

Vontobel

Investors' Outlook

Garder une longueur
d'avance, aller plus loin



Décembre 2023 / Janvier 2024

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Bilan de santé de l'économie

6 Points saillants du marché

Perspectives économiques pour 2024

8 Point de vue

S'orienter dans la transition énergétique: la route à suivre

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 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 and FX Strategist,
Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel
Veronika Stolbova, PhD,
Senior ESG Analyst,
Vontobel

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition: février 2024)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

1 décembre 2023

Remarques

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

Garder une longueur d'avance, aller plus loin



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Chers lecteurs,

La fin de l'année approche et les marchés, déjà en mode «rebond de Noël», anticipent un changement de cap de la Réserve fédérale US, car l'inflation poursuit sa tendance à la baisse et parce que les chiffres de l'emploi du mois d'octobre ont fait apparaître que la croissance de l'emploi a commencé à ralentir. Ce dernier point négatif constitue aussi une «bonne nouvelle», car il signifie que l'économie ralentit et que la Fed – dont le mandat est tout à la fois la stabilité des prix et un niveau d'emploi maximal – en a probablement fini avec ses hausses.

Le plus gros a été fait pour lutter contre l'inflation. Les derniers mètres pour atteindre les 2% seront ardues, et mission impossible à court terme. Si la Fed demeure agressive, elle s'est toutefois peu soucieuse du fait que l'inflation ait été inférieure à cet objectif pendant dix ans, de sorte qu'elle s'accommodera sans doute d'une inflation légèrement supérieure à 2%. Le discours agressif semble donc juste devoir sauver les apparences. L'objectif des 2% semblant difficile à atteindre sans récession, les marchés ne devraient pas céder à l'idée d'un atterrissage en douceur.

La formule de l'économiste Paul Samuelson résume bien le débat actuel sur la récession: «Les marchés ont prédit neuf des cinq dernières récessions.» Nous maintenons donc notre point de vue sur la récession, car nous estimons que quelque chose risque de se briser si les taux demeurent élevés. Les prévisions sont variées sur ce point et toute la question est de savoir auxquelles se fier. Nous avons choisi de miser sur la prudence.

Nous anticipons une conjoncture délicate et inédite. L'aversion pour le risque pourrait constituer la réaction typique à une entrée en récession. Mais les choses sont aujourd'hui différentes. La plupart des entreprises sont en bonne santé, avec des bilans solides et des coûts de service de la dette historiquement bas, à 20% du bénéfice net, contre 80% avant la crise financière mondiale. Les investisseurs sont préoccupés par la dette publique

(qui profite à l'or et aux crypto-monnaies) et les tensions géopolitiques, qui persisteront probablement tout au long de l'année 2024.

Même si nous avons puisé dans nos liquidités pour diversifier via des fonds alternatifs, nous ne pensons pas qu'il soit temps de modifier significativement notre portefeuille. Dans ce numéro d'Investors' Outlook, vous découvrirez nos perspectives pour 2024, une analyse sur le dollar US et un entretien avec notre analyste ESG senior sur la transition énergétique.

Cette publication reviendra début février. D'ici-là, réfléchissant à l'année écoulée, nous resterons vigilants et proactifs face à un paysage économique en constante évolution, et nous nous tiendrons prêts à saisir les opportunités que l'année à venir nous réservera.

→ **Webcast**

Pour visionner le webcast sur les perspectives pour 2024 de la boutique Multi Asset cliquez [ici](#).

4 Stratégie d'investissement



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Bilan de santé de l'économie

Si les banques centrales ont passé novembre à insister sur le nécessaire maintien d'une politique restrictive pendant suffisamment longtemps, l'affaiblissement de l'emploi et de l'immobilier aux États-Unis pousse toutefois à se demander combien de temps ce « suffisamment longtemps » durera réellement. Les relèvements agressifs des taux n'ayant pas encore produit tous leurs effets, les États-Unis devraient finalement entrer en récession au cours du premier semestre 2024.

Nombre des facteurs ayant soutenu l'économie US et l'ayant jusqu'à présent aidée à éviter une récession devraient s'estomper dans les semaines et les mois à venir. C'est notamment le cas de l'épargne constituée pendant la pandémie et de la robustesse du marché du travail. Toute la question est donc de savoir combien de temps les consommateurs US pourront encore soutenir l'économie.

L'économie mondiale est trop faible pour gérer la forte hausse des rendements obligataires. Même sans récession, la Fed pourrait donc bientôt devoir réduire ses taux, car sa politique est trop restrictive face aux niveaux d'inflation actuels. L'inflation des prix à la consommation US

est ainsi tombée à 3,2%, contre 3,7% en glissement annuel en septembre; celle des prix à la production est passée de 1,9% à 1,3%. Les investisseurs évaluent donc actuellement à env. 60% la probabilité d'une baisse des taux d'au moins 25 points de base d'ici à mai 2024.

Dans la zone euro, les indices des directeurs d'achat (PMI) sont préoccupants pour la croissance qui semble « embourbée », à tel point qu'un deuxième trimestre consécutif de contraction du produit intérieur brut n'est pas exclu. Pour contrer cette dynamique, la BCE pourrait même commencer à réduire ses taux avant la Fed. En Chine, nous ne prévoyons pas de relance significative avant le second semestre 2024.

