

«Si un cessez-le-feu intervient vite, l'Europe évitera une récession»

GUERRE EN UKRAINE. Croissance, inflation, marchés actions ou devises, les stratèges de l'Isag évaluent les conséquences économiques du conflit déclenché par la Russie. Débat spécial.

Pour la zone euro cette année, leur prévision de croissance a été divisée par deux à 2,5%. Pour la Suisse, le produit intérieur brut ne devrait plus croître que de 2,7% contre les 3,45% espérés lors de leurs précédentes prévisions, formulées fin novembre. La guerre

en Ukraine menée par la Russie a bouleversé tous les scénarios conjoncturels.

Les membres de l'Isag, l'association qui réunit les responsables des investissements des principaux établissements financiers basés à Genève, n'avaient depuis longtemps éprouvé

autant de difficulté pour formuler des projections pour la croissance, ou les marchés boursiers. Dans leur débat trimestriel avec L'Agefi, trois d'entre eux expliquent pourquoi ils s'attendent aussi à ce que l'euro ne vaille plus que 99 centimes de francs à la fin

de l'année. Serge Lederermann, fondateur de 1959 Advisors, Fabrizio Quirighetti, CIO de Decalia, et Daniel Varela, CIO de Piguet Galland, redoutent aussi une récession en Europe si le conflit dure plus d'un mois ou deux. **PAGES 2, 3 ET 14**

BLOCKCHAIN

La CEO de Smart Valor, Olga Feldmeier, mise sur les NFT pour aider l'Ukraine



PAGE 4

RÉSULTATS

Edmond de Rothschild a aussi réalisé une bonne année 2021

PAGE 5

CONFISERIE

Le Qatar, une destination qui fait rêver le chocolatier Martel

PAGE 5

ÉNERGIE

Le groupe BKW met en avant sa solidité financière

PAGE 6

ACTEURS

La Suisse n'est pas prête pour une guerre numérique, redoute Xavier Comtesse

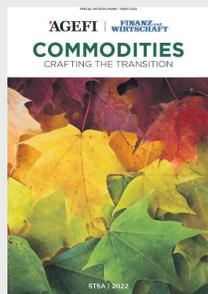
PAGE 10

ACTEURS

Les écarts de salaires se sont réduits, avance Marco Taddei

PAGE 10

Commodities: Crafting the transition



Le supplément annuel sur le négoce de matières premières, réalisé par «L'Agefi» avec la «Finanz und Wirtschaft» et le STSA, a fait peau neuve.

Découvrez comment la décarbonation de l'économie transforme tout un secteur.



Kiev, le 15 mars 2022. Des habitants tentent de déplacer un véhicule endommagé après des frappes de l'artillerie russe qui ont touché un immeuble résidentiel de la capitale ukrainienne.

ÉDITORIAL MAUDE BONVIN

Un premier pas bien incertain en faveur du pouvoir d'achat

La TVA prélevée sur l'impôt et les taxes qui frappent les carburants devrait être supprimée. Le Conseil national a validé mardi, à une courte majorité, une proposition en ce sens de l'UDC Franz Grüter. Proposition déposée sous la Coupole, en 2019 déjà, par l'élu lucernois. Avant la guerre en Ukraine, elle n'aurait eu que peu de chance de succès. Examinée avant le début des hostilités, elle a d'ailleurs été balayée d'un revers de main par les deux commissions de l'économie.

Si le contexte géopolitique a grandement aidé, certains arguments de l'élu agrarien se valent; payer des impôts sur des impôts n'est certes pas très lo-

gique. Et l'impôt sur l'essence ne constitue pas à proprement parler une valeur ajoutée. Il est donc juste de vouloir l'exclure de la TVA. Reste que, dans la pratique, cette suppression complexifiera encore davantage le système, la TVA étant chiffrée sur le prix total d'un bien.

