

Vontobel

Investors' Outlook

Trois bols de porridge



Septembre 2023

2 Sommaire

3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Pendant que ça refroidit ...

6 Points saillants du marché

Inflation: prêt pour une expérience savoureuse ou piquante ?

8 Gros plan sur les classes d'actifs

12 Prévisions

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

Corinne Gretler,
Senior Investment Writer,
Vontobel
Investment Content Team,
Vontobel

Auteurs*

Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition: Octobre 2023)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

6 septembre 2023

Remarques

* voir « Attestation des analystes » dans les
« Remarques juridiques » à la page 17

Trois bols de porridge



—
Dan Scott
 Head of Vontobel Multi Asset,
 Vontobel

Chers lecteurs,

À l'heure où cette publication revient sur le feu, l'économie et les marchés n'ont, eux, pas cessé de mijoter.

En l'espace d'un été, les circonstances ont changé, mais la popote s'est poursuivie avec tous les ingrédients qui préoccupent les investisseurs: les taux d'intérêt, l'inflation et le débat sur l'éventualité d'une récession. Face à la résilience surprise de l'économie, la Réserve fédérale américaine (Fed) a abaissé ses prévisions de récession. Nombre d'investisseurs tablent désormais sur un atterrissage en douceur et sur des taux élevés pour les années à venir.

Nous continuons, pour notre part, d'anticiper une récession, mais vers la fin de l'année. La loi US sur la réduction de l'inflation a eu des effets stimulants, les consommateurs se portent bien et semblent désireux de poursuivre leurs dépenses avant un ralentissement, et le marché du travail n'a cessé de surprendre, notamment lors des innombrables négociations salariales.

L'absence de tout atterrissage serait idéale (qui souhaiterait une récession?), mais la maîtrise de l'inflation serait alors compliquée et la Fed devrait sans doute poursuivre ses relèvements, avec tous les effets négatifs que cela implique. Cela étant, tout zèle trop prononcé de la Fed pourrait entraîner une profonde récession et un effet domino: réduction des investissements des entreprises et des dépenses de consommation, et forte hausse des taux de défaillance. La Fed devrait alors réduire ses taux de manière agressive pour sauver l'économie, mais l'impact de ses mesures ne serait pas immédiat et risquerait de provoquer une nouvelle flambée inflationniste.

Le scénario d'un atterrissage en douceur serait le meilleur, car la destruction de la demande contribuerait à la maîtrise de l'inflation et permettrait aux banques centrales de faire une pause, voire de réduire leur taux. Cela réduirait aussi la volatilité des prix des actifs.

Pour donner une analogie permettant de décrire les différents scénarios, disons que la situation actuelle nécessite de trouver la bonne température, un peu comme dans le conte où c'est finalement le troisième bol de porridge des trois ours que Boucle d'or trouve à son goût: ni trop chaud, ni trop froid, mais juste à point.

Ailleurs, les points faibles ne manquent pas. En Chine, la reprise a calé alors que de nombreux investisseurs l'attendaient pour stimuler la croissance mondiale. Cette déception souligne la validité de notre point de vue selon lequel Pékin devrait déployer un effort de relance plus dynamique, même si nous n'anticipons pas une «relance à grands coups de bazooka».

Récession ou pas, la diversification du portefeuille peut compenser la volatilité des marchés. Lors de sa dernière réunion, notre Comité d'investissement a réduit les actifs à risque et ajouté une pincée d'actifs sans risque. Dans ce numéro d'Investors' Outlook, découvrez la dynamique des titres obligataires et du pétrole, ainsi qu'une liste détaillant les facteurs d'inflation.

Nous sommes ravis de partager notre bol de porridge avec vous. Et d'essayer de faire en sorte que tout se passe bien.

→ **Webcast**

Pour visionner notre webcast sur les récents développements du marché, cliquez [ici](#).

4 Stratégie d'investissement



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Pendant que ça refroidit...

Ceux qui anticipaient un mois d'août calme pour les marchés financiers ont été pris au dépourvu. Les nouvelles en provenance des Etats-Unis ont soufflé le chaud et le froid avec les forts contrastes de la première économie mondiale: la note de la dette à long terme a été dégradée du fait de la détérioration attendue des finances publiques et de l'alourdissement du fardeau de la dette publique, et les notes de plusieurs banques ont été abaissées en raison des problèmes que pose la forte hausse des taux d'intérêt. La tension prévalant sur le marché du logement a toutefois stimulé la construction, la robustesse du marché du travail a créé de nouveaux emplois et la vigueur de la consommation a permis de maintenir les dépenses.

Toute la question est de savoir combien de temps cela durera. Plus très longtemps, estimons-nous. Le marché du travail a récemment enregistré les plus faibles progressions mensuelles depuis plus de deux ans et l'épargne excédentaire s'est réduite. Le durcissement de la Fed n'est pas encore à son paroxysme et il devrait se terminer par une récession au tournant de l'année.

Cela étant, l'économie US se porte toutefois mieux que ses pairs. Dans la zone euro, où les services semblent suivre le secteur manufacturier dans la voie de la contraction, la situation est préoccupante. Quant à la Chine, les défis y sont multiples. Outre des ventes au détail et une production industrielle inférieures aux prévisions, le secteur immobilier y est confronté à de fortes turbulences et le chômage des jeunes y atteint des records. En cas de contagion de la situation chinoise, c'est sans doute l'Europe qui serait la plus impactée.

