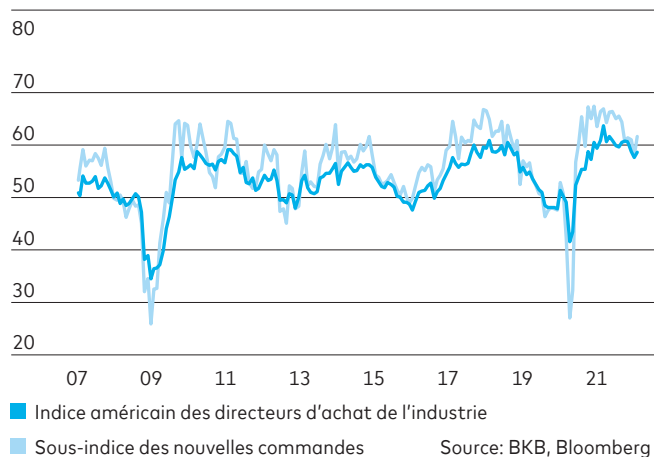


Fig. 2: comparaison des prix du gaz dans la zone euro
Prix du gaz naturel États-Unis vs. Europe, indice, 31.12.2020=100

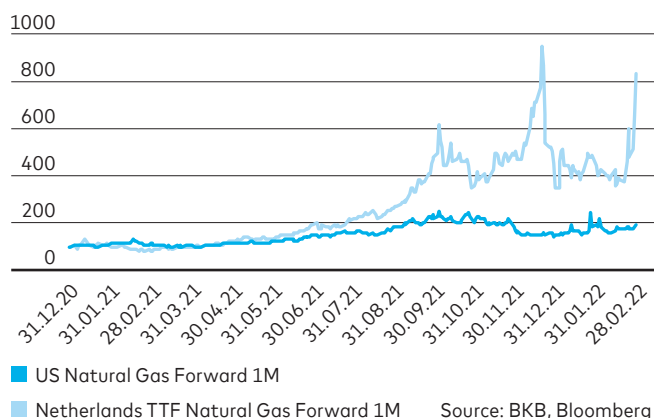
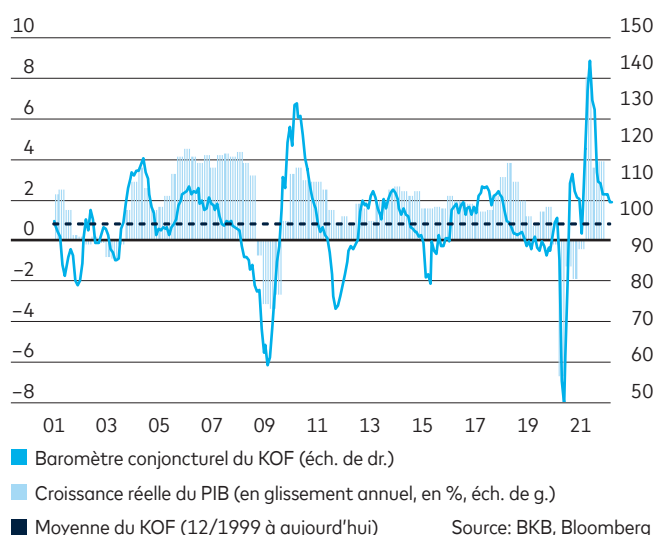


Fig. 3: indicateur avancé et PIB suisses



Le dilemme des banques centrales

La mission des banques centrales ne s'est pas simplifiée avec les récents événements. Les incertitudes quant à l'évolution de la situation géopolitique et aux potentielles répercussions négatives sur l'essor conjoncturel mondial récemment observé compliquent le resserrement visé de la politique monétaire. Dans le même temps, les inquiétudes inflationnistes risquent de s'accroître.

Les membres de la Fed ont indiqué que tout signe de surchauffe de l'économie dans les semaines à venir nécessiterait une action ferme de la part de l'institution. Le rythme du resserrement dépend toutefois de l'évolution des données relatives à l'emploi et à l'inflation. Sur les marchés financiers, la probabilité d'une hausse des taux de 50 points de base par la Fed lors de sa prochaine séance est tombée à 20%. Elle se montait à 80% il y a encore quelques semaines.

