Vontobel

Investors' Outlook

La mondialisation est là pour rester

Juin 2022

Sommaire

3
Éditorial

4
Stratégie d'investissement

Relèvement des obligations et abaissement des matières premières

6
Macro highlights

Les banques centrales luttent contre l'inflation au péril de la croissance économique

8
Point de vue

Chine – les premiers signes d'une stabilisation

10
Gros plan sur les classes d'actifs

14
Prévisions

Mentions légales

Édition
Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction
Martin Gelnar

Auteurs*
Marc Bindschädler
Client Portfolio Manager,
Vontobel
Reto Cueni, PhD
Chief Economist,
Vontobel
Stefan Eppenberger
Equity & Commodity Strategist,
Vontobel
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber
Economist,
Vontobel
Roger Merz
Head of mtx Portfolio Management,
Senior Portfolio Manager, Vontobel
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Sandrine Perret
Senior Economist,
Fixed Income Strategist,
Vontobel
Thomas Schaffner
Senior Portfolio Manager,
Vontobel
Sven Schubert, PhD
Senior Investment Strategist,
Head of Strategy Currencies,
Vontobel
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Fréquence de parution
Dix fois par an
(prochaine édition : juillet / août 2022)

Concept
MetaDesign AG

Création et réalisation
Vontobel

Images
Gettyimages, Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition
25 mai 2022

Remarques
* voir page 15 « Remarques juridiques » : attestation des analystes

La mondialisation est là pour rester

—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Chers lecteurs,

Le Forum économique mondial (WEF) ayant, du fait de la pandémie, été déplacé de janvier à mai, la neige habituelle avait, cette année, cédé la place au cadre luxuriant des prairies qui entourent Davos. Le monde a bien changé depuis la dernière rencontre physique du WEF dans les Alpes suisses, il y a deux ans. La pandémie a fait des millions de morts, et nous avons assisté au retour d'une guerre à grande échelle qui était pourtant considérée comme impossible dans l'Europe d'aujourd'hui.

En 2018, Donald Trump avait déclenché une guerre commerciale mondiale avec son programme AMERICA FIRST. Cette année, ce sont les tensions géopolitiques et l'éventualité d'un nouvel ordre mondial qui ont animé les différentes tables rondes et les entretiens privés organisés autour de l'événement. Si Volodymyr Zelensky s'est adressé au Forum depuis Kiev, ni Joe Biden, ni Kamala Harris, ni Xi Jinping, ni Vladimir Poutine n'étaient présents. Le président américain avait préféré un voyage en Asie pour y persuader 12 pays de rejoindre un nouveau bloc économique sous la direction de son pays afin de contrer l'influence de la Chine.

Si les choses semblent avoir peu évolué à Davos, les marchés des capitaux enregistrent de rapides évolutions. Depuis le record atteint en clôture le 3 janvier dernier, l'indice boursier S&P500 frôle officiellement le territoire du marché baissier, défini comme une chute de 20 %. Alors que la Chine tente de gérer la crise sanitaire sans perdre la face, il est de plus en plus clair que les marchés mondiaux ne pourront se redresser que si cette dernière modifie sa politique de tolérance zéro à l'égard de la Covid-19.

Un sentiment tenace s'installe selon lequel ni la Covid-19 ni l'inflation ne seraient vraiment « transitoires ». Se pourrait-il que les banques centrales aient mal évalué la tendance à la « démondialisation » et son effet haussier durable sur les prix à la consommation ? La guerre en Ukraine nous a-t-elle fait comprendre que le passage du gaz aux énergies renouvelables sera coûteux ? Et que se passerait-il si les gains de productivité que la mondialisation a permis au cours des dix dernières années étaient réduits à néant ? Cela pourrait en effet entraîner une longue et profonde récession mondiale.