Comme nous avons bénéficié d'un fort rebond des actions, le moment nous semble venu de mettre un terme à notre surpondération sur cette classe d'actifs tout en recherchant des opportunités dans certaines régions. Découvrez le détail des modifications apportées à notre allocation à la page 5.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités			↗			Souhaitant réduire le risque dans nos portefeuilles, nous abandonnons notre surpondération sur les actions et réalouons une partie des produits réalisés aux liquidités, qui passent de sous-pondérées à neutres. Ces liquidités doivent nous permettre de saisir toute opportunité qui se présenterait.
2 Obligations			→			Les données US étant meilleures que prévu, les investisseurs misent sur des taux élevés pendant plus longtemps, de sorte que les rendements des emprunts d'État ont augmenté tout l'été. Notre scénario de base (ralentissement de la croissance, baisse de l'inflation et amorce des réductions de la Fed début 2024) table néanmoins sur une baisse des rendements. Nous restons surpondérés sur les emprunts d'État et les obligations émergentes, neutres sur l'Investment Grade et négatifs sur le haut rendement. Nous apprécions les obligations émergentes, car l'affaiblissement du dollar US (notre hypothèse de base si la Fed devient accommodante) tend à favoriser cette sous-classe d'actifs.
3 Actions			↘			Après un rebond de près de 30% jusqu'à la fin juillet*, nous estimons judicieux d'immobiliser certains gains. Nous réduisons de légèrement surpondérée à neutre notre exposition aux actions émergentes. Si certains marchés émergents maintiennent une dynamique positive, la Chine a, elle, déçu. Malgré une valorisation attrayante, l'économie reste très endettée, le calendrier des mesures de relance reste vague, la confiance des investisseurs s'effrite et les révisions de bénéfices sont faibles. Nous réduisons aussi les actions européennes à une double sous-pondération. Cela tient à la détérioration récente des indicateurs avancés et au profil cyclique plus marqué de la zone euro, ainsi qu'au risque de contagion de la situation chinoise qui affecterait surtout la région – ce qui contraste fort avec le 1 ^{er} semestre, où nombre d'indices bénéficiaient de leur forte exposition à la «réouverture de la Chine». La qualité, la résilience et la prévisibilité des bénéfices existent néanmoins dans certaines régions. Nous réalouons une partie du capital aux actions US et suisses. L'économie US s'en sort mieux que les autres, semble avoir une longueur d'avance dans la lutte contre l'inflation et demeure globalement une région défensive. Nous apprécions les actions suisses pour leur caractère défensif et résilient, et, surtout, pour le franc suisse. Les deux régions passent de neutres à légèrement surpondérées. Nous sommes globalement neutres sur les actions.
4 Or				→		Après un fort rebond, l'or a perdu une partie de ses gains, notamment parce que le marché ne mise plus sur une baisse des taux de la Fed en 2023. Cela a tout autant fait grimper les rendements réels US que le dollar US, dont les évolutions sont inverses à celles de l'or. Continuant toutefois d'anticiper une récession US en fin d'année et une baisse des taux de la Fed au 1 ^{er} trimestre 2024, nous maintenons une légère surpondération sur l'or.
5 Matières premières			→			Portées par le complexe énergétique, les matières premières ont réalisé une solide performance le mois dernier. L'action coordonnée de l'OPEP, le resserrement de l'offre et les craintes d'une escalade entre la Russie et l'Ukraine ont poussé les prix du pétrole à la hausse. Nous restons neutres sur les matières premières.
6 Stratégies alternatives			→			Nous restons neutres sur les investissements alternatifs.

Évolution par rapport au mois précédent: identique → augmentation ↗ réduction ↘

* Se réfère à l'indice MSCI ACWI Net Total Return du 30.09.2022 au 31.07.2023, en USD et en termes absolus.

Inflation: prêt pour une expérience savoureuse ou piquante ?

L'inflation peut s'apparenter à une sensation de faim: elle va et vient par vagues. La « grande inflation » qui a frappé les États-Unis entre 1965 et 1982 en est une flagrante illustration. Or, l'inflation a récemment repris, ce qui pose la question de savoir si une deuxième vague n'est pas imminente.



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Tableau 1: Inflation: liste de contrôle pour la deuxième vague

	CE QU'IL FAUT	CHECK?
Politique monétaire	Fortes augmentations de la masse monétaire	
	Taux d'intérêt réels fluctuants	
	Faiblesse significative de la devise	
Chocs de la demande	Fortes croissances économiques	
	Renforcement substantiel de l'engagement budgétaire	sous observation
	Anticipations d'inflation non ancrées	
Chocs de l'offre	Nouveaux chocs des prix de l'énergie	
	Problèmes logistiques mondiaux	
	Pénurie de logements	<input checked="" type="checkbox"/>
	Pénurie de main-d'œuvre	<input checked="" type="checkbox"/>

Remarque: il n'est pas nécessaire que tous les signaux soient émis pour assister à une deuxième vague d'inflation; dans le cas extrême, deux ou trois suffisent déjà amplement. La mise en œuvre d'une politique monétaire expansive (au moins l'un des trois premiers arguments) constitue néanmoins une condition nécessaire à toute hausse de l'inflation.

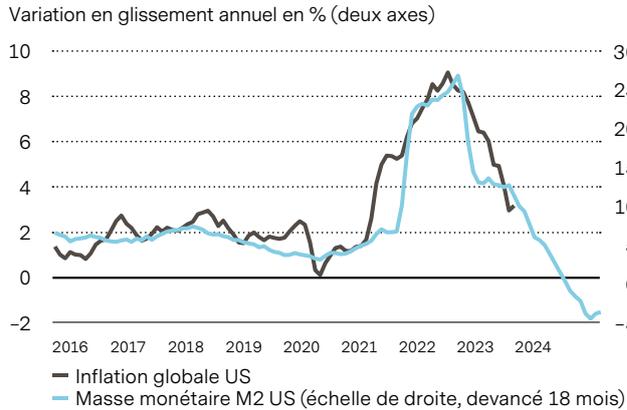
Source: Vontobel

Nous avons, à cet égard, dressé une liste de contrôle passant en revue dix facteurs potentiels d'inflation (tableau 1). Il n'est pas nécessaire que ces facteurs se produisent simultanément: deux ou trois peuvent suffire à déclencher une deuxième vague.