La Banque centrale européenne (BCE) se montre quant à elle hésitante. Elle procédera, lors de sa prochaine séance consacrée au taux d'intérêt le 10 mars, à une évaluation globale des perspectives conjoncturelles et de la situation géopolitique.

Perspectives

Une aversion accrue au risque se manifeste sur les marchés financiers. Dans le sillage de la fuite vers la sécurité, les rendements des emprunts d'État à 10 ans américains, allemands et suisses ont essuyé un recul en février. L'incertitude relative aux répercussions des sanctions économiques et la crainte d'une progression de l'agression russe au-delà des frontières ukrainiennes laissent penser que le repli vers les valeurs refuges pourrait se prolonger. Une régression des emprunts d'État à 10 ans allemands et suisses en deçà de zéro n'est pas exclue.

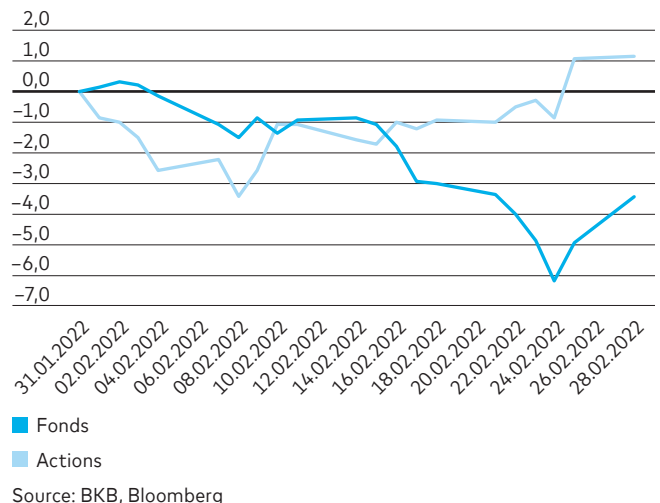
Marché suisse de l'immobilier

Après un mois de janvier très calme, les placements immobiliers cotés ont connu des revirements surprenants en février. Les fonds ont subi de nets mouvements de correction au cours du mois, qui s'est cependant achevé sur un jour de négoce très robuste. Au total, ils n'ont reculé que d'environ 3,5%, ce qui correspond à peu près à la fluctuation actuelle cette année. À l'inverse, les actions immobilières ont été très demandées malgré le conflit et la tendance des actions à la baisse. Elles ont ainsi progressé d'environ 1,2% en février et sur l'année (fig. 1).

La correction des fonds immobiliers engendre une diminution technique des primes surévaluées, sans modification fondamentale de la situation. La demande de logements en propriété demeure élevée, les loyers sont stables, les rendements sur distribution attractifs et les intérêts sur les obligations sont modérés. La question de l'inflation qui a émergé favorise en outre les biens immobiliers, considérés comme des biens matériels.

Nous maintenons notre pondération neutre de 5% sur le segment des placements immobiliers indirects.

Fig. 1: marché suisse de l'immobilier en février en %



Tension sur les marchés des actions

L'escalade du conflit géopolitique, la persistance de l'inflation élevée et l'anticipation de contre-mesures de politique monétaire renforcées ont pesé sur les cours des actions en février. Alors que l'aggravation du conflit en Ukraine avec la séance du conseil de sécurité russe au début de la semaine précédente n'avait initialement pas impressionné les marchés des actions, les cours ont réagi à l'agression militaire russe le 24 février par une forte volatilité. Les actions les plus touchées ont été celles de la zone euro (fig. 1), qui ont dû essuyer les principales conséquences directes et indirectes des sanctions en raison de la proximité géographique et de l'interdépendance économique.

Stratégie de placement

Compte tenu de la faible réaction initiale des marchés et craignant l'escalade militaire qui s'est produite ultérieurement, nous avons décidé le 23 février de réduire de 3% notre part d'actions, principalement au détriment des titres européens. Les recettes ont été placées en liquidités en CHF. Nous affichons donc désormais pour les actions une légère sous-pondération.