Découvrez le détail de notre allocation en page 5.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités		↘				Le Comité d'investissement de Vontobel anticipe des rendements des investissements alternatifs plus élevés que ceux des liquidités. Nous avons donc puisé dans ces dernières pour relever les investissements alternatifs de sous-pondérés à neutres. Les liquidités sont passées de neutres à sous-pondérées.
2 Obligations			→			Nous restons neutres sur les obligations et maintenons une orientation défensive sur les sous-classes d'actifs. Prévoyant des rendements plus faibles, nous sommes positifs sur les emprunts d'État. Préoccupés par l'augmentation des défauts de paiement, nous sommes négatifs sur le haut rendement. Nous restons neutres sur les obligations Investment Grade et légèrement surpondérés sur les obligations des marchés émergents. Cette classe d'actifs devrait bénéficier de l'affaiblissement du dollar US, ce qui constitue notre scénario de base lorsque la Fed devient « accommodante ».
3 Actions			→			Nous restons neutres sur les actions et défensifs au niveau régional. Cette classe d'actifs nous semble coincée entre le marteau et l'enclume : la perspective de baisses de taux éventuelles au 1 ^{er} semestre 2024 et la faible « cupidité » des investisseurs plaident contre une sous-pondération, mais la récession anticipée et la réduction des bilans des banques centrales plaident contre une surpondération. Cela pourrait rendre les investisseurs encore plus sélectifs. Nous privilégions les régions défensives de haute qualité, à forte marge et affichant une forte prévisibilité des bénéfices, telles que les États-Unis et la Suisse. La classe d'actions de la zone euro nous semble constituer le « maillon faible » du fait de sa vulnérabilité à la hausse des matières premières, ainsi que de sa plus grande exposition aux secteurs cycliques. L'absence de surprises positives dans les résultats du 3 ^e trimestre conforte notre point de vue.
4 Or				→		Nous restons légèrement positifs sur l'or. Le métal jaune s'est en effet fortement redressé du fait du conflit au Moyen-Orient. L'or a conservé ses gains alors que l'évolution des rendements obligataires et du dollar américain a contrebalancé la baisse de la demande de valeurs refuges. La faiblesse des données économiques US et le ralentissement de l'inflation pourraient entraîner une première baisse des taux de la Fed en 2024, ce qui est favorable à l'or, car cela diminuerait le coût d'opportunité de la détention d'un actif non rémunérateur.
5 Matières premières			→			Nous sommes neutres sur les matières premières. Dans notre scénario de base, qui prévoit une baisse de l'inflation, un ralentissement de la croissance et une éventuelle récession, les matières premières ne sont plus au sommet de leur forme. Elles peuvent néanmoins générer des rendements non corrélés aux marchés des actions et des obligations, et servir de couverture contre l'inflation si celle-ci devait évoluer à l'encontre de nos prévisions.
6 Stratégies alternatives				↗		La diversification est cruciale, surtout en période d'incertitude. Nous avons donc relevé notre exposition aux fonds alternatifs, dont les titres liés à des assurances tendent à être faiblement corrélés avec les marchés financiers traditionnels, ce qui peut réduire le risque global du portefeuille.

Perspectives économiques pour 2024

L'année boursière 2023 touche à sa fin et devrait s'achever sur un bilan satisfaisant pour les investisseurs après la terrible année 2022. Cela tient également à deux surprises liées à la conjoncture: la hausse de la croissance et la baisse de l'inflation. Cette évolution perdurera-t-elle l'année prochaine ?



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel

En 2023, la croissance économique mondiale a surpris pratiquement tout le monde (graph. 1). L'économie mondiale a bien connu une croissance inférieure à la moyenne, mais la plupart des économistes avaient anticipé une récession. Le niveau élevé de l'inflation et le cycle de relèvements abrupts des taux d'intérêt ont toutefois moins impacté les entreprises et les consommateurs que ce qui était redouté. Les entreprises ont reporté la souscription de nouveaux crédits à des taux élevés et ont réduit les postes vacants au lieu de licencier des collaborateurs. Les consommateurs ont puisé dans des économies importantes réalisées durant la pandémie et ont bénéficié de la stabilité du marché du travail. La politique budgétaire s'est en outre montrée étonnamment expansive, notamment aux États-Unis où le soutien de l'État est resté généreux.

Récession: oui ou non?

Pour 2024, la question centrale est de savoir s'il sera possible, pour la première fois, de vaincre l'inflation sans provoquer de récession. Le mantra du « Cette fois, c'est

différent » nous laisse sceptiques. Comme l'a illustré la crise bancaire du printemps dernier, les taux d'intérêt élevés font déjà apparaître les premières fissures. Plus les taux d'intérêt resteront élevés longtemps, plus ils laisseront des traces. Or la hausse des taux d'intérêt réels à laquelle nous avons assisté n'avait jamais été aussi forte depuis les années 1980 (graph. 2). Les taux d'intérêt ajustés à l'inflation évoluent ainsi à leur plus haut niveau depuis 15 ans, et ce, dans un monde nettement plus endetté qu'à l'époque.

Hormis quelques grands groupes technologiques américains ou des groupes de luxe européens, les bénéfices des entreprises ne progressent plus. Les sondages montrent que les sociétés réduisent sans cesse leurs plans de dépenses d'investissement. Nombre d'entreprises doivent satisfaire à des demandes salariales élevées, car la main-d'œuvre, qui se fait rare, entend compenser les effets de l'inflation. Si cette tendance se poursuit, certaines entreprises se trouveront contraintes de licencier pour protéger leurs marges.

Coup d'œil sur les consommateurs US

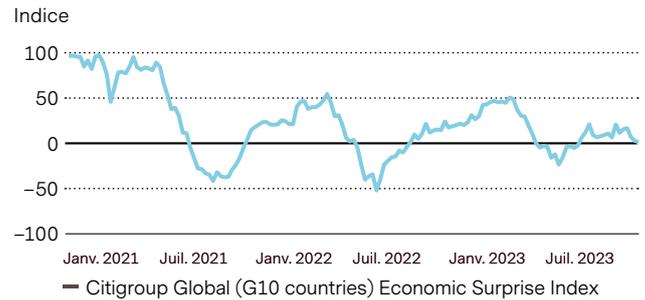
Mais que se passera-t-il si les consommateurs n'ont pas encore assez consommé ? Les chiffres montrent que les consommateurs dépensent actuellement plus qu'ils ne gagnent. Dans les faits, cela signifie que leur épargne ne cesse de diminuer ou qu'ils contractent de nouvelles dettes. Or la dette des cartes de crédit US a récemment dépassé un nouveau record absolu de mille milliards de dollars US. Avec des taux d'intérêt supérieurs à 20 %, les défauts de paiement se font de plus en plus fréquents (graph. 3). Il semble donc peu probable que les consommateurs US puissent préserver encore longtemps l'économie mondiale d'une récession.