Arguments plaçant contre

Une politique monétaire expansionniste constitue un préalable obligatoire pour une deuxième vague. Cela peut revêtir la forme d'une augmentation de la masse monétaire, de taux d'intérêt réels fluctuants ou d'une faiblesse substantielle de la devise. Le critère « politique monétaire expansionniste » ne nous semble actuellement pas rempli. De fait, la croissance actuelle de la masse monétaire est négative, ce qui laisse présager une baisse des niveaux d'inflation (graph. 1). De plus, les taux d'intérêt réels évoluent clairement en territoire restrictif. Enfin, les craintes d'un nouveau durcissement monétaire ont entraîné une nouvelle appréciation du dollar US. D'autres facteurs contredisent également l'idée d'une deuxième vague. L'Université du Michigan relève que les attentes des consommateurs en matière d'inflation restent bien ancrées, tandis qu'un indicateur de la Réserve fédérale de New York souligne la normalisation des chaînes d'approvisionnement.

Graph. 1 : La croissance de la masse monétaire laisse présager une baisse de l'inflation

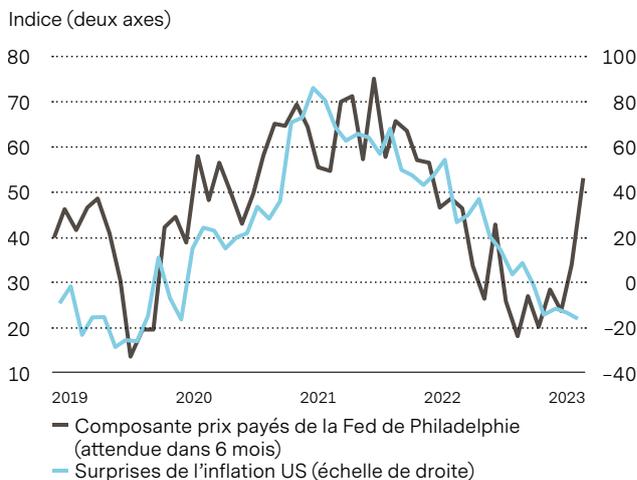


Source : LSEG, Vontobel

Arguments plaçant (encore) contre

La faiblesse de l'économie mondiale contredit également (encore) l'idée d'une deuxième vague. Les indicateurs avancés, tels que l'indice des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière mondiale, continuent de dresser un tableau très modéré de la situation. Deuxième économie mondiale, la Chine est en outre confrontée à la déflation plutôt qu'à l'inflation, ce qui risque d'exercer des pressions négatives sur les prix dans le reste du monde. Certaines données récentes suscitent néanmoins des interrogations. Des enquêtes menées par les banques centrales régionales US sur la situation du secteur manufacturier US indiquent parfois des prix payés et des prix facturés nettement plus élevés. De mauvaises surprises ne sont donc pas exclues en matière d'inflation dans les mois à venir (graph. 2). Il est également important de garder un œil sur les prix de l'énergie. Le pétrole et le gaz se négocient actuellement bien en deçà des sommets de l'année dernière. L'OPEP+ semble néanmoins

Graph. 2 : L'inflation pourrait à nouveau surprendre à la hausse



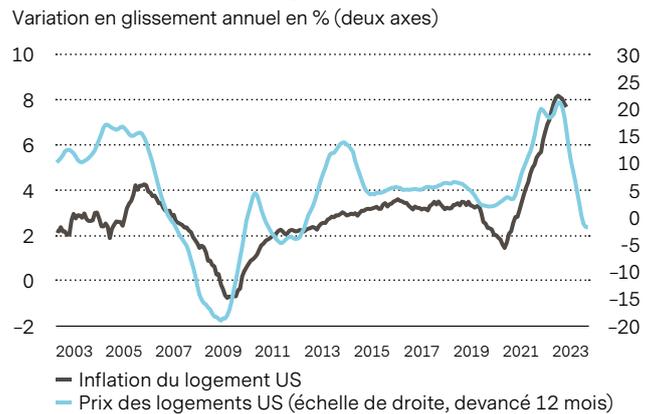
Source : LSEG, Vontobel

déterminée à réduire davantage la production de pétrole et à resserrer l'offre, ce qui a récemment fait grimper les prix du pétrole. Porté par l'inquiétude des investisseurs quant à d'éventuelles grèves en Australie, le prix du gaz naturel a lui aussi fortement augmenté en août.

Motifs d'inquiétude actuels

La situation est différente sur le plan de l'offre. L'inflation du logement représente ainsi encore près de 50% de l'inflation de base aux États-Unis. Divers indicateurs, tels que les prix des logements aux États-Unis ou l'indice NAHB du marché du logement, suggèrent toutefois un affaiblissement du marché du logement (graph. 3). Autre facteur lié à l'offre, le marché du travail demeure très robuste, ce qui pourrait fortement peser sur les salaires et déclencher ainsi une spirale salaires-prix. Les entreprises continuent bien à créer des emplois, mais les rapports récents sur le marché du travail a également mis en évidence une lente dégradation du marché de l'emploi.

Graph. 3 : Les prix des logements laissent présager une baisse de l'inflation du logement



Source : LSEG, Vontobel

Dans ce contexte, il convient que les investisseurs aient bien à l'esprit le fait que leur horizon temporel peut être différent et que la situation peut évoluer rapidement. Il est donc important de passer en revue la totalité des facteurs de notre liste susceptibles de déclencher une deuxième vague.

L'histoire des rendements et des maturités courtes



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Malgré le dynamisme du marché obligataire baissier, les rendements du Trésor semblent proches d'un pic cyclique et devraient être inférieurs dans six à douze mois. Le ralentissement économique et l'assouplissement de la Fed devraient déclencher une pentification haussière de la courbe des taux, avec des taux à court terme baissant plus rapidement que ceux à long terme.