Le consommateur peut, lui, espérer un rabais de 7 centimes par litre d'essence pour un manque à gagner estimé à 230 millions de francs par an pour la Confédération. Cette ristourne ne devrait néanmoins pas intervenir avant plusieurs années. Et ce pour trois raisons. Premièrement, le Conseil des Etats doit encore se prononcer sur cette question. Il

ne fera pas avant des mois. Si le contexte géopolitique se détend et que le prix de l'essence poursuit sa décade, la Chambre haute du Parlement pourrait tout à fait enterrer ce projet. Deuxièmement, cette révision de loi peut être attaquée par référendum. Passé ces écueils, c'est la troisième raison, il faudra encore adapter l'ordonnance d'application. Rendre le pouvoir d'achat à la population, comme le martèlent les partisans de ce texte, prendra donc encore du temps. Un argument d'autant plus populiste que ce n'est pas la première fois que le prix de l'essence gonfle. En juillet 2008, le litre d'essence sans plomb 95 coûtait 1,97 franc. **PAGE 7**

PIMCO

A global leader in
active fixed income

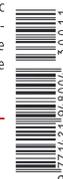
www.pimco.ch

L'institut Créa constate une décélération de la conjoncture

PAGE 7

Les banques suisses prêtes pour un long conflit, assure Marcel Rohner

PAGE 7



POINT FORT

Le nouveau scénario de forte inflation contraint les investisseurs à prendre des risques

INVESTISSEMENT. Débat avec l'Isag sur l'impact de la guerre en Ukraine qui a fait vaciller les prévisions faites fin 2021. Le couple croissance-hausse des prix a lui aussi dû être réévalué.

Frédéric Lelièvre
et Carine Rielle

La guerre en Ukraine a rompu la dynamique porteuse du début de l'année. Sommes-nous passés d'une inflation temporaire à une hausse durable, voire structurelle des prix? Quels sont les nouveaux défis à relever pour un investisseur? Trois stratèges de l'Isag (Investment strategist association of Geneva) ont répondu à ces questions dans le cadre du débat trimestriel organisé avec L'Agefi. Serge Ledermann, fondateur de 1959 Advisors, Fabrizio Quirighetti, CIO de Decalia, et Daniel Varela, CIO de Piguet Galland, ont aussi livré leurs scénarios alors que la Réserve fédérale américaine tient son comité de politique monétaire ce mercredi. Une séance qui devrait conduire à une hausse de 25 points de base de son taux d'intérêt de référence.

■ Depuis la dernière synthèse de l'Isag, fin novembre, la prévision médiane de la croissance a été divisée par deux pour la zone euro (2,5% contre 5% en 2022), et fortement réduite pour la Suisse (2,7% au lieu de 3,45%) comme pour les Etats-Unis (5,5% à 3,7%). A ce rythme, vu le conflit en Ukraine, quel est le risque d'une récession?