Les conséquences de notre scénario de récession seraient évidentes sur l'inflation et la politique des banques centrales. La baisse de la demande de biens et de services ramènerait définitivement l'inflation à son niveau d'avant la pandémie. D'autant que les chaînes logistiques mondiales fonctionnent à nouveau sans problème et que de nombreux producteurs de biens voient leurs stocks augmenter. En cas de hausse du chômage et de baisse de l'inflation, les banques centrales mondiales seraient contraintes de baisser à nouveau sensiblement leurs taux d'intérêt.

Qu'est qui pourrait être différent ?

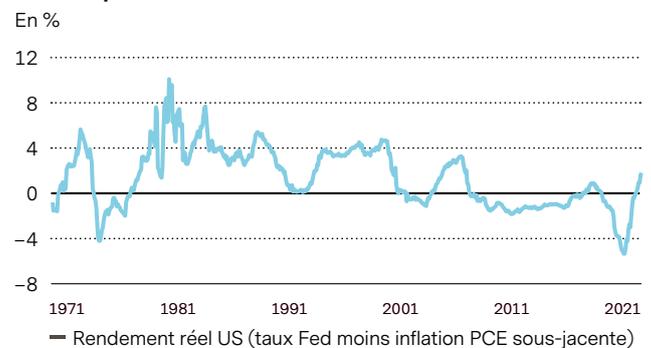
Où pourrions-nous être surpris dans nos perspectives ? Pour le volet positif, on peut imaginer une baisse de l'inflation qui serait plus rapide que prévu et qui ferait ainsi retomber toute la pression pesant sur les entreprises et les consommateurs. Cela pourrait également donner lieu à des baisses de taux d'intérêt plus rapides que prévu et soutenir l'économie. La mise en place d'un train de mesures budgétaires plus important de la part de la Chine, où l'économie ne redémarre pas vraiment, semble également relever du champ des possibles. Pour le volet négatif, des scénarios de hausse de l'inflation ne sont pas à exclure. Toute nouvelle escalade au Moyen-Orient pourrait constituer le point de départ d'une deuxième vague d'inflation face à laquelle les banques centrales resteraient probablement restrictives.

Graph. 1: Hausse surprise de la croissance mondiale pendant la majeure partie de l'année



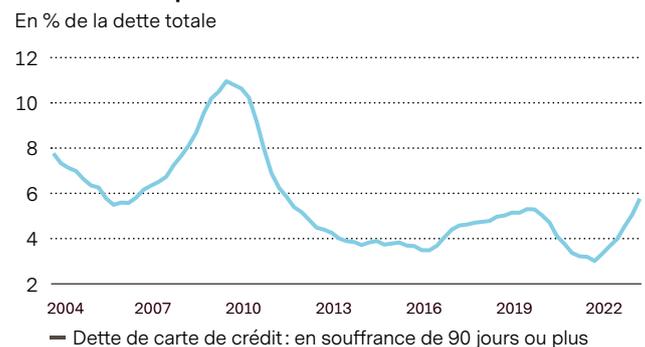
Source : LSEG, Vontobel ; données au 23 novembre 2023

Graph. 2: Hausse la plus remarquable des rendements réels depuis le début des années 1980



Source : LSEG, Vontobel ; données au 23 novembre 2023

Graph. 3: Une part croissante des détenteurs de dette rencontre des problèmes



Source : LSEG, Vontobel ; données au 23 novembre 2023

An aerial photograph of a frozen river. The river is mostly covered in white, textured ice. There are several narrow channels of dark, flowing water. A small, dark boat is visible in one of these channels. The overall scene is abstract and geometric, with sharp lines and contrasting colors of white, dark blue, and black.

S'orienter dans la transition énergétique: la route à suivre



—
Veronika Stolbova, PhD
 Senior ESG Analyst,
 Vontobel

Escalade géopolitique, divisions sociétales, inflation et récession imminente: qui donc peut bien se soucier encore du changement climatique? Quoiqu'ils puissent en penser, les investisseurs feraient toutefois bien de s'intéresser aux négociations de la COP28, à Dubaï, où représentants de près de 200 pays tenteront de fixer un programme pour les cinq à trente années à venir. Cet événement est trop important pour être ignoré par les investisseurs souhaitant miser sur les opportunités émergentes qu'induit le grand défi de la transition énergétique. D'autant que le positionnement à l'égard de la transition énergétique pourrait bien sceller le sort des gagnants et des perdants de la prochaine décennie.

Pourquoi maintenant?

Remarquable étape des négociations portant sur le changement climatique, la Conférence des Parties des Nations Unies de 2015 (COP21) a abouti à la signature de l'Accord de Paris visant à limiter le réchauffement climatique à 2°C et fixant des engagements pour y parvenir. Cette ambition est toutefois loin d'être atteinte aujourd'hui. De nombreux observateurs estiment que la COP28 ne sera un succès que si les gouvernements s'accordent sur des mesures audacieuses: plus de 270 000 milliards USD d'investissements sont désormais nécessaires dans l'énergie, les transports, le bâtiment et l'industrie pour atteindre les objectifs de l'Accord de Paris (graph. 1).

