

**Vontobel**

# **Investors' Outlook**

**Avons-nous bientôt fini d'attendre  
Godot ?**

**Mai 2023**

## 2 Sommaire



### 3 Éditorial

### 4 Stratégie d'investissement

Cesser d'attendre sur le banc de touche

### 6 Points saillants du marché

L'inflation dans la zone euro est surveillée avec fébrilité

### 8 Point de vue

Une courte attente avec des rendements attractifs

### 12 Gros plan sur les classes d'actifs

### 16 Prévisions

## Mentions légales

### Édition

Banque Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurich

### Rédaction

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

### Auteurs\*

**Chris Bowie**,  
Partner, Portfolio Management,  
TwentyFour Asset Management

**Stefan Eppenberger**,  
Head Multi Asset Strategy,  
Vontobel

**Frank Häusler**,  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

**Michaela Huber**,  
Cross-Asset 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 : Juin 2023)

### Concept

MetaDesign AG

### Création et réalisation

Vontobel

### Images

Gettyimages,  
Vontobel

### Date limite de soumission des contributions pour cette édition

3 mai 2023

### Remarques

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

# Avons-nous bientôt fini d'attendre Godot ?



—  
**Dan Scott**  
 Head of Vontobel Multi Asset,  
 Vontobel

Chers lecteurs,

Les marchés financiers ont fait preuve à la fois de résilience et d'un retour à la stabilité. La volatilité du mois de mars a véritablement laissé les investisseurs dans une douloureuse expectative qui, comme l'a si bien cristallisé dans notre conscience culturelle collective l'œuvre de Samuel Beckett En attendant Godot, s'accompagne souvent de confusion et d'incertitude.

Cette expectative est-elle promise à bientôt prendre fin ? Les signes se multiplient en effet qui semblent indiquer une fin prochaine du cycle de relèvements de taux des banques centrales. Le recul continu de l'inflation et l'effet stimulant de la reprise chinoise, qui est plus forte que prévu, ont également ravivé la confiance des investisseurs.

Même si les chances d'assister à la récession la plus attendue et la plus discutée de l'histoire ont probablement augmenté, les investisseurs se tiennent prêts depuis longtemps déjà. Lorsque la récession surviendra enfin, elle ne surprendra personne, et elle ne devrait être que de courte durée et plutôt superficielle.

Ce mois-ci, dans notre Investors' Outlook, nous examinons les raisons pour lesquelles l'inflation dans la zone euro semble devoir diminuer, nous évoquons les perspectives du pétrole après une réduction surprise de la production et nous analysons la trajectoire à venir du dollar US. Passant en revue notre allocation d'actifs, nous expliquons pourquoi les marges bénéficiaires historique-

ment élevées des entreprises nous ont incités à réduire une partie de nos réserves de liquidités pour les allouer aux marchés émergents et à leurs fortes tendances de croissance économique. La thématique du mois de mai est consacrée au crédit Investment Grade à court terme, et nos collègues de TwentyFour Asset Management nous présentent les opportunités qu'offre ce secteur particulier des obligations.

Alors que le deuxième trimestre de l'année avance, nous savons que les investisseurs attendent leur Godot, soit sous la forme d'une pause dans le relèvement des taux de la Fed ou d'un pivot pur et simple, soit sous la forme d'une récession ou d'une amélioration des opportunités de marché.

Quant à nous, nous sommes prêts à recevoir Godot. Nous sommes au rendez-vous.

---

→ **Webcast**

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

---



—  
**Frank Häusler**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

# Cesser d'attendre sur le banc de touche

**Cela a pris du temps, mais les banques centrales parviennent enfin à juguler l'inflation. Avec la poursuite de la baisse des prix et du ralentissement économique, la Fed devrait commencer à baisser ses taux au cours du second semestre. Cela permet de revenir dans le jeu et de saisir les opportunités qu'offrent les actions émergentes.**

Les faiblesses du marché immobilier, du marché du travail et du système bancaire sont le signe d'un ralentissement économique en cours. Si certains investisseurs focalisent sur la récession imminente – déjà partiellement intégrée par les marchés –, nos décisions d'investissement sont, elles, essentiellement prises à l'aune de la politique de la banque centrale.

Certains membres votants de la Fed se montrent déjà plus accommodants et, s'ils déclarent qu'un nouveau relèvement des taux serait raisonnable, ils notent aussi que l'incertitude actuelle exige une approche prudente et patiente en matière de politique monétaire.

Nous estimons qu'il est opportun de réallouer une partie du capital sur les marchés boursiers dont les valorisations sont désormais neutres au niveau mondial. Les investisseurs restent aussi très prudents sur les actions, ce qui est généralement positif pour les performances à moyen terme. Nous avons donc relevé de neutre à surpondérer nos positions en actions des marchés émergents, car ces dernières devraient bénéficier de la réouverture chinoise et d'une dynamique de croissance plus forte que leurs homologues des marchés développés. La baisse du dollar US et l'assouplissement de la politique monétaire de la Fed en fin d'année devraient également leur être favorables.