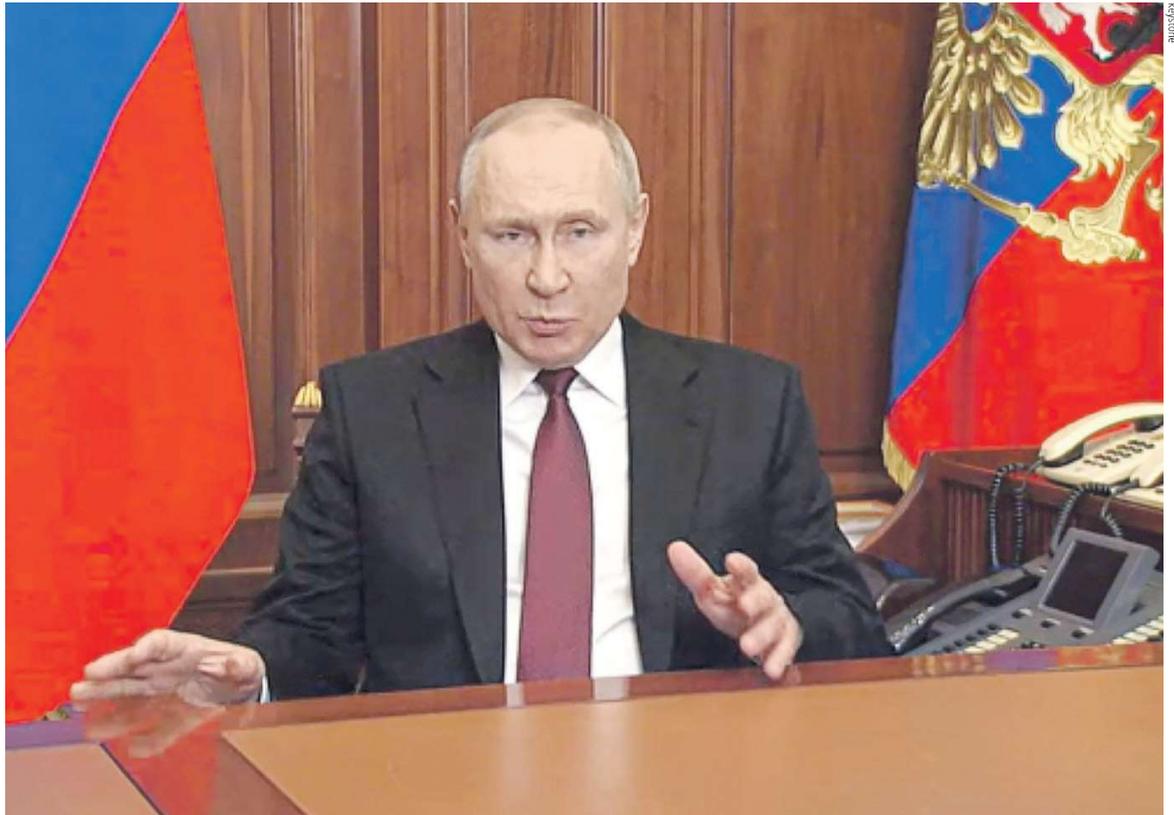
Daniel Varela: Ce fut la synthèse la plus difficile à faire depuis bien longtemps! Il a fallu émettre des hypothèses. Pour ma part, dans mon scénario de base, je considère que ce conflit ne va pas durer trop longtemps.

■ Quelle durée avez-vous en tête?

DV: J'envisage des semaines plutôt que des mois. Si c'est une affaire de mois, nous ferons face à un réel risque de récession, surtout en Europe. En revanche, si un cessez-le-feu intervient d'ici quelques semaines, nous éviterons la récession.

Fabrizio Quirighetti: Les chiffres précis comptent moins que la tendance. La croissance est touchée mais pas arrêtée. Même si on ne peut exclure le scénario farfelu dans lequel Vladimir Poutine mettrait un terme à la guerre, mais couperait les livraisons de gaz et de pétrole...

Par ailleurs, les Etats-Unis ne devraient être que marginalement affectés, sauf si le prix du baril de pétrole s'envole au-delà de 150 dollars. Par conséquent, l'économie mondiale devrait rester en expansion.



Moscou, le 24 février 2022. A 5h48, Vladimir Poutine annonce lors d'une allocution à la télévision le début de l'invasion russe en Ukraine: «J'ai pris la décision d'une opération militaire spéciale.»

■ Serge Ledermann, partagez-vous cette forme d'optimisme?

Serge Ledermann: Je n'en sais rien. Toutes les hypothèses sont ouvertes selon les experts militaires que nous avons consultés. L'élément qui ressort est qu'une initiative militaire de cette envergure ne peut durer trop longtemps car elle épuise les ressources, même celles de l'armée russe qui ne devrait pouvoir tenir à ce rythme au-delà d'un à deux mois. Nous avons débuté 2022 avec une détérioration du couple croissance-inflation, en raison de sortie de la pandémie. Il y avait un solide coussin croissance, de l'épargne à disposition et des bilans d'entreprises solides. La dynamique était donc porteuse. Aujourd'hui, ce scénario est modifié. La situation s'est dégradée du côté de l'inflation, plus vigoureuse, et de la croissance, plus faible.