Quelles sont les attentes à l'égard de la COP28 et qu'est-ce que cela signifie pour les investisseurs?

Les opinions divergent quant à l'issue des négociations de la COP28. Si beaucoup souhaitent une action urgente et des engagements forts, d'autres se montrent préoccupés par les incertitudes géopolitiques pesant sur la sécurité énergétique et, plus prosaïquement, par l'arrivée de

l'hiver. Les attentes reposent surtout sur les 20 premiers émetteurs mondiaux, au premier chef desquels figurent la Chine, les États-Unis et l'Inde.

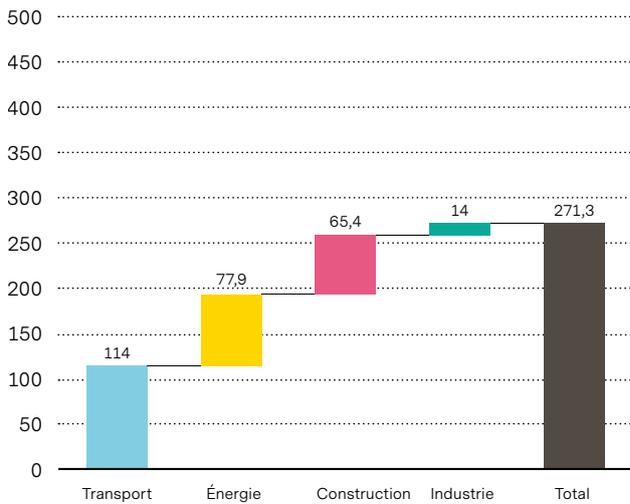
La COP28 pourrait aussi déboucher sur un train de mesures visant à accélérer la transition énergétique. Mais il faudra pour cela qu'elle se concentre sur certains mécanismes spécifiques visant à décarboner la consommation d'énergie dans tous les secteurs économiques.

La transition énergétique constitue un changement structurel important dans l'approvisionnement et la consommation d'énergie. La révolution industrielle a ainsi marqué le passage du bois de chauffage au charbon; le déploiement des véhicules de tourisme au 20^e siècle a, lui, entraîné une utilisation accrue du pétrole et du charbon. La transition actuelle marque, elle, le passage d'une économie fondée sur les combustibles fossiles aux énergies renouvelables.

10 Point de vue

Graph. 1: Déficit d'investissement par secteur

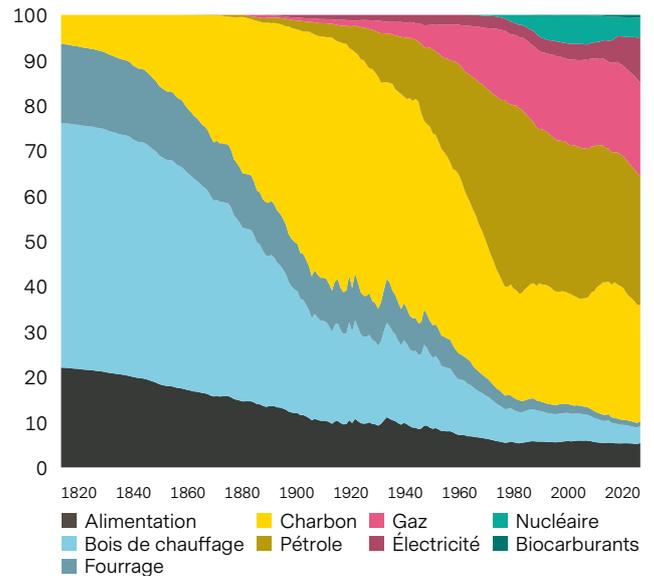
En milliers de milliards USD



Source : Swiss Re Institute, « Decarbonisation tracker: progress to net zero through the lens of investment » ; publié le 7 octobre 2022

Graph. 2: Leçons du passé: les transitions énergétiques

Part de l'énergie primaire par source exprimée en % de la consommation totale d'énergie.



Source : World Energy Consumption, A Database 1820 – 2020 (révision 2022), Paolo Malanima ; graphique reproduit le 23 novembre 2023

La transition énergétique est une opportunité d'investissement émergente

La question de la sécurité énergétique a fortement stimulé la transition énergétique et nous avons maintenant atteint un point d'inflexion. Ces dernières décennies, sous l'impulsion de l'Union européenne (UE), de la Chine et des États-Unis, la part des énergies renouvelables a très fortement progressé dans le mix énergétique mondial: comme ce fut le cas lors de la révolution industrielle et de l'adoption des voitures particulières, le changement est radical (graph. 2).

Les transitions énergétiques sont généralement rapides lorsqu'elles s'accompagnent de mesures incitatives et de percées technologiques appropriées, ce qui est actuellement le cas. Pourquoi ? Les technologies à faible émission de carbone se développent rapidement et leurs coûts ont considérablement baissé ces dix dernières années. Loi sur la réduction de l'inflation (IRA) et engagements en faveur des technologies propres aux États-Unis; adoption accélérée des véhicules électriques (VE) et nouveau plan quinquennal ambitieux sur les énergies renouvelables en Chine; plan industriel du pacte vert au sein de l'UE: les incitations publiques sont gigantesques. Tous pris

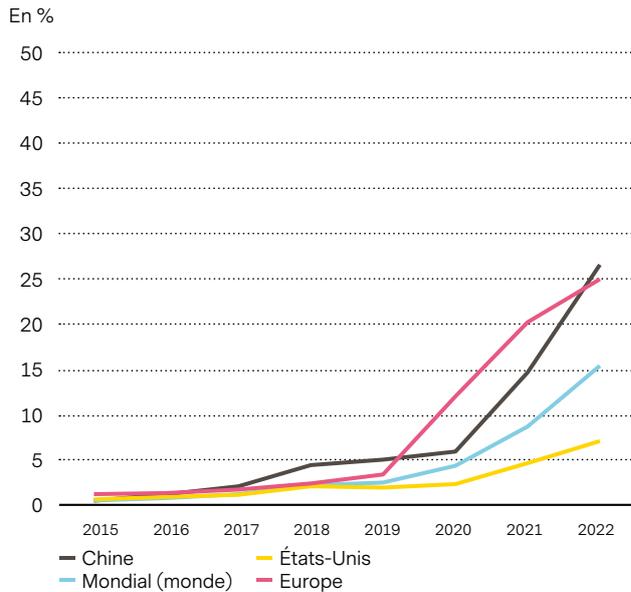
l'année dernière, ces engagements politiques soutiennent fortement la décarbonation et les objectifs de l'Accord de Paris.