Nous avons opté pour la prudence, bien que l'analyse des conflits militaires passés laisse penser que les marchés des actions se stabiliseront à moyen terme malgré la crise humanitaire et se concentreront sur les données économiques fondamentales. Le poids de la Russie et de l'Ukraine dans l'économie mondiale étant faible, les conséquences sur les perspectives de croissance, globalement solides, devraient donc rester limitées. Au cours de la saison de publication actuelle, de nombreuses entreprises aux États-Unis et en Europe ont réservé de bonnes surprises avec les résultats du 4^e trimestre 2021. La hausse des bénéfices combinée à un repli des cours des actions a conduit à une nette remontée des évaluations. Le ratio cours/bénéfice basé sur les bénéfices passés se situe à un niveau satisfaisant compte tenu de l'environnement de taux et l'évaluation actuelle fondée sur les prévisions de bénéfices laisse une marge de progression pour les cours des actions et les taux (fig. 2).

Fig. 1: performance régionale des actions

Indice Net Total Return en CHF

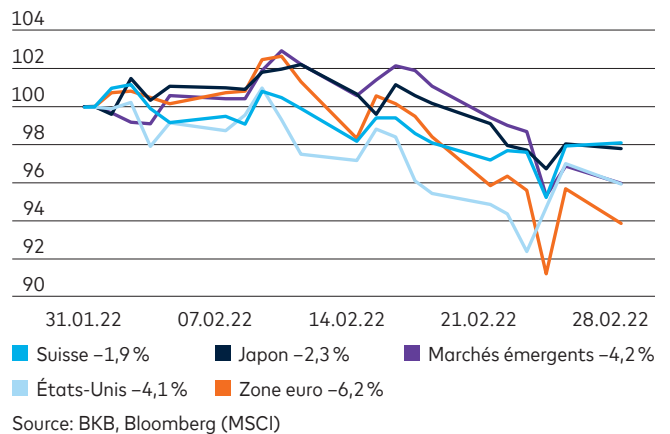
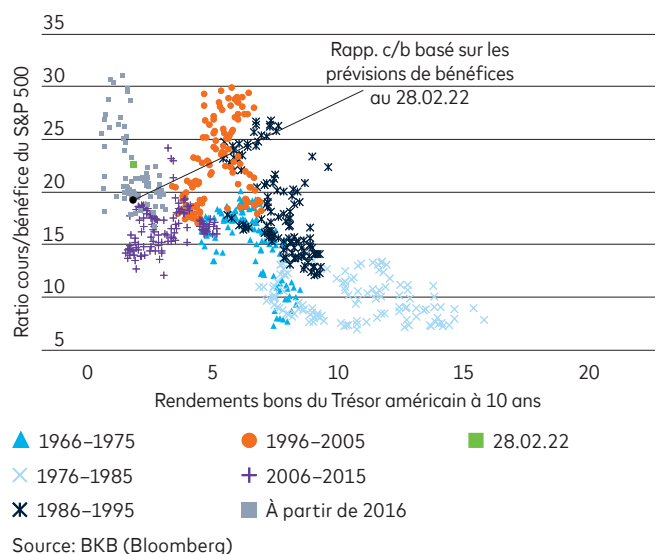


Fig. 2: indice S&P 500 – Niveau de valorisation et taux
Ratio cours/bénéfice basé sur le bénéfice des 12 derniers mois vs. rendements des emprunts d'État américains



© Banque Cler / Sans engagement. Nos recommandations se fondent sur des informations publiques que nous considérons comme fiables, mais pour lesquelles nous ne prenons aucune responsabilité. Nous ne pouvons pas non plus en garantir l'intégralité et l'exactitude. Nous nous réservons le droit de modifier en tout temps sans préavis l'opinion exprimée ici. Les recommandations de placement développées dans la présente publication pourraient ne pas être applicables à certains investisseurs – selon les objectifs et l'horizon de placement ou le contexte global de la position financière. Aux investisseurs, nous conseillons qu'ils se procurent l'avis d'un spécialiste de leur banque avant de procéder à un engagement. Cette publication est le fruit de la coopération entre la Banque Cler et la BKB.