Le rendement à 10 ans se négocie actuellement au-dessus de 4,3%, un sommet jamais atteint depuis novembre 2007. Après les politiques de taux zéro, cela nous semble élevé. Cette hausse tient essentiellement à la composante réelle du rendement, portée par un taux directeur plus élevé de la Fed ou une amélioration des anticipations de croissance, mais avec une variation minime des anticipations d'inflation. Le taux de croissance annualisé sur 10 ans du PIB nominal pourrait servir de référence pour examiner la tendance à long terme des taux d'intérêt (Graph. 1). La tendance de la croissance à 10 ans est à la hausse et évolue à son plus haut niveau depuis la crise Lehman de 2008. Cela fait plus de 20 ans que le rendement à 10 ans n'a pas terminé un trimestre au-dessus du taux de croissance nominal à 10 ans. Les rendements

obligataires pourraient donc ne pas augmenter davantage dans le cycle actuel.

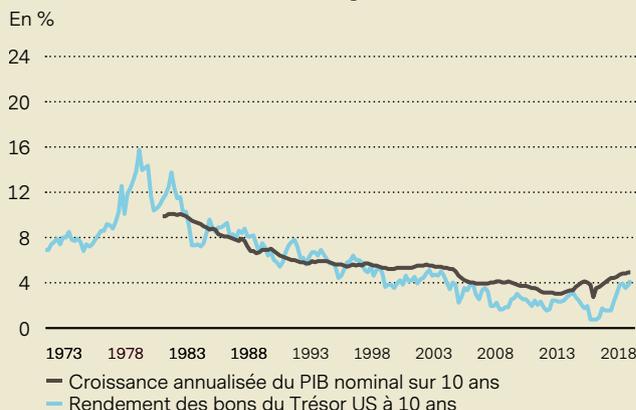
Les titres obligataires ne sont pas tous égaux

Le potentiel de rendement absolu des titres obligataires reste convaincant, mais nous privilégions des segments plus défensifs et de meilleure qualité, comme les bons du Trésor. Les entreprises offrent peu de valeur, car l'augmentation des coûts du service de la dette devrait éroder la couverture des taux d'intérêt et donc la qualité du crédit. Le durcissement des normes de prêt des banques entraîne une hausse des défaillances.

Les entreprises mal notées doivent remplacer les dettes contractées pendant la période des taux bas et des programmes d'assouplissement quantitatif. Ces entreprises ont en moyenne jusqu'à cinq ans pour trouver un nouveau financement, soit le délai le plus court jamais observé. Les obligations arrivant à échéance au cours des deux prochaines années présentent un volume record de 127 milliards USD (graph. 2). Ce « mur d'échéances » représente 9% du marché à haut rendement.

Lorsque les obligations ont moins d'un an d'échéance, elles intègrent le bilan de l'entreprise, ce qui peut conduire à des dégradations de notations. Comme les variations de spreads précèdent généralement les dégradations d'un à deux trimestres, une réaction négative des spreads peut commencer 18 mois avant la date officielle d'échéance de l'obligation. Ce mur d'échéances devrait constituer une préoccupation majeure des investisseurs à haut rendement au cours de l'année à venir, notamment du fait de l'augmentation des frais de financement.

Graph. 1 : Croissance du PIB nominal à 10 ans et tendance des rendements obligataires



Source : Bloomberg, Vontobel

Graph. 2 : Mur des échéances (de l'inquiétude) : échéances obligataires record de 127 mia. USD à deux ans



Source : Bloomberg, BofA Global Research, indices de données ICE, Vontobel

Adapter la recette



— **Mario Montagnani**
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Sur les bourses mondiales, les hausses ou les baisses sont rarement rectilignes. Après les fastes de juillet, l'indice MSCI ACWI s'est fortement rapproché de la zone de marché haussier. Ensuite, durant un mois d'août torride, les investisseurs qui attendaient impatientement des arguments en faveur d'une correction pendant la période estivale n'ont pas été déçus.

En juillet, les marchés boursiers ont été confrontés à un élargissement de l'écart entre les taux US à court terme et à long terme, à une tension croissante sur les valorisations, essentiellement du fait de réévaluations (graph. 1), et à des données d'inflation peu encourageantes laissant présager une hausse modérée dans la plupart des pays développés. À cela sont ensuite venus s'ajouter la dégradation, de AAA à AA+, du crédit US par l'agence de notation Fitch, ainsi que le rebond des prix des matières premières, l'affaiblissement des données économiques dans la plupart des économies développées et l'aggravation de la situation en Chine.

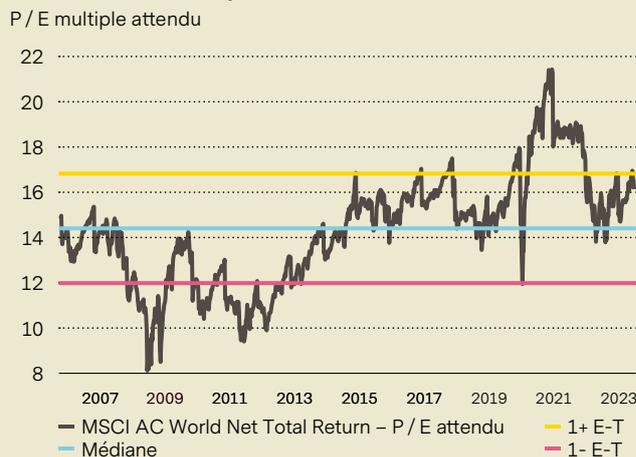
En plus de tout ce faisceau d'éléments, il paraît bien difficile de trouver à court terme de bonnes nouvelles soutenant les marchés d'actions. En fait, la solide sur-

prise des bénéfices portée par les rapports du 2^e trimestre n'a guère profité aux marchés d'actions: signe que la plupart des bonnes nouvelles semblent déjà avoir été intégrées à court terme, les marchés ont à peine réagi (graph. 2).