Se positionner en faveur de la transition énergétique

Le positionnement en faveur de la transition énergétique devrait reposer sur trois grands piliers: horizon temporel des investisseurs, axe régional et thématiques.

Le facteur temps est important. L'Agence internationale de l'énergie (AIE) estime que la transition énergétique se déroulera plus rapidement que prévu. Ses prévisions mettent sur un degré élevé d'adoption des technologies et constituent un argument d'investissement privilégiant les entreprises de technologie climatique. À titre d'exemple, toutes les promesses de « zéro émission nette d'ici à 2050 » reposent sur des technologies de captage et de stockage du carbone (CSC), de sorte que les investissements dans ce secteur pourraient générer des rendements de sortie élevés. Pour les investisseurs souhaitant protéger leurs actifs, la couverture de l'exposition aux combustibles fossiles et la protection contre l'échouage des actifs du fait de la transition vers une économie à faibles émissions de carbone seraient

Graph. 3: Part des ventes de VE de tourisme sur certains marchés en % des ventes



Source : MarkLines, article du BNEF « New EV Models Catalyze Stalled US Market » ; publié le 6 mars 2023

toutefois plus appropriées. Les entreprises en retard sur le plan climatique (opérant dans des secteurs à forte intensité de CO₂ mais ayant pris des engagements fermes de réduction de leurs émissions ou développant des solutions climatiques) pourraient, en outre, convenir à ceux qui souhaitent miser sur des entreprises bien établies et contribuant à la transition énergétique.

Et si tout cela était trop peu, et trop tard ?

Les critiques estiment que les mesures prises ne suffiront pas à réduire les émissions et que les combustibles fossiles sont encore fortement demandés. La production de pétrole, de gaz naturel et de charbon a ainsi augmenté de 4% en 2022, et il faudrait une baisse de 814 milliards USD des investissements dans les combustibles fossiles entre 2022 et 2050 pour s'aligner sur l'Accord de Paris. Selon l'AIE, pour parvenir à zéro émission nette d'ici 2050, le pétrole, le gaz naturel et le charbon devraient diminuer de plus de 20% d'ici 2030. Les prochaines élections présidentielles US risquent en outre de bouleverser le programme de transition énergétique, car la victoire d'un républicain freinerait presque inmanquablement la transition énergétique. Cela étant, nous estimons que des thématiques régionales persisteront. C'est le cas pour

les véhicules électriques. En Chine la part des VE a ainsi fortement progressé sur tous les segments depuis 2020. Au sein de l'UE, 65% des voitures vendues devraient être électriques d'ici 2030, estime le [World Energy Outlook 2023](#) de l'AIE, en citant le scénario des « Politiques annoncées » qui envisage une forte adoption des véhicules électriques et l'expansion de l'infrastructure de recharge (graph. 3).

La route à suivre

La transition énergétique pose des défis complexes et passionnants. Pour s'y retrouver, les investisseurs doivent se fixer un horizon temporel et se doter des bons outils. Ces outils – incitations publiques et percées technologiques – sont robustes, et la mutation à l'œuvre et importante. C'est l'agenda politique qui définit la carte, et la COP28 pourrait y apporter certaines modifications. Les investisseurs sont maîtres de leurs décisions, mais c'est maintenant qu'ils doivent agir s'ils veulent tenir leurs objectifs d'investissement. Si aucun investissement n'est idéal, l'histoire montre néanmoins que les périodes difficiles et incertaines font surgir de nouvelles opportunités : la transition énergétique en est une qu'il faut saisir.

Les anticipations de nouveaux relèvements de la Fed s'effondrent



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

La baisse de l'inflation et le ralentissement de la croissance US relancent la demande d'obligations. En un mois, les rendements des bons du Trésor à 10 ans ont chuté de plus de 50 points de base. En septembre, les contrats à terme sur les fonds fédéraux laissaient entrevoir 60% de probabilités d'un nouveau relèvement. Aujourd'hui, ils ne misent plus du tout sur ce scénario et anticipent une baisse des taux d'ici la mi-2024 (graph. 1).

La résistance de l'économie US a fortement impressionné face au durcissement monétaire le plus important depuis plus de quarante ans. Bien que ce durcissement ait réduit la croissance du crédit dans le secteur privé, la croissance économique est restée très robuste.

Du fait de la faible probabilité d'un nouveau durcissement de la Fed, le danger semble donc écarté. Mais si la possibilité d'éviter une récession semble se profiler, l'indice économique avancé du Conference Board a prolongé sa série de pertes à 19 mois. Seule la stagflation du milieu des années 1970 et la crise financière mondiale avaient affiché une telle tendance négative prolongée. Or une telle évolution de cet indicateur a toujours annoncé une récession.