Nous restons globalement neutres sur les titres obligataires, mais nous préférons les emprunts d'État et les obligations des marchés émergents. Nous continuons aussi à privilégier l'or, qui n'a pas failli à sa réputation de valeur refuge. Découvrez le détail de notre allocation en page 5.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
<b>1</b> <b>Liquidités</b>		↘				Nous avons conservé nos liquidités tout en étant prêts à redéployer du capital en cas d'opportunités attrayantes. La baisse de l'inflation et la détérioration du marché du travail devraient donner lieu à une politique monétaire plus accommodante et constituer une bonne occasion de réallouer du capital dans le marché des actions en cours d'année. Notre positionnement tactique sur les liquidités passe donc de neutre à légèrement sous-pondéré.
<b>2</b> <b>Obligations</b>			→			Nous restons neutres sur les titres obligataires et surpondérés sur les emprunts d'État. Nous envisageons un ralentissement de la croissance, une baisse de l'inflation et un pic d'agressivité des banques centrales, de sorte que les taux devraient baisser et les spreads s'élargir. Le ralentissement de l'immobilier et la crise bancaire devraient aussi durcir les normes d'octroi de prêts et entraîner une hausse des taux de défaillance. Nous restons donc surpondérés sur les emprunts d'État et négatifs sur les obligations à haut rendement. Nous restons neutres sur le crédit Investment Grade et légèrement surpondérés sur la dette émergente en monnaie forte. Nous considérons qu'il est trop tôt pour ajouter du risque et restons globalement neutres sur les obligations.
<b>3</b> <b>Actions</b>				↗		Nous sommes globalement positifs sur les actions. Notre scénario de base d'une récession pour 2023 est confirmé: l'inflation devrait poursuivre sa tendance baissière et la Fed devrait amorcer une baisse de ses taux au second semestre. Pour l'horizon à neuf mois de notre Comité d'Investissement, ce dernier facteur est déterminant et dictera l'orientation des marchés boursiers. Les marchés semblent avoir déjà partiellement intégré la probabilité d'une récession durant l'année 2023. Les valorisations des actions se sont aussi normalisées et les analystes ont revu leurs estimations à la baisse. Nous avons donc décidé de réallouer du capital aux actions et fait passer les actions émergentes de neutre à surpondéré. Les autres points de vue régionaux demeurent inchangés. Nous passons donc d'un point de vue neutre à globalement positif sur les actions.
<b>4</b> <b>Or</b>				→		Nous restons surpondérés sur l'or, car celui-ci constitue une couverture efficace contre les risques de récession et les incertitudes géopolitiques. Les dernières turbulences bancaires l'ont encore montré: la volatilité des marchés obligataires s'est accrue et l'or a fortement augmenté. Le prochain revirement accommodant des banques centrales devrait aussi être positif pour l'or.
<b>5</b> <b>Matières premières</b>			→			Les données chinoises meilleures que prévu, les contraintes d'approvisionnement et l'affaiblissement continu du dollar US sont plus que contrebalancés par les risques de récession et la baisse de l'inflation qui se profilent. Nous restons donc neutres sur les matières premières.
<b>6</b> <b>Stratégies alternatives</b>			→			Globalement neutres sur les investissements alternatifs, nous demeurons légèrement sous-pondérés sur les hedge funds et neutres sur l'immobilier.

# L'inflation dans la zone euro est surveillée avec fébrilité

Les investisseurs suivent de près l'évolution de l'inflation. Eurostat a publié des données encourageantes: en glissement annuel le niveau des prix de la zone euro a baissé à «seulement» 6,9% en mars. Cela représente un ralentissement significatif par rapport au mois de février, lorsque l'inflation s'élevait encore à 8,5%. Quelle évolution pouvons-nous donc anticiper ?



**Stefan Eppenberger**  
Head Multi Asset Strategy,  
Vontobel



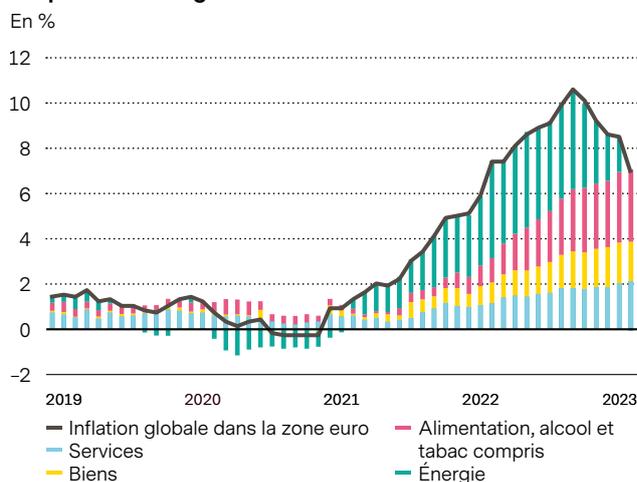
**Michaela Huber**  
Cross-Asset Strategist,  
Vontobel

La modération de l'inflation tient essentiellement à la baisse des prix de l'énergie (graph. 1). L'examen plus approfondi des données a toutefois relativisé la joie initiale. L'inflation sous-jacente, qui exclut les éléments volatils, tels que l'alimentation et l'énergie, et qui est donc considérée comme plus pertinente par la Banque

centrale européenne (BCE), a augmenté de 5,6 à 5,7% au cours de la même période. Tous ceux qui ont suivi les commentaires de la BCE ces dernières semaines savent qu'il est donc peu probable qu'elle s'écarte de sa trajectoire de relèvement des taux d'intérêt.

Dans la zone euro, l'inflation devrait encore baisser au cours des prochains mois, et ce, pour plusieurs raisons.

**Graph. 1 : L'inflation de la zone euro n'est plus tirée par les prix de l'énergie**



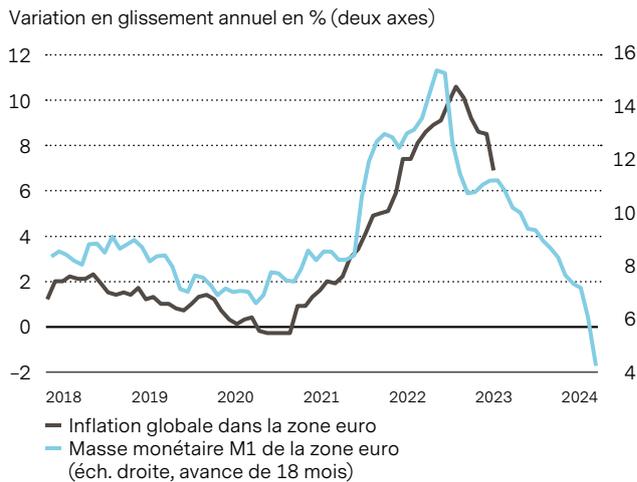
Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

## Signes pointant vers une baisse de l'inflation dans la zone euro

La première réside dans l'affaiblissement de la croissance européenne. L'indice des directeurs d'achat de l'industrie manufacturière européenne a généralement neuf mois d'avance sur l'inflation. Le ralentissement commercial marqué devrait freiner l'inflation au cours des mois à venir.