Quel parti en prenons-nous? Le principe d'une récession étant largement anticipé, nous estimons que les investisseurs disposant d'un horizon d'investissement de neuf mois devraient conserver un point de vue constructif sur les actions. Le pire semble désormais passé pour cette classe d'actifs qui suit actuellement un schéma de reprise classique après un ralentissement: l'agitation à court terme finit par céder la place à une remontée. Nous fondons nos réflexions sur la perspective d'une pause des relèvements de la Fed au 3^e trimestre 2023 et d'un pivotement dès le 1^{er} trimestre 2024.

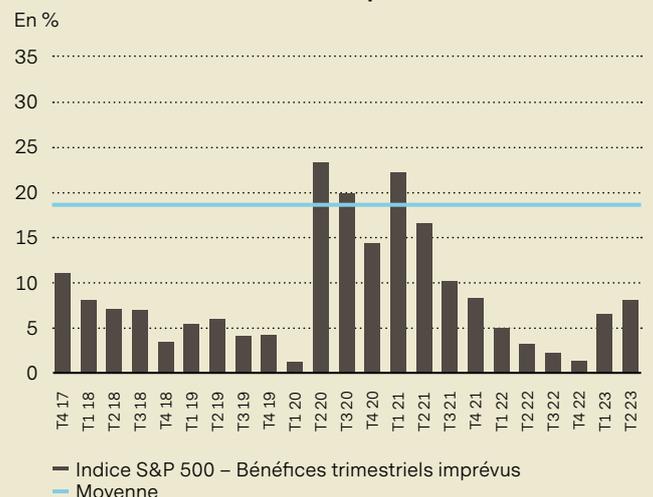
D'autant que, historiquement, les marchés ont également gagné en efficacité, sont structurellement plus solides et sont moins endettés. Cela étant, et en l'absence de catalyseurs, la volatilité devrait prévaloir à court terme. Le Comité d'investissement de Vontobel a donc ajusté sa stratégie en mettant un terme tactique à sa surpondération de longue date sur les actions. Nous avons réalloué une partie des produits aux liquidités, tout en continuant toutefois à rechercher des opportunités dans certaines régions marquées au sceau de la qualité et de la prévisibilité des bénéfices. Plus de détails en page 5.

Graph. 1 : Les évaluations P / E Ratio attendu bénéficient de réévaluations depuis un an



Source : LSEG, Vontobel

Graph. 2 : Actions US : un 1^{er} trimestre marqué par une nette inflexion des bénéfices imprévus



Source : LSEG, Vontobel

Pétrole brut: tension sur l'offre contre la faiblesse de la demande



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Cet été, la hausse des prix du pétrole brut a semblé suivre celle des températures étouffantes. Alors que le baril cotait à près de 74 USD à la mi-juillet, il a ensuite rebondi pour frôler la barre des 90 USD au début du mois d'août et la dépasser même le mois suivant.

Le resserrement orchestré par l'OPEP+ a fait grimper les prix

L'essentiel de la hausse tient aux préoccupations concernant l'offre. Alors que les acteurs du marché doutaient que l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et ses alliés (OPEP+) puissent appliquer les réductions de production qu'ils avaient annoncées, les données du mois de juillet leur ont donné tort. Le rapport mensuel du cartel indique ainsi que, par rapport au mois de juin, la production de pétrole brut de l'OPEP-13 a, en juillet, baissé d'environ 836 000 millions de barils par jour (bpj), à 27,31 millions bpj. Cela tient essentiellement aux réductions agressives de la production saoudienne (-980 000 bpj), qui ont notamment compensé l'augmentation de l'offre hors OPEP+ (graph. 1). Ensuite, l'annonce d'une extension de ces réductions, d'abord jusqu'en septembre, puis jusqu'en décembre.

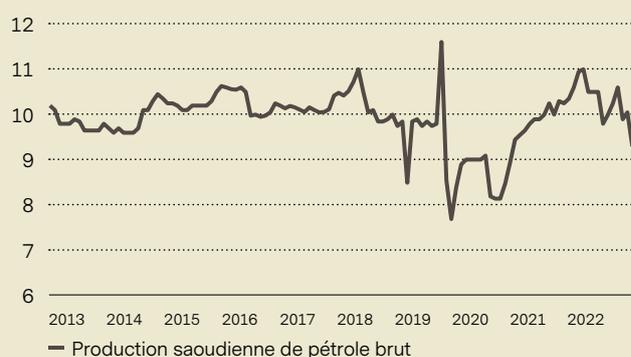
Après avoir produit plus de pétrole que prévu, la Russie a suivi le mouvement et a annoncé vouloir réduire son offre de 300 000 bpj en septembre et a ensuite également prolongé la réduction jusqu'en décembre. De nombreuses raffineries US ont, en revanche, augmenté leur taux d'utilisation au cours de l'été. Cela a entraîné une hausse des prélèvements de pétrole brut et une diminution des stocks, ce qui fait craindre un déficit dans les mois à venir (graph. 2).

Les risques de hausse sont bridés par la faiblesse de l'économie

Tant que l'OPEP+ continuera à « maîtriser » l'offre du secteur, les prix du pétrole devraient continuer à se négocier au-dessus des 80 USD. Les dernières réductions ont surpris les marchés et entraînent un risque de déficits d'offre et de hausse des prix. Ici les facteurs qui pourraient brider ces évolutions: La croissance économique mondiale est toujours à la peine et l'économie chinoise éprouve certaines difficultés, notamment dans le secteur de l'immobilier. Le risque d'une récession US nous semble, en outre, toujours d'actualité. Si la récession ne devait finalement pas survenir, l'alternative ne serait guère plus réjouissante: une économie US plus robuste pourrait en effet contraindre la Fed à maintenir plus longtemps les taux d'intérêt à un niveau plus élevé, ce qui soutiendrait le dollar US et pèserait sur le pétrole.