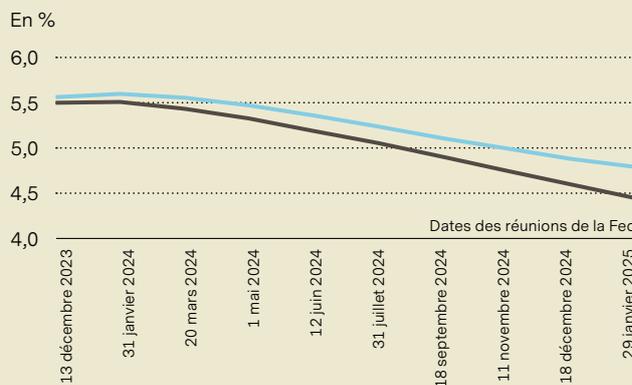
La forte augmentation des rendements en octobre pourrait avoir été le point culminant de ce cycle. Les données récentes suggèrent une pause de la Fed et l'amorce éventuelle d'une baisse des taux en 2024. Si rien n'est jamais garanti en la matière, les probabilités semblent toutefois indiquer que le sommet a été atteint. Cela ouvre donc désormais la voie à d'éventuelles baisses de taux. Les rendements ont généralement tendance à chuter avant de telles baisses.

Détérioration des fondamentaux du crédit et durcissement de la politique monétaire

Les investisseurs obligataires devraient se concentrer sur la détérioration des fondamentaux du crédit et sur le durcissement de la politique monétaire. Graphique 2 montre le pourcentage des rendements des obligations d'entreprises US à haut rendement attribuables aux spreads de crédit. Le niveau actuel de 43% est le plus bas depuis 2007.

Aux États-Unis, Moody's estime que le taux de défaut des obligations à haut rendement est supérieur à 5%, soit le taux le plus élevé depuis le premier semestre 2021, lorsque les marchés se remettaient des défauts causés par la pandémie. Cette hausse des défauts suggère que les coûts d'emprunt élevés commencent à impacter plus fortement les marchés du crédit et que l'économie ralentit.

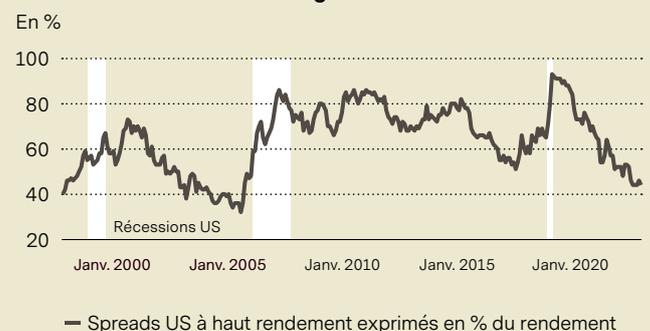
Graph. 1 : Le marché cesse de miser sur un nouveau relèvement de la Fed



— Anticipations des investisseurs en matière de taux, au 23 novembre 2023
— Anticipations des investisseurs en matière de taux, au 25 octobre 2023

Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 24 novembre 2023

Graph. 2 : Faiblesse des spreads de crédit en matière de contribution au rendement global



— Spreads US à haut rendement exprimés en % du rendement

Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 24 novembre 2023

Un mois de novembre fidèle à sa réputation



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

Réputé être le meilleur mois pour les actions, novembre a tenu son rang. Cette fois, non seulement le marché a effacé les performances négatives d'octobre, mais il a aussi généré les meilleurs rendements mensuels depuis les percées du vaccin Covid-19 à la fin 2020 (graph. 1). Trop beau pour être vrai? Nous ne le pensons pas.

Deux des trois grands facteurs macroéconomiques dominant la scène semblent déjà être derrière nous : l'inflation US a atteint un pic il y a plus de 12 mois, comme dans d'autres marchés développés; les banques centrales semblent avoir atteint la fin de leurs cycles de relèvements. Généralement, ces deux événements déclenchent des réactions positives sur les marchés dans l'année qui suit (graph. 2).

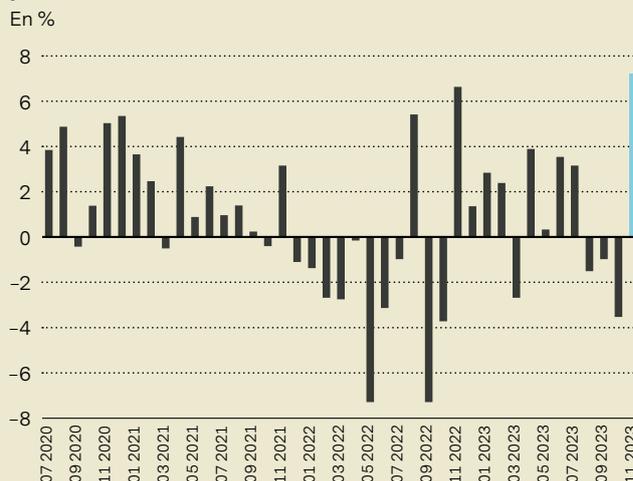
Troisième facteur, la récession tarde à se matérialiser aux États-Unis du fait d'un cycle économique très atypique. Mais dans quelle mesure les investisseurs ont-ils déjà intégré une récession? Et quelle serait la gravité d'une telle récession?

En grattant la surface des gains absolus à deux chiffres de l'indice MSCI ACWI Net Total Return depuis le début de l'année, il apparaît que quelques secteurs (technologie, services de communication, biens de consommation cycliques) ont stimulé la performance de cet indice; ces secteurs se caractérisent par la qualité, un excès de liquidité, un faible effet de levier et de grandes capitalisations boursières. Hormis ces secteurs, les performances en surface ont, au mieux, été stables.

Que nous réserve donc l'année 2024?