Des liens économiques qui unissent

Longtemps considéré comme acquis, l'ordre mondial actuel semble aujourd'hui vaciller. Pourtant, ni les tensions géopolitiques actuelles, ni la crise sanitaire, ni l'aspiration mondiale à des objectifs environnementaux, sociaux et de gouvernance ne devraient défaire la mondialisation. Nos économies et les marchés financiers sont inextricablement liés, et les capitaux circulent très rapidement : après le Japon, la Chine est le plus grand détenteur de la dette américaine ; les Occidentaux investissent massivement en Chine et l'Empire du Milieu est un importateur net de produits alimentaires et agricoles. La Chine ne reviendra pas à une économie agricole, et les entreprises américaines ne renonceront pas aux bénéfices potentiels de cet énorme marché. Tout compte fait, la mondialisation est là pour rester, et c'est d'ailleurs ce que nous prédisions dans notre Investment Outlook de janvier 2022 : « Plus difficile, meilleure, plus rude, 'plus verte' ».

→ Webcast
Pour visionner notre webcast sur les récents développements du marché, cliquez **ici**

—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Relèvement des obligations et abaissement des matières premières

Les participants au Forum économique mondial de Davos (photo) ne se sont pas réunis en mai dans les Alpes suisses pour n'évoquer que la seule croissance mondiale. Nombre d'entre eux ont également écouté avec attention les discussions sur les marchés financiers.

Nous ne savons pas ce qui s'y est dit, mais notre mois de mai a été chargé : restant neutres sur les actions, nous avons modifié notre allocation dans certaines autres classes d'actifs. Nous sommes ainsi passés de sous-pondérés à neutres sur les obligations. Si la forte inflation et la hausse rapide des taux directeurs américains ont malmené les marchés obligataires cette année, le tableau semble toutefois s'éclaircir et plusieurs facteurs indiquent que l'inflation a commencé à atteindre un pic aux É.-U.

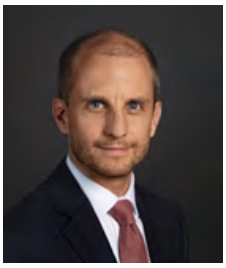
Notre approche est désormais plus prudente à l'égard des matières premières, que nous abaissons de surpondérer à neutre. Après avoir bénéficié du déséquilibre de l'offre et de la demande, ainsi que de l'invasion de l'Ukraine et des mesures chinoises de confinement, cette classe d'actifs pourrait avoir du mal à conserver son élan. Pour plus de détails, voir la p. 5 ou les p. 10 à 13 consacrées aux classes d'actifs.

	SOUS-PONDÉRATION forte	SOUS-PONDÉRATION légère	NEUTRE	SURPONDÉRATION légère	SURPONDÉRATION forte	
1 Liquidités			→			Nous maintenons notre position neutre, Les liquidités peuvent parfois constituer un refuge, mais nous ne voyons actuellement aucun besoin de couverture.
2 Obligations			↗			Nous relevons de neutre à positif notre point de vue sur les emprunts d'État et passons ainsi de globalement sous-pondérés à neutres sur les obligations. Une nouvelle détérioration des perspectives ne peut être exclue, via, p. ex., une escalade de la guerre en Ukraine ou d'autres conflits armés, mais c'est le moment d'être plus optimiste sur les titres publics. Un peu plus de duration via des titres relativement sensibles aux variations des taux d'intérêt en relevant les emprunts d'État dont les rendements pourraient baisser, c.-à-d. dont les prix pourraient augmenter, au cours des 12 prochains mois. Nous restons inchangés sur tous les autres sous-segments : sous-pondérés en obligations d'entreprises Investment Grade (l'exposition à ce sous-segment étant considérée plus risquée que celle à la duration pure), neutres sur les obligations à haut rendement et légèrement surpondérés sur certaines dettes des marchés émergents.
3 Actions			→			L'inflation élevée, le resserrement monétaire et les inquiétudes économiques pèsent sur les actions et certaines prévisions de bénéfices sont réduites. Il est encore raisonnable de rester neutre sur les actions tant que les perspectives de récession restent assez éloignées. Nous confirmons également l'ensemble de nos points de vue régionaux. Les actions américaines et suisses, qui tendent à surperformer en période de ralentissement, restent privilégiées du fait de leurs bénéfices en hausse et de leurs marges élevées. Moins intéressantes de par leur nature cyclique, leurs homologues de la zone euro et du Japon sont sous-pondérées. Nous réitérons aussi notre point de vue neutre sur les actions des marchés émergents.
4 Or				→		Nous restons légèrement positifs sur l'or, qui devrait bénéficier d'un ralentissement attendu de l'économie. Valeur refuge classique et couverture contre l'inflation, le métal précieux devrait, en outre, profiter de la hausse des prix à la consommation ainsi que des inquiétudes suscitées par la guerre de Vladimir Poutine en Ukraine.
5 Matières premières			↘			Notre décision de surpondérer les matières premières au début de 2022 s'est révélée particulièrement fructueuse jusqu'à présent. C'est la seule classe d'actifs à avoir généré des rendements positifs cette année : plus de 30 % à l'heure actuelle. De nature cyclique, les matières premières sont néanmoins plus exposées aux revers en période de ralentissement. Les prix des métaux ont d'ailleurs déjà subi une forte correction. Après le récent rallye des matières premières, nous prônons une position neutre.
6 Stratégies alternatives			↘			Nous restons modestement sous-pondérés sur les hedge funds et neutres sur d'autres types d'investissements alternatifs, tels que les titres liés à des assurances. Avec la révision à la baisse des matières premières, nous sommes désormais globalement neutres sur les investissements alternatifs (contre surpondérés auparavant).