Graph. 1 : L'Arabie saoudite assume actuellement la plus grande partie des réductions

Millions de barils par jour

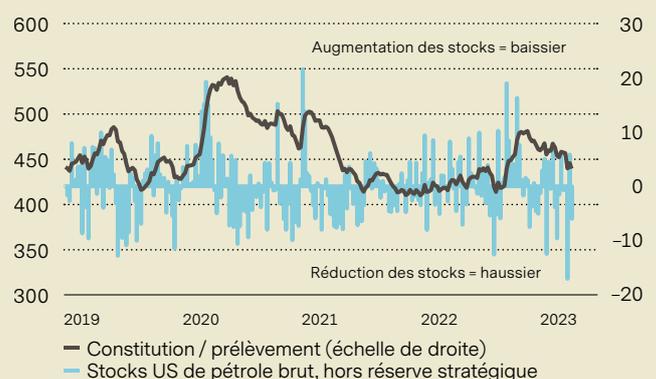


Source : LSEG, Vontobel

Graph. 2 : Prélèvements en hausse sur les stocks de pétrole brut

Barils, en milliers

Variation hebdomadaire, en milliers



Source : LSEG, Vontobel

Vers un regain d'une vue baissière sur le dollar US ?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Les taux d'intérêt US élevés, la robustesse de l'économie US et la morosité du climat des investissements étrangers ont collectivement contribué à la force du dollar US cet été (graph. 1). L'approche du pic des taux de la Fed et les signes d'un revirement de l'économie US devraient raviver la vue baissière sur le dollar.

Le resserrement des écarts de croissance et de taux d'intérêt, lesquels soutenaient le dollar depuis le début de 2021, assombrit désormais les perspectives de la monnaie US pour les mois à venir. Les écarts de taux d'intérêt favorables au dollar ont déjà fort baissé depuis fin 2022, avec le durcissement de la politique monétaire des banques centrales européennes.

Concernant la dynamique cyclique entre les États-Unis et la zone euro, la Fed est à la pointe: elle a commencé à relever ses taux d'intérêt en mars 2022, la Banque centrale européenne (BCE) en juillet 2022. Au vu des progrès de la lutte contre l'inflation aux États-Unis, la Fed devrait atteindre son pic de taux d'intérêt avant la BCE et procéder à sa première baisse de taux avant son homologue européenne. Ce calendrier demeure toutefois incertain.

Les récentes données en provenance de la zone euro ont modéré les attentes d'un relèvement de la BCE le 14 septembre, mais les marchés intègrent toujours un risque mineur (8 pb) de relèvement et sont à 50/50 sur une nouvelle hausse de 25 pb avant la fin de l'année. Pour l'heure, cependant, nos perspectives positives concernant l'écart de rendement relatif euro/dollar restent valables (graph. 2).

Des facteurs d'incertitude se profilent à l'horizon

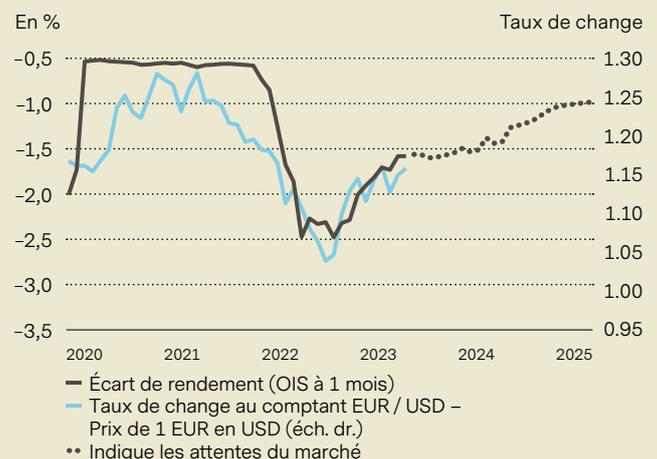
En début d'année, la principale préoccupation était de déterminer quand l'inflation atteindrait son pic et d'estimer le moment où le pic des taux surviendrait. Cela est en partie résolu, car nous avons déjà connu des pics d'inflation. L'attention se porte désormais sur l'actualité chinoise dont les répercussions pourraient être importantes sur la paire euro/dollar au cours de l'année. Toute amélioration de la situation en Chine pourrait profiter à la paire euro/dollar. A l'inverse, tout nouveau recul pourrait avoir un impact négatif sur les marchés mondiaux et renforcer l'aversion au risque tout en accroissant le potentiel de baisse de l'euro à l'approche du 2^e semestre.

Graph. 1 : Le dollar se renforce



Source : Bloomberg, Vontobel

Graph. 2 : L'écart de rendement relatif soutient encore la vue haussière sur l'euro



Source : Bloomberg, Vontobel

Conjoncture et marchés financiers 2021 – 2024

La liste suivante présente les valeurs effectives, cours de change et prix pour le produit intérieur brut (PIB), l'inflation et les prévisions d'inflation, les taux directeurs de la Banque centrale, les emprunts d'État à dix ans, les taux de change et les matières premières de 2021 à 2022, ainsi que les prévisions du consensus pour 2023 et 2024.