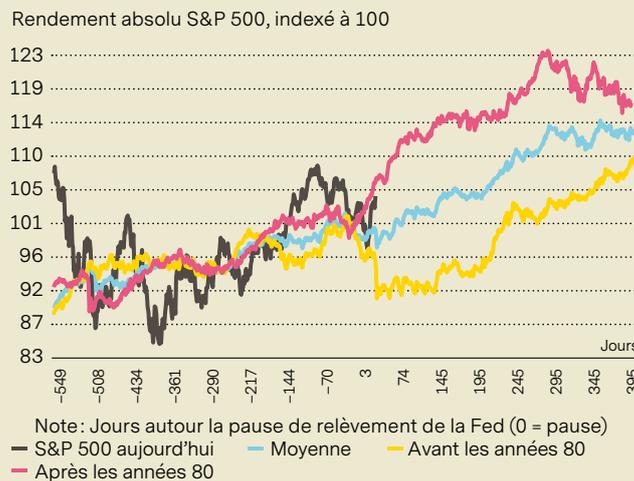
La bonne nouvelle: les prévisions de croissance du bénéfice par action (BPA) se sont modérées, des surprises à la hausse ne sont donc pas exclues. Les multiples de valorisation restent inférieurs aux sommets de 2021, peut-être parce que le ralentissement des perspectives macroéconomiques est déjà intégré. Si la croissance du BPA pour 2024-2025 semble ambitieuse, la pertinence, la contribution et la visibilité des grands secteurs dominants la rendent toutefois crédible. Nous maintenons donc une diversification régionale dans notre allocation tactique et continuons à privilégier la qualité, la rentabilité élevée et la prévisibilité des bénéficiaires, principalement dans les actions suisses et US. Nous restons aussi attentifs à toute évolution éventuelle de la politique monétaire, car cela pourrait déclencher des mouvements vers des styles et des secteurs d'investissement différents. Plus de détails en page 5.

Graph. 1: Indice MSCI ACWI Net Total Return performance mensuelle



Source : LSEG, Vontobel ; données au 24 novembre 2023

Graph. 2 : Marchés boursiers autour des pauses de la Fed ces 60 dernières années



Note: Jours autour la pause de relèvement de la Fed (0 = pause)
— S&P 500 aujourd'hui — Moyenne — Avant les années 80
— Après les années 80

Source : LSEG, Vontobel ; données au 24 novembre 2023

Période difficile pour l'or noir, période faste pour le métal jaune



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Si le pétrole a connu une forte chute en novembre, l'or s'est, lui, révélé plus résistant.

Vers la mi-novembre, le pétrole est tombé à son plus bas niveau en quatre mois. Le conflit entre Israël et le Hamas étant encore circonscrit, les risques d'un éventuel choc pétrolier ont été relégués à l'arrière-plan. La production pétrolière US a, en revanche, fortement attiré l'attention en atteignant un niveau record de 13,2 millions de barils par jour. L'augmentation des stocks de pétrole US, les données US mitigées et le ralentissement des raffineries chinoises ont également pesé sur le sentiment. Des doutes subsistent également quant à savoir si la nouvelle réduction volontaire de l'approvisionnement en pétrole annoncée fin novembre par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et ses alliés (OPEP+) sera pleinement mise en œuvre. L'Angola, par exemple, a rejeté son quota.

L'or, en revanche, n'a pas été perturbé par la baisse de la prime de risque de guerre : il a conservé ses gains d'octobre et flirté brièvement avec le seuil psychologique des 2000 USD l'once à la fin du mois de novembre. Cela tient à des données économiques plus faibles que prévu et à une baisse des niveaux d'inflation dans la plus grande économie du monde, ce qui a incité les investisseurs à tabler sur une première baisse des taux d'intérêt de la Fed au cours du 1^{er} semestre 2024. La fin du cycle de resserrement de la Fed et ce que cela implique (baisse des rendements réels, affaiblissement du dollar US, p. ex.) a souvent été positive pour l'or (graph. 1).

La demande physique semble également solide. Importante plaque tournante de l'or, la Suisse en a exporté plus de 150 tonnes en octobre, soit le volume le plus élevé depuis mai. Une part considérable – env. 49 tonnes (+60% par rapport à l'année précédente) – est allée à l'Inde, qui est le deuxième pays consommateur de lingots au monde et qui célèbre d'octobre à novembre des fêtes pour lesquelles l'or est un cadeau très apprécié.

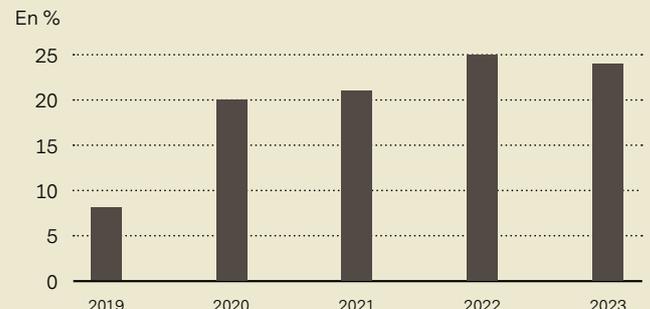
À plus long terme, les banques centrales devraient soutenir l'or. Vendeuses nettes au cours des trois décennies ayant suivi la fin du système de Bretton Woods, elles commencent à reconstituer leurs réserves après la crise financière mondiale. Cette tendance s'est intensifiée ces dernières années, notamment depuis le gel des réserves de la banque centrale russe par les pays occidentaux. Selon le World Gold Council, environ un quart des banques centrales du monde prévoient d'augmenter leurs réserves d'or en 2024 (graph. 2).

Graph. 1: La fin des cycles de durcissement de la Fed est généralement positive pour l'or



Source : LSEG, Vontobel ; données au 23 novembre 2023

Graph. 2: Près d'un quart des banques centrales veulent accroître leurs réserves d'or en 2024



Source : Rapport annuel du World Gold Council, « 2023 Central Bank Gold Reserves Survey », Vontobel

Le dollar US s'essouffle – le cap est-il sur le point changer ?