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

Les banques centrales luttent contre l'inflation au péril de la croissance économique

Les banques centrales veulent réduire l'inflation malgré le risque que cela pose pour la croissance. En Chine, les nouvelles mesures de relance budgétaire et monétaire devraient correspondre à la réouverture de l'économie. Cela devrait soutenir modestement la croissance mondiale au second semestre, sans réduire les risques de récession par la suite.



—
Reto Cueni, PhD
Chief Economist,
Vontobel

—
Michaela Huber
Economist,
Vontobel

—
Sandrine Perret
Senior Economist,
Fixed Income Strategist,
Vontobel

—
Sven Schubert, PhD
Head of Strategy Currencies,
Vontobel

Si les banques centrales des marchés développés visent un resserrement monétaire rapide, les autorités monétaires des économies émergentes sont, elles, déjà bien avancées dans leur cycle de relèvement de taux. Cela met la croissance sous pression et augmente la probabilité d'une récession mondiale l'année prochaine. Les banques centrales misent encore sur une modeste reprise cette année, d'abord aux États-Unis, mais aussi en Chine et dans la zone euro : nous partageons cette vision. Ce trimestre, les taux de croissance mondiaux pourraient atteindre leur plancher de l'année, avec une contraction en Chine et une stagnation dans la zone euro. L'inflation devrait devrait baisser lentement pendant le reste de l'année. Cela tient à de moindres distorsions de la chaîne logistique et aux perspectives de réouverture en Chine, ainsi qu'à l'idée qu'une fois le choc de la guerre en Ukraine passé, les prix de l'énergie cesseront d'augmenter.

Il pourrait bien sûr en aller différemment. La fermeture de la Chine pourrait durer et les livraisons de gaz russe à l'Europe pourraient cesser. Cela entraînerait une détérioration rapide de la croissance et un regain d'inflation. Pour contrôler les prix, les banques centrales pourraient alors augmenter trop fortement leurs taux directeurs, freiner la croissance et accélérer la survenue d'une récession mondiale.

Europe : la lutte contre l'inflation commence
Même la Banque centrale européenne (BCE) utilise désormais une rhétorique agressive. Elle devrait ainsi relever son taux directeur à deux reprises au troisième trimestre, et porter le taux de dépôt de –0,5 % à zéro, avant un autre relèvement au dernier trimestre de l'année. Les prochains indicateurs économiques seront primordiaux pour déterminer la trajectoire future des taux directeurs.