PIB (EN%)	2021	2022	ACTUEL¹	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Mondial (G20)	5,6	2,6	3,5	2,4	2,2
Zone euro	5,3	3,5	0,6	0,6	0,9
États-Unis	5,9	2,1	2,6	2,0	0,8
Japon	2,3	1,1	2,0	1,6	1,0
R.-U.	8,5	4,0	0,4	0,2	0,5
Suisse	4,3	2,0	0,7	0,8	1,4
Australie	5,3	3,6	2,3	1,5	1,4
Chine	8,4	3,0	6,3	5,2	4,6

INFLATION	2021	2022	ACTUEL²	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Mondial (G20)	3,5	7,3	3,7	5,1	4,0
Zone euro	2,6	8,4	5,3	5,5	2,5
États-Unis	4,7	8,0	3,2	4,1	2,5
Japon	-0,3	2,5	3,3	3,0	1,9
R.-U.	2,6	9,1	6,8	7,4	3,0
Suisse	0,6	2,9	1,6	2,3	1,6
Australie	2,9	6,6	6,0	5,6	3,2
Chine	0,9	2,0	-0,3	0,8	2,0

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	-0,50	2,00	3,75	3,89	3,41
USD	0,25	4,50	5,50	5,50	4,50
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,07
GBP	0,25	3,50	5,25	5,60	4,95
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,97	1,61
AUD	0,10	3,10	4,10	4,25	3,80
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR (Allemagne)	-0,2	2,6	2,54	2,31	2,13
USD	1,5	3,9	4,25	3,86	3,62
JPY	0,1	0,4	0,66	0,68	0,72
GBP	1,0	3,7	4,45	4,09	3,62
CHF	-0,1	1,6	1,00	1,16	1,11
AUD	1,7	4,1	4,16	3,83	3,39

TAUX DE CHANGE	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS POUR LA FIN 2024
CHF / EUR	1,04	0,99	0,96	0,98	0,98
CHF / USD	0,91	0,94	0,89	0,89	0,89
CHF / 100 JPY	0,79	0,72	0,61	0,65	0,65
CHF / GBP	1,23	1,12	1,11	1,13	1,13
USD / EUR	1,14	1,06	1,08	1,11	1,11
JPY / USD	115,00	130,00	146,00	136,00	136,00
USD / AUD	0,73	0,67	0,64	0,68	0,68
GBP / EUR	0,84	0,88	0,86	0,87	0,87
CNY / USD	6,37	6,91	7,29	7,10	7,10

MATIÈRES PREMIÈRES	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	79	86	84	84	87
Or, USD par once troy	1829	1824	1915	1975	2015
Cuivre, USD par tonne métrique	9720	8372	8360	8500	8802

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 25 août 2023

Remarques juridiques

Annexe à la publication et mentions légales

1. Attestation des analystes

L'analyse financière contenue dans le présent rapport Vontobel a été élaborée par l'unité organisationnelle compétente en la matière (départements Group Investment Strategy, Global Equity Research et Global Trend Research, analyse buy-side) de Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurich, téléphone +41 58 283 71 11 (vontobel.com) ou Vontobel Asset Management AG, Genferstrasse 27, CH-8022 Zurich, tél +41 (0)58 283 71 50 (www.vontobel.com/am). Bank Vontobel AG est placée sous la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA, Einsteinstrasse 2, 3003 Berne (finma.ch/f/). Les auteurs mentionnés en deuxième page du présent document attestent que cette étude reflète intégralement et précisément leur opinion quant aux instruments financiers et sociétés émettrices analysés et qu'ils n'ont perçu aucune rémunération directe ou indirecte en contrepartie de leurs appréciations ou opinions spécifiques formulées dans la présente analyse financière. La rémunération des auteurs de la présente analyse financière ne dépend pas directement du volume d'affaires d'investment banking généré entre Vontobel et les sociétés émettrices analysées. Les auteurs de la présente analyse financière ne détiennent aucun droit de participation dans les sociétés analysées. Les sociétés émettrices analysées n'ont pas eu accès à la présente analyse financière avant sa diffusion ou sa publication. Certaines contributions distinctes ne se réfèrent pas directement ou indirectement à des instruments financiers concrets ou à des sociétés émettrices précises et ne constituent pas une analyse financière. Elles peuvent donc émaner d'auteurs extérieurs aux secteurs compétents en matière d'analyse financière. Ces auteurs ne sont pas concernés par les restrictions applicables en matière d'analyse financière, ni par l'attestation ci-dessus, et ne figurent donc pas parmi les analystes financiers mentionnés en deuxième page du présent document.

L'Investors' Outlook comporte régulièrement aussi des informations sur les produits de fonds internes de Vontobel. Pour tenir compte du risque de conflit d'intérêts qui pourrait exister en raison de ses intérêts économiques, la Banque demande à l'unité AM.GIS MACI.Funds Research and Investments, indépendante des services de vente de la banque, distincte d'un point de vue organisationnel et informationnel et surveillée par Compliance, d'opérer la sélection selon le principe best-in-class.

Les cours utilisés dans la présente analyse financière sont les derniers cours de clôture disponibles à la date indiquée.

Les éventuelles dérogations à cette règle sont spécifiées au cas par cas. Les chiffres et les calculs sous-jacents à l'évaluation des sociétés émettrices analysées reposent sur les informations financières publiées par lesdites sociétés, notamment le compte de pertes et profits, le tableau des flux de trésorerie et le bilan. Ces informations étant des informations externes, leur fiabilité comporte des risques pour lesquels Bank Vontobel AG décline toute responsabilité. Les calculs et estimations effectués aux fins de l'analyse peuvent varier à tout moment et sans préavis en cas de changements dans la méthode d'évaluation et ou de recours à d'autres modèles, hypothèses, interprétations et ou estimations. L'utilisation de méthodes d'évaluation n'exclut pas le risque que les justes valeurs ne soient pas atteintes dans les délais attendus au cours de la période de projection. De multiples facteurs influencent l'évolution des cours. Des changements imprévus peuvent résulter p. ex. d'une éventuelle pression concurrentielle, de variations de la demande concernant les produits d'une société émettrice, d'évolutions technologiques, de l'activité macro-économique, de fluctuations des taux de change ou d'évolutions des valeurs sociales. De même, des changements réglementaires ou fiscaux peuvent avoir des répercussions importantes et imprévisibles. Les précisions apportées ici quant aux méthodes d'évaluation et aux facteurs de risque ne prétendent nullement à l'exhaustivité. S'agissant des approches méthodologiques utilisées pour notre analyse financière ainsi que du système de notation, vous trouverez de plus amples informations sur vontobel.com. CH.FR.Entreprisesinstitutions- research-action-research.