■ Sommes-nous passés d'une inflation considérée comme temporaire, liée à la sortie de la pandémie,

à une hausse durable, voire structurelle, des prix, notamment en raison du renchérissement de l'énergie?

SL: C'était notre hypothèse de départ. A présent, le prix du pétrole devrait rester élevé, à moins d'une augmentation rapide de la production. Or l'OPEP+ ne bouge pas. Dans ce contexte, ceux qui espéraient une transition énergétique rapide pour se passer du gaz et de l'or noir réalisent que cela prendra du temps. Les investissements vont toutefois s'accélérer, en particulier en Europe. **DV:** Il y avait déjà un déficit de production avant la crise ukrainienne. L'idée d'un baril à 100 dollars ne choquait personne. A présent, une prime politique de 20 à 30 dollars s'y ajoute. Nous sommes entrés dans une période d'inflation qui nous a surpris. Le cercle vicieux prix-salaire commence à s'enclencher aux Etats-Unis.

■ Fabrizio Quirighetti, êtes-vous en ligne avec cette analyse?

FQ: Oui. N'oubliez pas non plus que l'ensemble des matières premières, y compris les métaux industriels ou les produits agricoles, voient leur cours augmenter. Il faudra donc observer comment les salaires en Europe réagiront à cette situation.

SL: Lors de la pandémie, en 2020, les autorités se sont vite décidées à faire marcher la planche à billets et à activer la politique budgétaire. Cela a permis de maintenir l'économie à flot et de la relancer. Actuellement, la France, pour la présidence, et les Etats-Unis, pour le renouvellement partiel des chambres, sont en périodes électorales. Ils vont mettre en place une politique de soutien pour compenser la hausse de la facture énergétique. L'interventionnisme budgétaire va donc durer. A moyen et long termes, se posera toutefois la question des conséquences sur l'endettement des Etats.

■ Jeudi passé, Christine Lagarde a réaffirmé l'engagement de la Banque centrale européenne

à «prendre toutes les mesures nécessaires» pour garantir la stabilité financière de la zone euro. A 5,8% sur un an, l'inflation dépasse de loin la cible de 2% de la BCE. Que va-t-elle faire?

FQ: L'inflation sous-jacente est plus basse en Europe qu'aux Etats-Unis (2,7% contre 6,4%) et donc pas aussi alarmante. Cela dit, mon scénario est que les banques centrales ont décidé de normaliser leur politique, y compris la Banque centrale européenne. Le conflit en Ukraine est à surveiller bien sûr mais pour le moment je ne vois pas de changement de direction. Les taux d'intérêt vont donc être relevés.

■ Voulez-vous dire que seul un énorme choc pourrait faire renoncer les banques centrales au durcissement en cours?

SL: Oui. Il y a deux enjeux. D'une part, l'ancrage des attentes inflationnistes. Les banques centrales ne veulent pas de changement du côté des agents. La Fed a tenu la première un langage dur dès

janvier. En année d'élection, un dérapage de l'inflation est à éviter. Le durcissement aura donc lieu.

D'autre part, il y a la notion du «put» de la Fed, cette idée qu'en cas de baisse trop forte des marchés, la banque centrale interviendra. Quel est ce niveau? Après trois ans de hausse importante, alors que le marché du travail est proche du plein emploi, il faudrait une chute des indices actions supérieure à 20-25% depuis le début de l'année pour qu'elle change d'attitude. Nous n'y sommes pas.

DV: Si la Fed a raison de resserrer sa politique monétaire, la BCE m'a un peu inquiété jeudi passé en se montrant si agressive vis-à-vis de l'inflation. Certes, son mandat est consacré à la stabilité des prix, mais la stagflation ou la récession guette si elle est trop «faucou» alors que l'on ignore où va la crise avec la Russie.

FQ: Il faut également prendre en compte le lien entre le taux de change et l'inflation pour expliquer cette attitude «faucou» de la Banque



«Si un cessez-le-feu intervient d'ici quelques semaines, nous éviterions la récession.»

Daniel Varela
Chief investment officer, Pigeat Galland



«Il y a déjà des vautours. Des banques d'affaires nord-américaines font des offres à des prix dérisoires pour des titres russes.»