La croissance devrait stagner au cours du deuxième trimestre, mais se redresser durant l'été ; le secteur des services – les voyages internationaux, p. ex. – devrait se reprendre avec l'assouplissement des dernières restrictions liées à la Covid. Avec la baisse de la pression sur les prix de la chaîne logistique au cours du second semestre, l'inflation devrait culminer cet été (cf graph. 1). Ce scénario repose sur une lente mise en œuvre des sanctions envisagées contre le pétrole russe, sans compromettre l'approvisionnement énergétique de la zone euro. Toute perturbation importante alimenterait l'inflation et entraînerait une récession en Europe.

Notre réévaluation de la politique de la BCE nous pousse à réévaluer celle de la Banque nationale suisse. La BNS devrait ainsi relever son taux directeur de –0,75 % à –0,5 % avant la fin de l'année. La Banque d'Angleterre devrait le faire encore deux fois cette année.

É.-U. : il sera difficile d'atterrir en douceur l'année prochaine

Il ne se passe pas un jour aux États-Unis sans qu'un membre de la Réserve fédérale américaine ne réaffirme la détermination de la banque centrale à maîtriser l'inflation. Selon son président, Jerome Powell, la Fed continuera à relever ses taux directeurs jusqu'à ce qu'il y ait des preuves « claires et convaincantes » que l'inflation diminue. Si l'inflation annuelle commence à baisser, la hausse de 8,3 % en glissement annuel en avril montre des prix presque au plus haut depuis 40 ans. En outre, la pression du secteur des services – qui représente 60 % de l'indice des prix – a encore augmenté ce mois-là et ne présente aucun signe convaincant d'une diminution rapide (cf graph. 2). Les taux directeurs US devraient être relevés à 2,75 % d'ici la fin de l'année. La Fed sait que la maîtrise de l'inflation sera douloureuse sur le plan économique. Jusqu'à présent, la vigueur du marché du travail et les dépenses de consommation ont soutenu l'économie en 2022. Les prix élevés ralentiront probablement l'économie au second semestre, mais le resserrement des conditions financières ne fera effet que dans six à neuf mois. L'impact sera plus fort en 2023, avec un ralentissement de la croissance à un niveau inférieur au potentiel de 1,8 % pour l'année. Un atterrissage en douceur n'est pas impossible, mais, affaiblie, l'économie US sera plus vulnérable aux chocs négatifs inattendus.

Japon : les prix parviennent finalement à monter

La Banque du Japon est finalement parvenue à porter le taux d'inflation au-dessus de 2 % (2,1 % en avril), mais elle tient à rester accommodante, car elle considère que cette dernière hausse n'est pas durable. La pression pour resserrer sa politique comme ses homologues mondiales devrait s'intensifier dans les mois à venir.

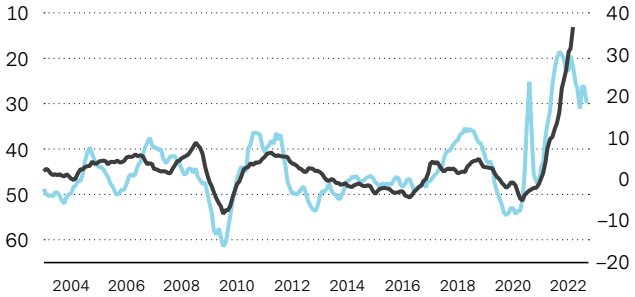
Marchés émergents / Chine : le cycle de resserrement commence à faire effet

Les marchés émergents se trouvent dans leur troisième cycle de resserrement le plus agressif depuis le milieu des années 1990. Au total, les taux directeurs y ont augmenté d'environ 200 pb (en termes pondérés du PIB). Le décalage est généralement de 9 à 12 mois entre la cause et l'effet, de sorte que certaines économies commencent à en ressentir les effets. La Chine n'a, par ailleurs, pas encore pris de mesures pour assainir le portefeuille de prêts immobiliers des banques et cela pèse sur les perspectives de croissance du pays. Mais les actions engagées pour stimuler l'économie (cf graph. 3) devraient suffire lorsque les confinements liés à la pandémie seront levés, ce qui pourrait se produire en juin. En 2022, le taux de croissance chinois devrait être de 4,3 % en termes réels, très inférieur à la moyenne historique.