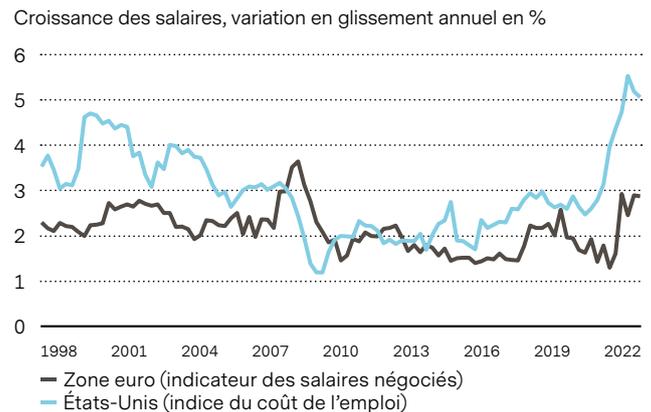
L'approche restrictive de la BCE constitue un autre indice. Dans la zone euro, depuis que la BCE a commencé à resserrer les rênes, la croissance monétaire M1 (somme de la monnaie en circulation et des dépôts à vue) a diminué de manière significative, or l'évolution de cet indicateur précède généralement l'inflation de 18 mois (graph. 2).

**Graph. 2 : La baisse de la masse monétaire de la zone euro pourrait annoncer une inflation moindre**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graph. 3 : La zone euro : une plus faible pression salariale que les États-Unis**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

Les effets de change fournissent également des indications. En 2022, la faiblesse de l'euro a entraîné une augmentation significative des prix des intrants pour les entreprises et les consommateurs européens. La récente appréciation de l'euro devrait toutefois réduire l'inflation importée au cours des mois à venir.

Les enquêtes auprès des entreprises et des consommateurs sont toujours de bons indicateurs de l'évolution de l'inflation de base, or elles montrent que les entreprises sont confrontées à une baisse de leur pouvoir en matière de fixation des prix. Les pressions sur les prix sont aussi en passe de s'atténuer sur les marchés des matières premières. La douceur de l'hiver et les stocks suffisants ont fait chuter les prix du gaz et de l'électricité.

L'année 2022 s'est caractérisée par une rapide augmentation des prix des denrées alimentaires. Cela tient en partie à l'attaque de l'Ukraine par la Russie, laquelle a fait grimper le coût du blé (les deux pays fournissaient env. 28% du blé mondial en temps de paix) et des engrais (la Russie représentait 10% des exportations de potassium, 15% des exportations d'azote et 14% des exportations de phosphore en 2019). Avec la forte baisse, ces derniers mois, des prix mondiaux des denrées alimentaires, les prix des denrées alimentaires en Europe – et, par là même, l'inflation des denrées alimentaires dans la région – devraient à nouveau se modérer.

Enfin, le marché du travail européen n'est pas aussi tendu que celui des États-Unis. Un regard porté sur le taux de participation au marché du travail montre que la pandémie de Covid-19 a fait perdre des employés à des pays comme les États-Unis. Dans la zone euro, en revanche, le nombre de travailleurs s'est accru. Cela réduit la probabilité d'une « spirale prix-salaires » qui alimenterait l'inflation (graph. 3).

### Sur quoi pourrions-nous nous tromper ?

Trois risques pourraient compromettre notre scénario de poursuite de la baisse de l'inflation dans la zone euro. Premièrement, l'inflation pourrait repartir à la hausse du fait de mesures de relance massives (mesures de soutien pour lutter contre la crise énergétique, p.ex.). Deuxièmement, la guerre en Ukraine ou d'autres chocs externes – conflits inattendus au Moyen-Orient ou nouvelles réductions de la production par l'OPEP+, p.ex. – pourraient faire augmenter les prix de l'énergie. Troisièmement, une surchauffe du marché du travail européen pourrait peser sur les salaires et déclencher une spirale salaires-prix susceptible d'alimenter l'inflation.





—  
**Chris Bowie**  
Partner, Portfolio Management,  
TwentyFour Asset Management

# Une courte attente avec des rendements attractifs

Il apparaît de plus en plus clairement que le retrait rapide de liquidités engendré par la fin de l'assouplissement quantitatif en 2022 et les effets différés des relèvements de taux massifs observés l'année dernière dans le monde entier se propagent désormais à l'économie réelle. Tout semble indiquer que nous évoluons désormais dans un environnement où la hausse du coût du capital revêt une réelle importance. Non seulement pour les liquidités, mais également pour l'allocation efficace du capital à un usage productif à long terme, et pas seulement pour des expédients à effet de levier à court terme dans des actifs financiers (ou virtuels) risqués. Le marché obligataire s'est, dans toute sa myriade de sous-secteurs, retrouvé l'année dernière à la fois à l'épicentre et à l'avant-garde de ce tourment : de mémoire d'homme, l'année 2022 a constitué la pire des années jamais enregistrées pour les obligations. L'année 2023 pourrait-elle se révéler aussi mauvaise pour d'autres classes d'actifs ?

# 10 Point de vue

Il est difficile de prédire quels actifs, ou quelles classes d'actifs, pourraient être les prochaines victimes du retrait des liquidités et de la hausse des coûts du capital, même s'il est vrai que l'immobilier commercial constitue peut-être l'une des principales classes d'actifs s'imposant à l'esprit.

L'excès de confiance dont a témoigné le marché quant à la question des «atterrissages en douceur», voire, peut-être, des «non-atterrissages», semble désormais plutôt déplacé. Même lors de la récente présentation du budget de printemps du chancelier britannique de l'Échiquier, le fait que les prévisions actualisées indiquent que le Royaume-Uni éviterait apparemment une récession en 2023 a suscité une certaine allégresse. Ces prévisions se réaliseront peut-être, mais il est encore trop tôt pour sabrer le champagne. Le dénouement rapide de 13 années d'argent facile et bon marché nous surprendra de manière – il suffit de penser à la récente volatilité bancaire aux États-Unis out au stress de l'immobilier commercial. Y a-t-il quelque chose vers quoi les investisseurs pourraient se tourner cette année pour préserver leur capital et en obtenir un rendement décent?