Serge Ledermann
Fondateur, 1959 Advisors



«Je conseillerais à l'investisseur suisse de plutôt rester dans sa devise de base qui est déjà... en or!»

Fabrizio Quirighetti
Chief investment officer, Decalia

centrale européenne. En demeurant trop accommodante, ou préoccupée par la croissance et donc prête à intervenir, elle aurait pris le risque non seulement de voir les attentes d'inflation se désancrer, mais également d'alimenter la glissade de l'euro face au dollar, et donc augmenter encore mécaniquement l'inflation importée à travers les matières premières.

■ Et en Suisse, quel changement attendre de la Banque nationale suisse?

DV: La BNS ne fera probablement rien avant la BCE. Elle est déjà tout occupée à piloter le franc. Il y a dix jours l'euro a stoppé sa dépréciation à 1 franc pile. On ne peut rien prouver, mais la BNS a sans doute agi fortement.

■ Dans votre synthèse, l'objectif de change pour l'euro tombe à 99 centimes de franc d'ici novembre, contre 1,06 franc dans vos prévisions de novembre. La parité est-elle vraiment acquise?

SL: N'oubliez pas que le différentiel d'inflation entre la Suisse et la zone euro s'est accru. La parité n'est donc pas une surprise.

DV: Les calculs basés sur la parité des pouvoirs d'achat (PPP) entre la Suisse et la zone euro confirment un renforcement du franc sur la durée. En 2015, la valeur de l'euro était estimée à 1,20 franc. Actuellement, elle est à 1,05, soit pratiquement le cours du marché.

La synthèse complète de l'Isag est aussi à lire en page 14

«Il ne faut pas paniquer en sortant complètement des actions»

■ Le contexte actuel remet en question la plupart des convictions d'investisseurs.

Quels étaient vos choix avant la crise ukrainienne, et quels sont-ils aujourd'hui?

SL: Nous avions abordé 2022 en réduisant les actions américaines, très chères, pour revenir sur les marchés délaissés, comme l'Europe, l'Angleterre et le Japon, en mettant un accent sur les cycles plutôt que sur les matières premières.

Aujourd'hui tout le monde se précipite sur les matières premières. Quant aux actions, le choix européen vole en éclats. Ne devrions-nous pas nous réintéresser aux actions américaines, dans cette période de correction? Le Japon reste toujours entre deux. La grande question reste la Chine. Son rôle ambigu actuellement rend cet investissement périlleux, mais c'est la seule banque centrale qui devient plus accommodante.

FQ: Et les actions chinoises ne sont pas chères!

SL: Exactement. Augmenter les investissements sur les marchés chinois (dettes et actions) trotte dans la tête des investisseurs même si nous n'avons, pour notre part, pas encore franchi le pas.

■ Et pour vous, Fabrizio Quirighetti, quels sont les défis à relever au-delà du conflit en matière d'investissements?

FQ: Le problème au-delà du conflit est un problème d'allocation d'actifs ou de construction de portefeuille. Si l'inflation s'installe durablement au-delà de 3-4%, il sera difficile de rester trop longtemps en cash tant que

la rémunération, aujourd'hui nulle voire pire en Europe, ne compensera pas l'érosion de l'inflation sur le pouvoir d'achat de l'épargne. Un scénario de forte inflation nous force donc à prendre des risques et favoriser les actifs dit «réels», à savoir actions et matières premières.

La question est donc de savoir si le taux des banques centrales restera durablement bien en-dessous des chiffres de l'inflation, ce qui nous garantit ainsi la poursuite des taux réels négatifs plutôt favorables aux titres de croissance. Ou est-ce que tout à coup, elles prendront cet éventuel problème à bras le corps, en augmentant rapidement et violemment leurs taux? Quoi qu'il en soit, dans un tel scénario d'inflation élevée, on ne peut plus vraiment compter sur les obligations, que ce soit pour préserver son épargne en termes réels (c'était déjà le cas depuis 15 ans mais cela se voyait moins) ou pour balancer les risques au sein des portefeuilles, car l'effet de décorrélation ne fonctionne plus. Une allocation en matières premières, et notamment en or, fait donc du sens aujourd'hui. Toutefois, je conseillerais à l'investisseur suisse de plutôt rester dans sa devise de base, qui souffre beaucoup moins des autres de l'érosion de l'inflation, et de ne pas ajouter de l'or à sa devise qui est déjà... en or!