Les taux d'inflation sur les marchés émergents devraient-culminer cet été, du fait que la hausse des prix est beaucoup plus contenue en Asie du Nord, notamment en Chine, qu'ailleurs. Cela tient à une faible hausse des prix alimentaires (porc, notamment) et au ralentissement du marché du logement, or l'alimentation et le logement représentent la moitié du panier de consommation chinois de référence retenu pour calculer l'inflation. C'est une bonne nouvelle pour la banque centrale chinoise, qui pourrait envisager une politique encore plus souple.

Graph. 1 :Une diminution des délais de livraison des producteurs européens aidera à la baisse des prix

Indice des délais de livraison — En variation annuelle en %

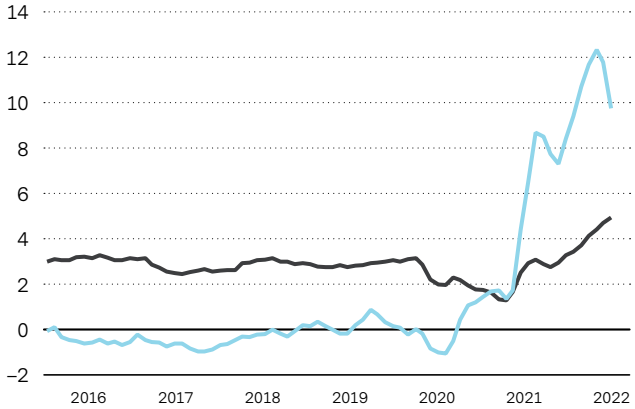


Prix à la production dans la zone euro (hors construction, échelle de droite)
Délais de livraison dans la zone euro (inversé, lead de quatre mois)

Source : Eurostat, S&P Global, Refinitiv Datastream

Graph. 2 : Avec la baisse des prix des biens US, la pression à la hausse se fait maintenant sentir dans les services

En variation annuelle en %

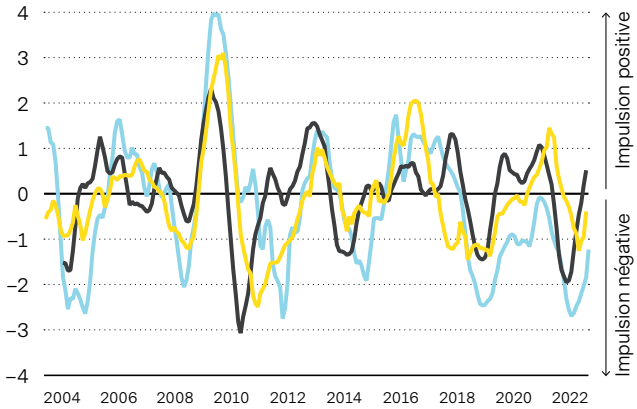


Inflation US de base (hors énergie et alimentation) dans le secteur des services
Inflation US de base des biens

Source : Bureau of Labor Statistics (BLS), Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 3 : Le gouvernement chinois a commencé à stimuler l'économie

En écarts-types



Conditions financières chinoises
Impulsion au crédit
Agrégat monétaire M1 de la banque centrale en termes réels

Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Chine – les premiers signes d'une stabilisation

—
Roger Merz
Head of mtx Portfolio Management,
Senior Portfolio Manager
Vontobel

—
Thomas Schaffner
Senior Portfolio Manager
Vontobel

—
Marc Bindschädler
Client Portfolio Manager
Vontobel

Lors du sommet des représentants des pays d'Asie du Sud-est qui s'est tenu récemment à Washington, les discussions ont principalement tourné autour des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de la situation en Chine. Ces deux questions sont interconnectées en raison des confinements en place à Shanghai, ville de 25 millions d'habitants (l'équivalent de la population australienne) dont la production économique dépasse celle de nombreux pays européens.

La paralysie de cette métropole du sud-est de la Chine, ainsi que d'autres villes du pays, érode la croissance du PIB chinois et pourrait devenir un problème majeur pour le pouvoir politique, campé jusqu'à présent dans une stratégie de tolérance zéro par rapport au Covid au travers de mesures autoritaires visant à contrôler la propagation de l'épidémie.