Le crédit Investment Grade (IG) à court terme offre une histoire captivante. La hausse considérable des rendements observée l'année dernière, qui est en phase avec les relèvements de taux, signifie que la valorisation actuelle, notamment sur la partie courte de la courbe, est extrême d'un point de vue historique. Si le profil de rendement ajusté au risque traditionnellement favorable que les titres IG à court terme n'ont cessé de présenter est toujours bienvenu dans les portefeuilles, il l'est d'autant plus aujourd'hui dans un environnement semblant promis à rester volatil. L'aplatissement des courbes de rendement que l'on observe aujourd'hui signifie que, dans l'ensemble, le crédit à plus long terme ne génère pas de rendement supplémentaire.

## La hausse des rendements

L'année 2022 s'est montrée brutale pour les investisseurs obligataires. L'inflation, qui avait été précédemment décrite comme étant «transitoire» par la Fed, a rapidement battu en brèche cette théorie, et la Fed a ensuite été amenée à relever ses taux. La Fed a été rattrapée la réalité – et il ne semble pas encore tout à fait terminé. La correction de l'inflation, et, par là même, des taux, a entraîné des pertes stupéfiantes sur le marché obligataire. Les pertes des titres IG se sont révélées près de deux fois supérieures à celles des titres haut-rendement (HR) en 2022, ce qui représente un niveau de sous-performance jamais observé au cours de ce siècle. Que ce

soit en période de calme ou en période de stress, les titres IG affichaient toujours des performances supérieures à celles des titres HR, avec des replis moins importants et une plus faible volatilité. Mais en 2022, la double durée des titres IG par rapport aux titres HR a donné lieu à des pertes deux fois plus importantes, alors que les hausses de rendement se sont, elles, révélées comparables. Cette vente massive d'une classe d'actifs traditionnellement plus sûre signifie qu'il s'agit d'une fantastique opportunité d'achat?

Cela dépend de l'endroit de la courbe de rendement où on souhaite être investi. La fin de l'assouplissement quantitatif et le retrait des liquidités qui en a découlé sur les marchés et dans les économies signifient que le crédit à long terme continue de rester cher au vu du caractère très aplati des courbes de rendement. La longue baisse des rendements (récompense) durant la période de l'assouplissement quantitatif a été largement compensée par une augmentation correspondante de la durée (risque de taux d'intérêt) du marché obligataire, de sorte que, à la fin de l'année 2020, les rendements étaient bas et la durée élevée (avec un compromis risque/récompense si déséquilibré).

Le marché obligataire à plus longue durée n'est pas sans risque, surtout s'il est peu probable que la politique d'assouplissement quantitatif soit relancée au cours des deux prochaines années si l'inflation de base reste supérieure à 5%. Sans l'assouplissement quantitatif, quelle est la fourchette «normale» des rendements? L'environnement actuel plaide davantage en faveur des instruments à faible durée.

## Cohérence des propriétés ajustées au risque des titres IG à court terme

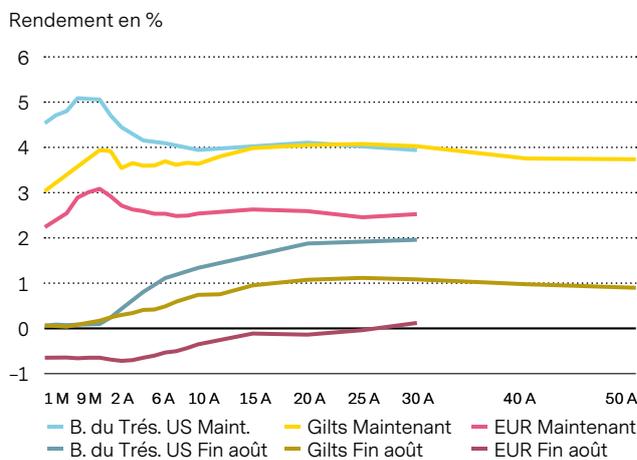
L'analyse des rendements à long terme ajustés au risque générés par les titres obligataires libellés USD au cours de ce siècle montre que le crédit IG a été l'une des meilleures sources de rendement ajusté au risque. Il a produit plus de rendement et moins de volatilité en même temps, par rapport à d'autres actifs tels que les HR et les obligations d'État, les IG à court terme ayant la volatilité la plus faible de tous ces actifs.

Les titres IG à court terme devraient constituer une composante centrale des portefeuilles. Il est difficile d'obtenir des rendements corrigés du risque aussi élevés et, en termes corrigés du risque, les titres IG ont largement surperformé les titres HR et les bons du Trésor US au cours du siècle actuel.

### Le seuil de rentabilité est maximisé pour les titres IG à court terme

Durant la frénésie de relèvements observée au cours de l'année 2022, et du fait des craintes de ralentissement économique et de récession pure et simple que ce mouvement a alimentées, les courbes de rendement ont pris une allure inversée prononcée en 2022 et elles l'ont conservée en dépit des récentes faillites bancaires survenues aux États-Unis. Cela signifie non seulement que les rendements les plus élevés sont atteints dans les obligations à échéance la plus courte, mais aussi qu'aucun rendement supplémentaire n'est accordé aux investisseurs en contrepartie du risque de perte de capital plus importante dans les obligations à durée plus élevées. La forme de la courbe est très inhabituelle dans un contexte historique, car normalement les courbes sont en pente ascendante. Nous avons maintenant des courbes inversées, où les rendements à court terme sont plus élevés que les rendements à plus long terme (graph. 1).