DV: Il ne faut pas paniquer en sortant complètement des actions car, si la situation s'apaise, les Bourses repartiront très fortement. Nous avons neutralisé les actions, mais conservons ce qui a été vendu en cash afin de saisir des opportunités lorsqu'elles se présentent. Effectivement, nous

DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE NETTEMENT REVUES À LA BAISSÉ

Novembre 2021

Evolution du PIB en 2022

États-Unis	5,50%
Suisse	3,45%
Zone Euro	5,00%

Inflation 2022

États-Unis	4,50%
Suisse	0,50%
Zone Euro	2,50%

Objectif novembre 2022

EUR/CHF	1,06
SMI (en points)	13.300

Isag

Mars 2022

Evolution du PIB en 2022

États-Unis	3,70%
Suisse	2,70%
Zone Euro	2,50%

Inflation 2022

États-Unis	5,50%
Suisse	2,00%
Zone Euro	5,00%

Objectif mars 2023

EUR/CHF	0,99
SMI (en points)	12.331

n'en sommes pas très loin car les ratios cours bénéfiques (PE ratios) ont passablement baissé. Peut-être pas suffisamment aux États-Unis. Dans tous les autres pays, les valorisations sont devenues intéressantes. Une fois que la situation sera apaisée, le Japon pourrait peut-être nous étonner.

■ Est-il possible d'engager des paris?

DV: Aujourd'hui, il est difficile de prendre des paris sur l'un ou l'autre des marchés. Un risque de baisse d'environ 10% reste plausible, mais le gros a été réalisé. Par ailleurs, il faut suivre ce qu'il se passe au niveau du marché des crédits. Admettant que nous échappions à la récession, notamment aux États-Unis, des primes de risque sont en train de se reconstituer. Elles peuvent devenir intéressantes d'ici quelques semaines.

■ Qu'en est-il des investissements russes? Faudra-t-il s'en désinvestir lorsque cela sera possible?

FQ: Quand cela sera à nouveau possible, il faudra peut-être songer à en acheter!

SL: Il y a déjà des vautours. Certaines banques d'affaires nord-américaines démarchent des fonds détenant des titres russes et leur font des offres à des prix dérisoires.

DV: Après la crise, quelle sera l'image de la Russie dans le monde? Elle pourrait devenir un grand Venezuela, un grand Soudan, un grand Iran, des marchés non investissables aujourd'hui.

■ Dans ce contexte de conflit européen, est-ce que les investisseurs risquent de se détourner de la Chine au regard de sa réticence à condamner la Russie?

FQ: Nous avons besoin de la Chine pour réaliser la transition énergétique qui requiert des ressources comme les terres rares ou d'autres métaux pour lesquels la Chine s'est assuré un

approvisionnement en Afrique. A moins de vouloir se tirer encore une balle dans le pied, en pensant que nous pouvons régler seul les problèmes, nous ne pouvons pas nous couper d'elle.

SL: La Chine représente 50% des pays émergents. Aujourd'hui il devient compliqué de ne pas être investi dans ce pays. Si la Chine fermait ses marchés, cela serait catastrophique. Même s'ils sont ambigus, les Chinois sont conscients de ces éléments-là et nous semblent avoir une approche assez pragmatique.

DV: La Chine, deuxième puissance mondiale, possède des marchés de capitaux, aussi bien obligataires et actions qui sont beaucoup plus importants que leur poids dans les indices. A moins d'une évolution négative du point de vue géopolitique, les investisseurs auront tendance à renforcer le poids de la Chine dans leurs portefeuilles.