Quelles sont les implications pour les investisseurs actifs sur les marchés actions chinois ? Les bourses chinoises ont sous-performé la plupart des indices internationaux en mars et avril, parfois dans une large mesure, en grande partie du fait des difficultés causées par le variant Omicron du Covid-19, plus contagieux mais également moins dangereux.

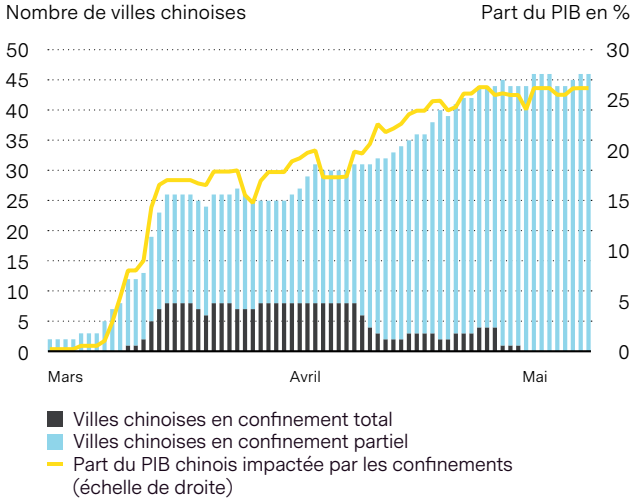
Même s'il nous est impossible de prédire l'avenir, nous observons bel et bien des signes de stabilisation, en raison selon nous de trois facteurs.

- La vague des nouvelles contaminations semble refluer, du moins pour l'instant.
- Les opérateurs ont été rassurés par les mesures de relance économique annoncées par le gouvernement.
- La prime de risque implicite (le prix payé par les investisseurs en contrepartie du risque encouru, qui, s'il est considéré comme excessif, peut les amener à se détourner de l'actif considéré) est désormais à nouveau en baisse, favorisant un redressement des valorisations. Celle-ci s'était nettement accrue ces derniers mois, le marché redoutant que de nombreuses entreprises chinoises voient leurs ADR (American Depository Receipts) radiés de la bourse de New York ou du Nasdaq. Cet accroissement s'explique par ailleurs par la position de la Chine à l'égard de l'invasion russe de l'Ukraine et par les initiatives sévères de répression réglementaire adoptées par Pékin pour renforcer sa mainmise sur le secteur privé, et plus spécifiquement les sociétés technologiques.

Le nombre de nouvelles contaminations est passé d'un pic d'environ 460 000 par semaine début mars à moins de 100 000. Les mesures prises en vertu de la politique de tolérance zéro, qui se traduisent par des confinements plus ou moins stricts, semblent avoir eu l'effet escompté. Néanmoins, au vu de la forte contagiosité d'Omicron, même les quarantaines les plus strictes ne peuvent pas l'endiguer totalement selon nous. Aussi peut-on s'attendre au maintien des restrictions locales lors des mois à venir.

Morgan Stanley Research souligne que depuis fin avril, le nombre de villes entièrement ou partiellement confinées est stable, variant entre 40 et 45. Ensemble, ces villes représentent près de 25 % du PIB chinois (voir graphique 1). La banque insiste en outre sur la nette baisse du nombre de villes classées comme zones à risque, passées de 50 début avril à 10.

Graphique 1 : Les confinements stricts en Chine plombent le PIB, mais leur effet négatif ne s'accentue pas



Source : Morgan Stanley Research, articles de presse, Vontobel

L'avenir va dépendre dans une large mesure de la manière dont le gouvernement chinois gèrera la crise sanitaire. Celui-ci n'infléchira sa posture qu'une fois que 80 % de la population âgée vulnérable bénéficiera d'un schéma vaccinal complet, ce qui pourrait être le cas en octobre 2022, d'après les prévisions basées sur les taux de vaccination actuels. Selon de nouvelles études scientifiques, le retrait immédiat de la politique de tolérance zéro par rapport au Covid pourrait coûter jusqu'à 1,5 million de vies. On comprend dès lors dans quelle position délicate se trouvent les dirigeants chinois. Ceux-ci ont depuis longtemps déjà proclamé leur victoire contre le virus, ainsi que la supériorité de leur politique de confinements stricts sur l'approche occidentale de gestion de la pandémie. Pour Pékin, tout signe d'infléchissement reviendrait par conséquent à perdre la face.