**Graph. 1 : Forme et évolution de la courbe des rendements du mois d'août 2021 au 23 février 2023**



Source: TwentyFour, Bloomberg

Les obligations à court terme présentent un autre avantage: durée, ou risque de taux d'intérêt, inférieure à celle des autres obligations. Cela signifie que pour une augmentation donnée du rendement, les obligations à plus court terme ont des pertes en capital inférieures à celles des autres. Associez cela à un rendement plus élevé, la protection du seuil est maximisée. Un rendement plus élevé et un risque de capital plus faible produisent ensemble un seuil de rendement convaincant, qui protège les portefeuilles contre les pertes.

La possibilité existe d'améliorer la protection du seuil de rentabilité en achetant un indice d'obligations à court terme, optant pour une gestion active et en concentrant les portefeuilles sur des opportunités sélectives. Il est tout à fait probable que le rendement en USD d'un porte-

**Tableau 1:**

INDICES ICE / BAML IG CORPORATE	1-3 YEAR	1-5 YEAR	ALL MATURITY
Rendement minimal (USD)	5,5%	5,5%	5,5%
Duration (années)	1,79	2,57	6,74
Rendement ÷ duration (seuil de rentabilité)	+307pb	+214pb	+81pb
Rendement identique?	Oui	Oui	Oui
Degré de protection contre les pertes?	Oui	Oui	Non

Source: TwentyFour, ICE/BAML

feuille actif soit supérieur à 7% au cours des prochains mois, simplement en réinvestissant le capital obligataire arrivant à échéance dans des obligations à 18 mois ou à deux ans, par exemple (tableau 1).

La combinaison d'une faible durée (pour protéger le capital), d'un crédit IG (où les rendements ajustés au risque se sont constamment montrés positifs et les risques de défaut faibles) et d'un investissement sur la partie courte de la courbe de rendement (où les rendements peuvent être maximisés) constitue une excellente occasion cette année. La beauté actuellement réside dans le fait que même si d'autres classes d'actifs finissent par surperformer les titres IG à court terme en 2023, il est toujours possible d'obtenir un rendement intéressant avec des titres IG à court terme, tout en conservant un capital relativement sûr et en maintenant la volatilité à un faible niveau.

### Lire l'analyse complète ici

[am.vontobel.com/fr/insights/why-short-dated-IG-is-the-best-game-in-town](https://am.vontobel.com/fr/insights/why-short-dated-IG-is-the-best-game-in-town)

## Les obligations souveraines et des pays émergents à l'honneur



—  
**Stefan Eppenberger**  
Head Multi Asset Strategy,  
Vontobel

**Avec le ralentissement de l'inflation et de l'activité économique, l'éventualité d'une fin prochaine du cycle de relèvement des taux aux États-Unis rend les emprunts d'État attrayants. Les obligations des marchés émergents devraient, en outre, bénéficier d'un affaiblissement du dollar US.**

Nous restons globalement neutres sur les titres obligataires, avec une préférence pour les emprunts d'État et les obligations des marchés émergents face aux obligations d'entreprises. Nous restons défensifs sur les obligations d'entreprises, avec un positionnement neutre sur l'Investment Grade et sous-pondéré sur le haut rendement.

### Anticiper la baisse des rendements des emprunts d'État US

Les rendements des emprunts d'État US à 10 ans nous semblent trop élevés. Ces rendements évoluent depuis près de 6 mois entre 3,4 et 4,2%. Plusieurs éléments pourraient bientôt faire baisser cette fourchette et donner un nouvel élan aux emprunts d'État. C'est le cas de l'économie – du moins aux États-Unis – qui continue de faiblir. Idem pour l'inflation qui continue de baisser et qui a

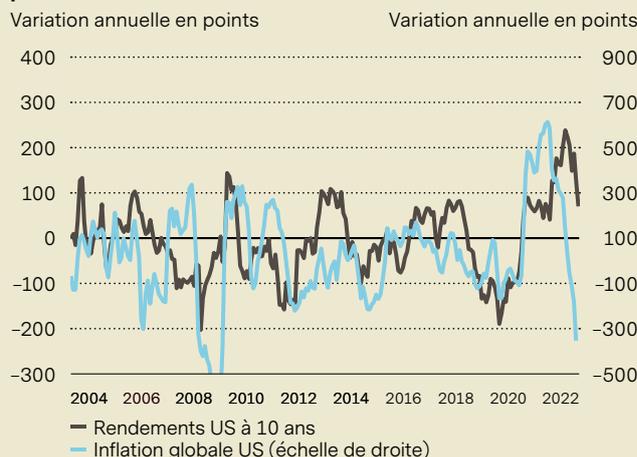
reculé bien plus que ne le montrent les rendements des emprunts d'État (graph. 1). Et, enfin, d'une éventuelle récession. Les sept dernières décennies montrent ainsi que les rendements pourraient enregistrer une baisse moyenne de 2,5%.

Même sans récession, les rendements pourraient bien continuer à augmenter de manière significative. Ils se négocient actuellement bien au-dessus du «taux neutre» de 2,5% supposé par la Fed. Le taux neutre est une estimation du niveau de taux d'intérêt auquel l'économie se trouve en équilibre. C'est lui que visait la Fed en tentant de maîtriser l'inflation élevée. Mais l'économie peut-elle supporter des taux d'intérêt aussi élevés à long terme ?