■ Ce conflit accentue-t-il la dédollarisation qui avait été déjà amorcée par certains pays, notamment la Chine et la Russie?

FQ: A la place d'un tyran ou d'un régime autoritaire, je réfléchirais à deux fois aujourd'hui avant de placer ma fortune ou les réserves de change de ma banque centrale dans des bons du trésor américain ou des actifs qui pourraient être bloqués/saisis du jour au lendemain. D'un point de vue financier, la division Est-Ouest est donc en train de se recréer. Aujourd'hui, selon le classement de la BRI, le renminbi arrive en huitième position après le dollar, l'euro, le yen, la livre sterling, le dollar australien, le dollar canadien et le franc suisse. Je suis certain que dans vingt ans, la Chine se hissera dans le top 3 ou 4.

DV: La convertibilité représente leur objectif. Toutes les décisions prises vont dans ce sens-là. Le yuan aura tendance à s'imposer et va suivre la route de la soie si elle peut être mise en place.

SL: De manière rationnelle, nous ne pouvons pas envisager que la Chine mette en jeu ce destin planétaire et son poids en se mettant à dos l'Europe et les États-Unis.

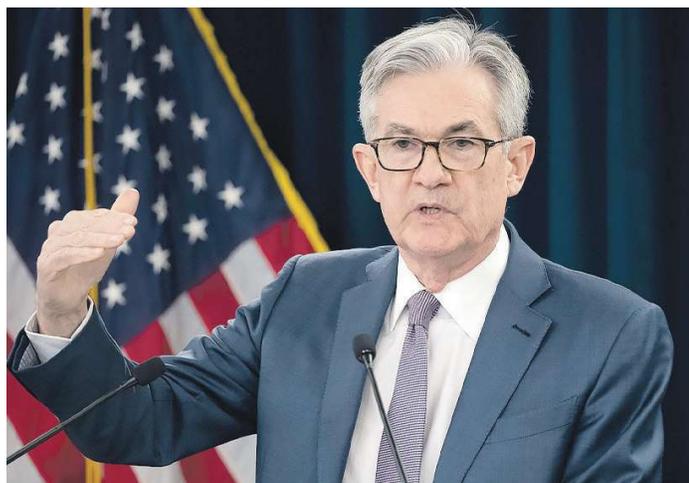
DV: Nous sommes à un point d'inversion. Ce n'est pas la fin du dollar, mais nous pouvons imaginer que de nombreuses banques centrales de pays non démocratiques auront tendance à réduire leur détention de dollars. Cela pourra affaiblir le dollar et par la même occasion renforcer l'or.

■ Les cryptomonnaies comme le bitcoin, qui cède 20% depuis le 1^{er} janvier, semblent s'afficher sous un jour nouveau à la lumière de la crise actuelle? Quelles leçons pouvons-nous en tirer?

FQ: Premièrement, qu'elles ont souffert comme beaucoup d'actifs de la remontée des taux enclenchée depuis quelques mois. Deuxièmement, qu'elles n'offrent pas vraiment une meilleure protection que l'or en cas de crise. Finalement, elles ne sont pas (encore?) complètement déconnectées du système économique et financier puisque ses utilisateurs peuvent être facilement tracés du fait même de la technologie. Les Russes qui paient en crypto sont immédiatement attrapés.

SL: Le bitcoin a été dépeillé de son intention initiale puisque cela devait être un paiement centralisé indépendant des banques centrales. Cet actif, censé être de thésaurisation, de décorrélation a vu ces cases décochées les unes après les autres. Les intentions de départ ne correspondent pas à la réalité d'aujourd'hui.

DV: Par contre, la technologie derrière elle semble vouée à un bel avenir. De grands intervenants sur les marchés, comme les banques, s'intéressent beaucoup à cette technologie de blockchain qui continuera de se développer. **FL/CR**



Jerome Powell. Le président de la Réserve fédérale devrait annoncer ce mercredi un relèvement des taux directeurs pour tenter de faire ralentir l'inflation, tout en essayant de ne pas trop peser sur la croissance.