Bases et méthodes d'évaluation

Les analystes financiers de Vontobel appliquent de multiples méthodes d'évaluation (p. ex. les modèles DCF, EVA et « sum of the parts », l'analyse « break up » et « event-related », des comparaisons d'indicateurs concernant les « peer groups » et le marché) pour élaborer leurs propres prévisions financières concernant les entreprises qu'ils suivent.

2. Disclaimer et mention des sources

Bien que la banque, auteur du présent rapport, considère que les données sur lesquelles il se fonde proviennent de sources fiables, elle décline toute responsabilité quant à la qualité, l'exactitude, l'actualité ou l'exhaustivité des informations qu'il contient. Le présent rapport est purement informatif. Il ne contient ni offre, ni incitation à acheter, vendre ou souscrire des instruments financiers et ne constitue ni un conseil en placement, ni un conseil quant aux conséquences fiscales. Le présent rapport a été élaboré sans considération de la situation financière individuelle des destinataires. La banque, auteur du présent rapport, se réserve le droit de modifier et ou révoquer à tout moment les opinions qui y sont exprimées. Elle insiste en outre sur le fait que les déclarations contenues dans le présent rapport ne sauraient en aucun cas être interprétées comme des conseils en matière fiscale, comptable, juridique ou financière. La banque, auteur du présent rapport, ne garantit pas que les instruments financiers évoqués sont accessibles aux destinataires, ni qu'ils sont appropriés pour ces derniers. Avant toute éventuelle décision d'investissement, il est recommandé aux destinataires du présent rapport de se faire conseiller par un gérant de fortune, un conseiller en placement ou un autre professionnel quant à la compatibilité de leur situation avec les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales et autres d'un tel investissement. La banque, auteur du présent rapport, ne considère pas les destinataires de ce dernier comme des clients, sauf relations commerciales ou contractuelles supplémentaires. Toute utilisation du présent rapport, notamment sa reproduction intégrale ou partielle ou sa transmission à des tiers, n'est autorisée qu'avec l'approbation écrite préalable de Bank Vontobel AG et la mention complète des sources. Bank Vontobel AG a pris des mesures organisationnelles internes afin de prévenir d'éventuels conflits d'intérêts ou, si ceux-ci existent et sont inévitables, de les rendre publics. Vous trouverez de plus amples informations concernant notamment la gestion des conflits d'intérêts et l'indépendance du service d'analyse financière, ainsi que d'autres publications relatives aux recommandations financières de Bank Vontobel AG, sur vontobel.com.CH.FR.MiFID-Suisse. Vous trouverez des détails sur la manière dont nous traitons vos données dans notre politique actuelle de protection des données (vontobel.com/privacy-policy) et sur notre website de protection des données (vontobel.com/gdpr). La présente publication constitue un support publicitaire au sens de l'article 68 de la LSFIn suisse, et sert uniquement à des fins d'information. Si vous ne souhaitez pas recevoir un autre numéro d'Investors' Outlook de notre part, veuillez communiquer avec nous à wealthmanagement@vontobel.com.

14 Informations légales

3. Directives et informations propres à certains pays

La diffusion et la publication du présent document, ainsi que les placements évoqués, peuvent être soumis dans certaines juridictions à des restrictions en vertu des lois et prescriptions locales. La diffusion du présent document et des informations qu'il contient n'est autorisée que dans les pays où la banque qui en est l'auteur, ou le diffuseur, dispose des licences correspondantes. Sauf indication contraire dans le présent document, on ne saurait présumer que la banque qui en est l'auteur, ou le diffuseur, dispose desdites licences dans un pays donné. Veuillez noter les informations ci-dessous, propres à certains pays, qui doivent être strictement respectées. À l'exception des canaux de diffusion spécifiques décrits ci-après, le présent rapport est considéré comme diffusé par la société indiquée en page de couverture.

Additional information for US institutional clients

In the United States of America, this publication is being distributed solely to persons that qualify as major US institutional investors under SEC Rule 15a-6. Vontobel Securities, Inc. accepts responsibility for the content of reports prepared by its non-US affiliate when distributed to US institutional investors. US investors who wish to effect any transaction in securities mentioned in this report should do so with Vontobel Securities, Inc. at the address hereafter and not with Bank Vontobel AG: Vontobel Securities, Inc., 1540 Broadway, 38th Floor, New York, NY 10036, Tel 1 212 792 5820, Fax 1 212 792 5832, e-mail: vonsec@vusa.com. Vontobel Securities Inc. New York, with headquarters at Vontobel Securities AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurich, Tel +41 58 283 76 17, Fax +41 58 283 76 49, is a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission and a member of the National Association of Securities Dealers. Bank Vontobel Zurich is a foreign broker dealer which is not delivering services into the USA except for those allowed under the exemption of SEC Rule 15a-6.

Additional information for UK clients

Bank Vontobel AG is a company limited by shares with a Swiss Banking license which has no permanent place of business in the UK and which is not regulated under the Financial Services and Markets Act 2000. The protections provided by the UK regulatory system will not be applicable to the recipients of any information or documentation provided by Bank Vontobel AG and compensation under the Financial Services Compensation Scheme will not be available. Past performance is not indicative of future performance. The price of securities may go down as well as up and as a result investors may not get back the amount originally invested. Changes in the exchange rates may cause the value of investments to go down or up. Any literature, documentation or information provided is directed solely at persons we reasonably believe to be investment professionals. All such communications and the activity to which they relate are available only to such investment professionals; any activity arising from such communications will only be engaged in with investment professionals. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely upon such communications. Any contact with analysts, brokers or other employees of Bank Vontobel AG must be conducted with Bank Vontobel AG directly and not through offices or employees of Vontobel affiliates in London/UK.

Information for Italian investors

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