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

La dynamique haussière du dollar US semble marquer le pas et s'approcher d'un point d'inflexion (graph. 1). La baisse des rendements US et les signes de fragilité de la première économie mondiale affectent le sentiment du marché. Combiné à la baisse du soutien fiscal, l'impact économique actuel du durcissement de la Fed rend le dollar US vulnérable à court terme.

Le mois dernier, l'euro s'est renforcé face à la plupart des devises du G10, à l'exception notable du franc suisse, qui a bénéficié de facteurs géopolitiques. La hausse de l'euro peut surprendre, car elle ne repose pas sur des nouvelles particulièrement favorables. Cette résistance tient peut-être à une conjonction d'évolutions économiques négatives déjà intégrées et de spéculations croissantes sur l'imminence d'un ralentissement de l'économie US. Tous ces facteurs ont soutenu la paire euro-dollar et l'euro en général. La trajectoire de la politique de la Fed à moyen terme, et, surtout, la perception de cette trajectoire par le marché sont des éléments cruciaux pour l'euro. Cela devrait persister au cours de l'année 2024.

Pour les haussiers de la paire euro-dollar, l'aspect dollar de l'équation pourrait être déterminant pour identifier les opportunités à court terme. Les signes croissants d'un ralentissement conjoncturel aux États-Unis pourraient remettre en éventuelle baisse de la Fed au goût du jour et renforcer les arguments haussiers en faveur de la paire euro-dollar. C'est sur cette tendance que nous tablons jusqu'au début de l'année suivante.

Valeur refuge, le franc suisse attire l'attention

Cette année, le franc suisse a réalisé les meilleures performances du G10, avec un gain d'environ 4,5% face au dollar US sur le plan du rendement au comptant (graph. 2). Pour contrer l'inflation, la Banque nationale suisse (BNS) semble privilégier un taux de change fort plutôt que de relever son taux directeur au-delà de 1,75%. Sa prochaine réunion est prévue le 14 décembre, et le marché semble désormais anticiper une absence de relèvement et un début de réduction des taux l'année prochaine, d'ici septembre.

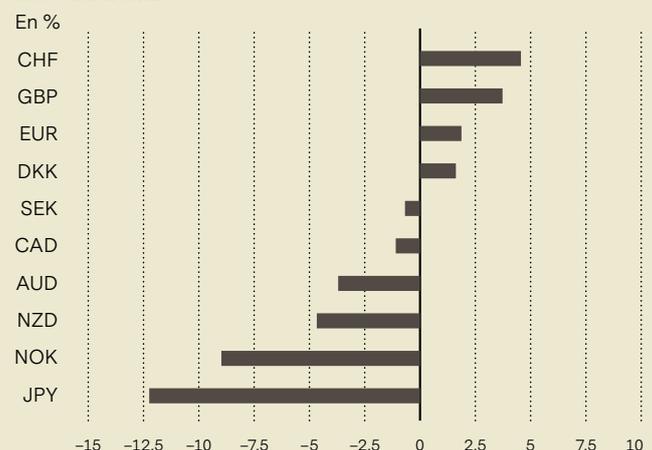
À moyen terme, si l'inflation locale ne s'intensifie pas à nouveau, le franc suisse devrait s'affaiblir modérément. À court terme, cependant, la demande soutenue dont il fait l'objet ne peut être négligée, car les incertitudes géopolitiques persistent et parce que le marché est de plus en plus guidé par des facteurs de risque dépassant les seuls fondamentaux.

Graph. 1: Le dollar à la croisée des chemins: vers un changement de cap ?



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 24 novembre 2023

Graph. 2: Rendements au comptant des devises du G10 face au dollar US



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 24 novembre 2023

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	2,6	2,1
Zone euro	5,3	3,5	0,1	0,5	0,7
États-Unis	5,9	2,1	2,9	2,3	1,0
Japon	2,3	1,1	1,2	1,7	1,0
R.-U.	8,5	4,0	0,6	0,5	0,4
Suisse	4,3	2,0	0,6	0,8	1,1
Australie	5,3	3,6	2,1	1,8	1,5
Chine	8,4	3,0	4,9	5,2	4,5

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

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	-0,50	2,00	4,00	3,96	3,20
USD	0,25	4,50	5,50	5,50	4,45
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,03
GBP	0,25	3,50	5,25	5,25	4,50
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,75	1,54
AUD	0,10	3,10	4,35	4,35	3,80
CNY	3,80	3,65	4,35	4,25	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	2,62	2,56	2,39
USD	1,5	3,9	4,40	4,31	3,74
JPY	0,1	0,4	0,73	0,95	1,03
GBP	1,0	3,7	4,25	4,28	3,86
CHF	-0,1	1,6	1,02	1,25	1,28
AUD	1,7	4,1	4,48	4,25	3,85

TAUX DE CHANGE	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
CHF / EUR	1,04	0,99	0,96	0,97	1,00
CHF / USD	0,91	0,94	0,88	0,90	0,90
CHF / 100 JPY	0,79	0,72	0,59	0,62	0,66
CHF / GBP	1,23	1,12	1,11	1,11	1,13
USD / EUR	1,14	1,06	1,09	1,07	1,11
JPY / USD	115,00	130,00	150,00	145,00	136,00
USD / AUD	0,73	0,67	0,66	0,66	0,70
GBP / EUR	0,84	0,88	0,87	0,88	0,88
CNY / USD	6,37	6,91	7,15	7,23	7,00

MATIÈRES PREMIÈRES	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	79	86	81	88,75	89
Or, USD par once troy	1829	1824	1991	1950	1970
Cuivre, USD par tonne métrique	9720	8372	8354	8500	9000

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 23 novembre 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 Vontobel, 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.

18 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