### Les obligations des marchés émergents sont attrayantes

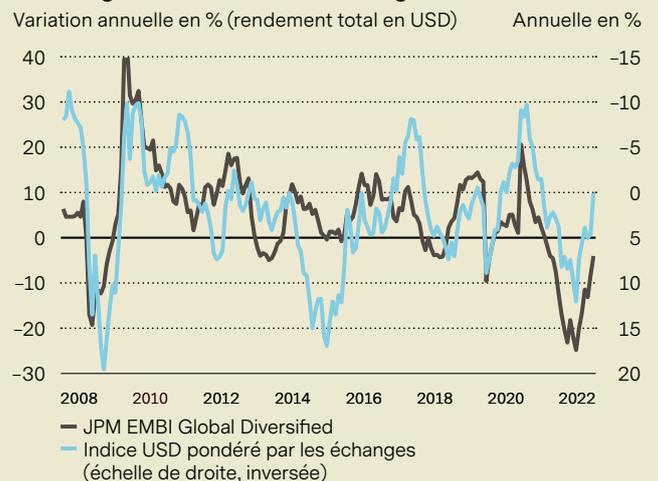
Nous restons surpondérés sur les emprunts d'État des marchés émergents, mais pour différentes raisons. Cette classe d'actifs est certes susceptible de souffrir si notre scénario de récession se concrétise, mais ces risques sont actuellement bien mieux compensés que dans les obligations d'entreprise. Et puis les obligations des marchés émergents libellées en monnaies fortes devraient bénéficier de la baisse du dollar US (graph. 2), car ce dernier devrait s'affaiblir avec la fin du cycle de relèvement des taux US.

**Graph. 1 : La baisse de l'inflation se traduit généralement par une baisse des rendements**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graph. 2 : La baisse de l'USD améliore les performances des obligations des marchés émergents**



# Anticiper une politique monétaire accommodante



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

**La probabilité croissante d'une politique monétaire plus accommodante en fin d'année, de même que la reprise plus forte que prévu en Chine, nous incitent à relever notre positionnement de neutre à surpondérer sur les actions émergentes.**

La hausse des marchés boursiers n'a pas cessé depuis la mi-mars. En matière de styles d'investissement, la rotation sectorielle notable vers la qualité et la croissance s'est accélérée avec la crise bancaire US. Les investisseurs ont privilégié les grandes entreprises affichant une forte visibilité de leurs bénéfices, une croissance et une génération de trésorerie solides, ainsi qu'un très faible endettement ou des positions de trésorerie nette.

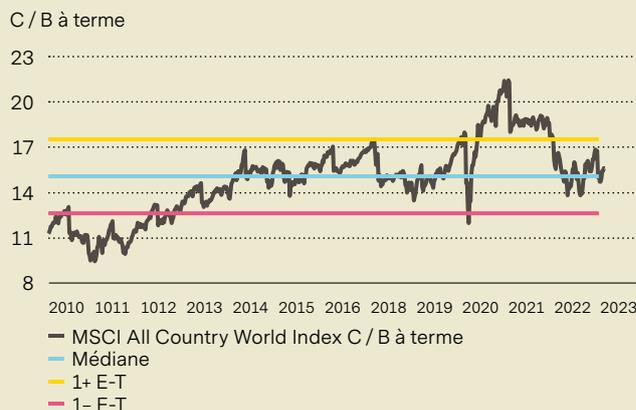
L'excellente performance de l'indice MSCI World Technology au T1 – la meilleure depuis près de 15 ans – reflète ces facteurs. Sur les marchés d'actions, les multiples de valorisation ne sont pas trop tendus (graph. 1), les estimations de bénéfices ont, en moyenne, été réduites d'env. 15% par rapport à juillet dernier, et les prévisions de croissance pour 2023 sont négatives

(graph. 2). La période d'annonce de résultats est encourageante, mais les dernières enquêtes révèlent un sentiment déprimé des investisseurs. Chez les investisseurs institutionnels, la sous-exposition aux actions est proche de celle de mars 2009, tandis que les positions courtes nettes s'approchent de niveaux extrêmes.

Que nous réserve maintenant l'avenir? Trois facteurs devraient dicter l'orientation des marchés boursiers: la baisse lente et sûre de l'inflation; la pause prochaine dans les relèvements de taux de la Fed; l'ampleur d'une récession qui pourrait affecter l'économie réelle en fin d'année. Avec la baisse du dollar US, cela devrait profiter aux secteurs cycliques et de croissance, tels que les technologies de l'information (TI), la communication, les biens de consommation cyclique, les matériaux et l'industrie. L'affaiblissement du dollar US devrait soutenir les actions émergentes, qui sont exposées à 50% à ces secteurs, notamment dans les TI. Dans ce contexte, nous y avons donc réalloué une partie du capital.

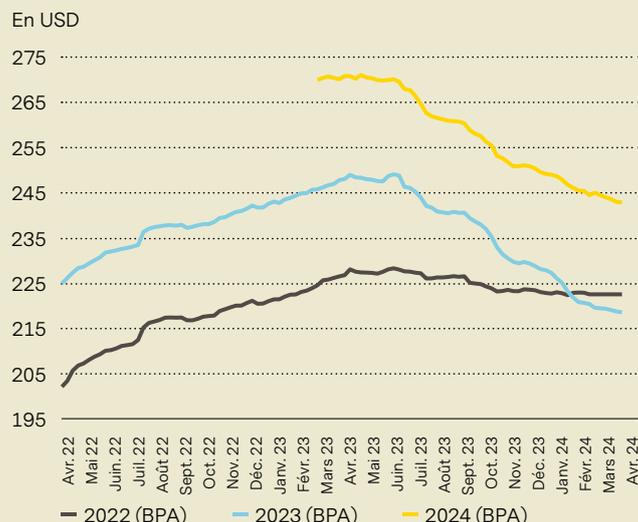
Nous estimons que la meilleure façon d'y parvenir est de relever de neutres à surpondérées les actions émergentes, qui affichent une dynamique de croissance plus forte que dans les marchés développés et qui devraient bénéficier de la réouverture chinoise. L'accélération des flux de crédit, l'amélioration des données macro des ménages et des consommateurs, ainsi que des indicateurs de confiance du marché devraient faire grimper les actions chinoises.

**Graph. 1 : Les valorisations des actions mondiales semblent normalisées**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graph. 2 : Révisions des bénéfices pour l'indice S&P 500**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

# Finis l'« America First », place à l'« OPEP+ First »



—  
**Michaela Huber**  
Cross-Asset Strategist,  
Vontobel

**La décision prise par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) et ses alliés (OPEP+) de réduire la production de pétrole d'env. 1,16 million de barils par jour à partir du mois de mai a surpris les marchés et fait grimper les prix de l'« or noir ». Cette décision est une nouvelle preuve de la puissance de ce cartel et elle envoie un message clair à Washington.**

La réduction des volumes de production tient à plusieurs raisons. Officiellement, l'OPEP+ invoque une mesure visant à « stabiliser » les marchés pétroliers. Officieusement, cette décision est toutefois probablement motivée par les inquiétudes qu'alimente la baisse de la demande mondiale. Dans un contexte de crise bancaire et de craintes accrues d'une récession, les prix du pétrole étaient auparavant tombés à 70 dollars US le baril. La détérioration des relations entre l'Arabie saoudite et les États-Unis constitue un autre facteur. Snobant l'Arabie Saoudite, ces derniers ont récemment indiqué leur volonté de libérer du pétrole de leur réserve stratégique (graph. 1).

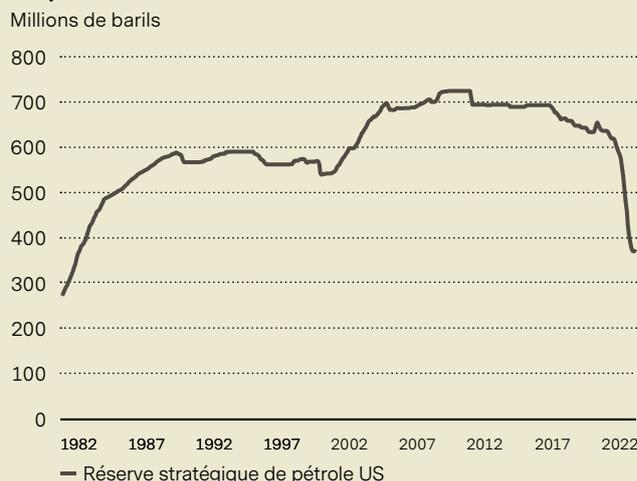
Sous l'impulsion de l'Occident, la transition écologique est aussi en passe de jouer un rôle, car l'abandon des énergies fossiles réduira les recettes de l'OPEP+. Mais la raison la plus importante tient peut-être aux États du Golfe eux-mêmes. La population saoudienne a, p.ex., grandi de plus de 770 % entre 1960 et 2021. Or ses besoins doivent être satisfaits. Le royaume a donc besoin d'un budget solide et de prix du pétrole supérieurs à 80 dollars US (graph. 2).

Son pouvoir de marché le lui permet. Au total, 80,4 % des réserves mondiales de pétrole se trouveraient dans les États membres de l'OPEP ; en 2021, le cartel a produit près de 38 % du pétrole brut mondial.

## Qu'est-ce que cela signifie pour les prix du pétrole ?

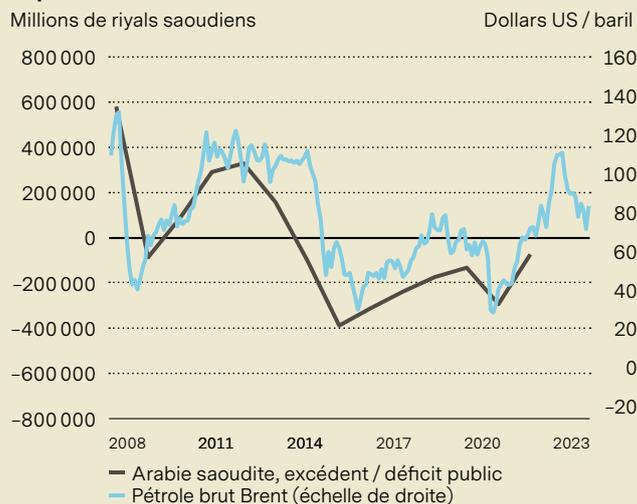
- Les 80 dollars US par baril constituent pour le cartel le prix plancher à défendre.
- Associée à celle de la Russie, la réduction se traduira par une diminution de la production de 1,6 million de barils par jour. À moins d'une grave récession mondiale, les prix pourraient, du fait de la réduction de l'offre, dépasser les 90 dollars US par baril en fin d'année. Les États membres devront alors tous respecter les réductions annoncées (l'année dernière, la Russie a p.ex. mis sur le marché beaucoup plus de pétrole que prévu).
- La volatilité restera élevée.

**Graph. 1 : La sollicitation répétée des réserves US pourrait avoir irrité l'OPEP+**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graph. 2 : L'Arabie saoudite a besoin d'un pétrole supérieur à 80 dollars US**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

# Perspectives d'affaiblissement pour le dollar US



—  
**Stefan Eppenberger**  
Head Multi Asset Strategy,  
Vontobel

**Amorcée en octobre dernier, la reprise des actions alimente un affaiblissement notable du dollar US. L'appétit accru pour le risque s'accompagne souvent d'une baisse du billet vert, et vice versa. Une récession US pourrait donner un coup de fouet temporaire au dollar. Les facteurs à long terme pointent toutefois vers une faiblesse persistante.**

Dans le monde entier, le dollar est la monnaie de réserve incontestée. L'émergence d'un ordre mondial multipolaire pourrait remettre en cause ce statut, mais pas du jour au lendemain. Le billet vert est également crucial pour les marchés financiers. De fait, la plupart des matières premières sont encore libellées en dollars.

## Vers où le dollar US se dirige-t-il ?

Le dollar présente une valeur élevée. La parité de pouvoir d'achat le montre bien, qui permet de comparer les prix des principaux biens de consommation entre les pays. Or l'inflation plus élevée aux États-Unis qu'en Suisse, p.ex., a considérablement réduit la juste valeur du dollar au cours des deux dernières années. À long terme, les

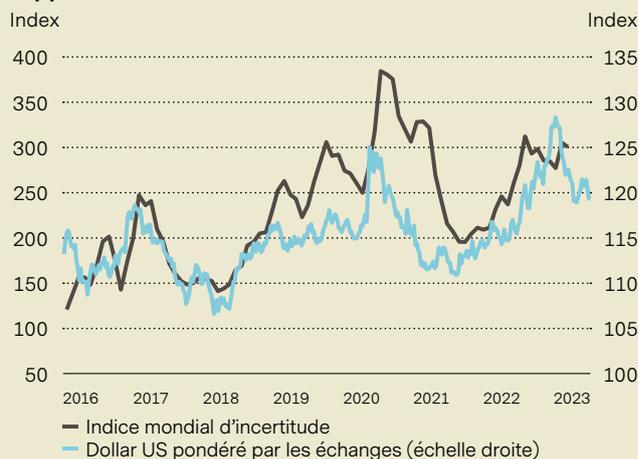
taux de change fluctuent autour de cette juste valeur et le billet vert devrait perdre de la valeur. Mais, les deux dernières années l'ont montré, le taux de change actuel peut également s'en écarter pendant plusieurs mois.

À moyen terme, les perspectives économiques revêtent toutefois une plus grande importance. Graph. 1 illustre la tendance du dollar à s'apprécier en période d'incertitude. L'indice mondial d'incertitude quantifie notamment la couverture que font les journaux de l'incertitude économique liée à la politique. La récession que nous anticipons cette année accentuerait l'incertitude et donnerait un coup de fouet temporaire au dollar.

Le vent contraire des écarts de taux d'intérêt défavorables pour le dollar devrait toutefois être tout aussi fort (graph. 2). Aux États-Unis, les taux d'intérêt à deux ans augmentent moins qu'ailleurs depuis l'automne dernier, quand le dollar était justement au zénith. À titre d'exemple, les taux d'intérêt à court terme augmentent davantage en Allemagne qu'aux États-Unis, ce qui a dopé le taux de change EUR/USD. Les écarts de taux d'intérêt pointent déjà vers une baisse du dollar. Cela devrait se poursuivre lorsque la Fed mettra fin à son cycle de relèvement des taux d'intérêt.

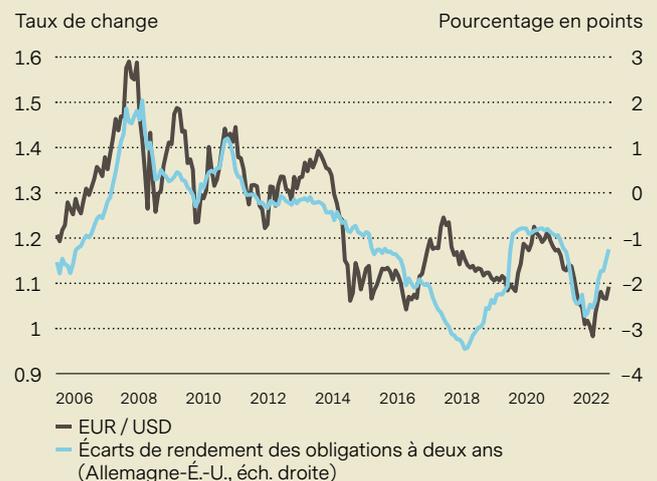
Même en cas de récession, les taux d'intérêt baisseront sans doute plus aux États-Unis que dans d'autres régions, car la Fed les a relevés plus souvent au cours des douze derniers mois.

**Graph. 1 : La hausse de l'incertitude entraîne l'appréciation du dollar US**



Source: Baker, Bloom, Davis, Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graph. 2 : Les écarts de taux d'intérêt jouent contre le dollar US**



# 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.

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

<b>INFLATION</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ACTUEL<sup>2</sup></b>	<b>CONSENSUS 2023</b>	<b>CONSENSUS 2024</b>
Mondial (G20)	3,5	7,3	5,5	5,4	3,6
Zone euro	2,6	8,4	6,9	5,6	2,5
États-Unis	4,7	8,0	5,0	4,2	2,6
Japon	-0,3	2,5	3,2	2,4	1,4
R.-U.	2,6	9,1	10,1	6,5	2,4
Suisse	0,6	2,9	2,9	2,5	1,5
Australie	2,9	6,6	7,8	5,5	3,1
Chine	0,9	2,0	0,7	2,3	2,3

<b>TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
EUR	-0,50	2,00	3,00	3,64	3,29
USD	0,25	4,50	5,00	5,20	4,10
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,07
GBP	0,25	3,50	4,25	4,35	3,85
CHF	-0,75	1,00	1,50	1,84	1,64
AUD	0,10	3,10	3,60	3,85	3,60
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

<b>RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
EUR (Allemagne)	-0,2	2,6	2,45	2,44	2,21
USD	1,5	3,9	3,53	3,55	3,31
JPY	0,1	0,4	0,47	0,65	0,66
GBP	1,0	3,7	3,74	3,41	3,12
CHF	-0,1	1,6	1,12	1,44	1,26
AUD	1,7	4,1	3,46	3,62	3,31

<b>TAUX DE CHANGE</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS POUR LA FIN 2024</b>
CHF / EUR	1,04	0,99	0,98	1,00	1,01
CHF / USD	0,91	0,94	0,89	0,91	0,91
CHF / 100 JPY	0,79	0,72	0,67	0,72	0,72
CHF / GBP	1,23	1,12	1,11	1,13	1,14
USD / EUR	1,14	1,06	1,10	1,11	1,12
JPY / USD	115	130	134	127	125
USD / AUD	0,73	0,67	0,67	0,70	0,71
GBP / EUR	0,84	0,88	0,88	0,89	0,89
CNY / USD	6,37	6,91	6,89	6,75	6,70

<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
Pétrole brut Brent, USD par baril	79	86	81	86,75	90
Or, USD par once troy	1829	1824	1986	1946	1946
Cuivre, USD par tonne métrique	9720	8372	8881	8820	9100

<sup>1</sup> Dernier trimestre disponible

<sup>2</sup> Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 25 mars 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](http://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](http://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](http://vontobel.com/privacy-policy)) et sur notre website de protection des données ([vontobel.com/gdpr](http://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](mailto: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](http://vontobel.com)