Les actions chinoises se redressent, mais continuent d'évoluer sur un terrain glissant

Comment les actions chinoises vont-elles évoluer ? Il est tout à fait possible qu'elles pâtissent de nouveau d'une vague plus importante de contaminations. Cependant, dans la mesure où le ratio cours/bénéfices, sur la base des prévisions de bénéfices des 12 prochains mois, s'élève actuellement à 9,5x, ce qui est relativement faible et reflète la prudence des investisseurs à l'égard des perspectives des sociétés chinoises, le potentiel de nouvelles corrections nous paraît limité.

Pour autant, selon nous, les prochaines mesures que prendra le gouvernement pour soutenir et stimuler l'économie seront déterminantes. Mi-avril, la confirmation de l'objectif de croissance du PIB à 5,5% a été bien accueillie par le marché. Les actions ont également réagi favorablement aux annonces concernant l'extension de l'urbanisation des régions rurales, le retour à un niveau plus habituel de surveillance réglementaire à l'encontre des activités financières des sociétés chinoises liées à Internet, l'assouplissement de la politique monétaire et les mesures de relance locales visant à soutenir les marchés immobiliers.

D'importantes disparités entre les performances des secteurs

Le sentiment d'embellie s'observe aussi dans la performance des différents secteurs. Ainsi, au cours du mois, les actions des sociétés d'infrastructures et de construction ont rebondi, tout comme celles des entreprises d'alimentation, des services aux collectivités et des télécommunications, dans un contexte de grandes disparités des performances sectorielles au cours des trois derniers mois. Par exemple, on observe un écart de près de 30% entre le secteur le plus performant (le pétrole et le gaz) et celui le plus en retrait (l'hôtellerie), ce qui démontre que, malgré l'environnement économique défavorable, des opportunités existent toujours en termes de sélection des titres.

Une exposition neutre face à la baisse de la croissance

—
Sandrine Perret
Senior Economist,
Fixed Income Strategist,
Vontobel

Les performances obligataires ont rarement été aussi négatives. Les hausse jointes des taux d'intérêt et de l'inflation affectent la plupart des sous-segments obligataires. Au vu d'une inflation galopante, les taux directeurs n'ont pas encore fini d'être relevés. Face aux risques pesant sur les perspectives de croissance, nous avons pris des bénéfices sur notre position sous-pondérée en titres obligataires en augmentant notre exposition aux emprunts d'État.

Le choc subi cette année par les marchés obligataires est indescriptible. Depuis janvier, les emprunts d'État américains affichant les échéances les plus longues ont le plus souffert : le bon du Trésor américain à 30 ans, p. ex., a ainsi chuté de plus de 20 % jusqu'en mai (cf graph. 1). Notre sous-pondération des actifs obligataires et notre exposition réduite aux obligations de longue duration ont été des boucliers adéquats contre la hausse des taux d'intérêt et la poussée historique de l'inflation.

Relèvement des emprunts d'État face aux perspectives de ralentissement de la croissance

Le vent est-il en train de tourner sur le marché obligataire ? Pour sûr, les grandes banques centrales réaffirment leur volonté de maîtriser l'inflation pour la ramener à un niveau durable de 2 %, quitte à ce que ce soit douloureux sur le plan économique. L'inflation n'étant pas encore maîtrisée et dépendant notamment de l'évolution de la situation en Chine (la politique « zéro Covid » sera-t-elle infléchie ?) et en Europe (la guerre en Ukraine continuera-t-elle à pousser l'inflation ?), les acteurs du marché devraient bientôt se positionner sur un ralentissement de la croissance.

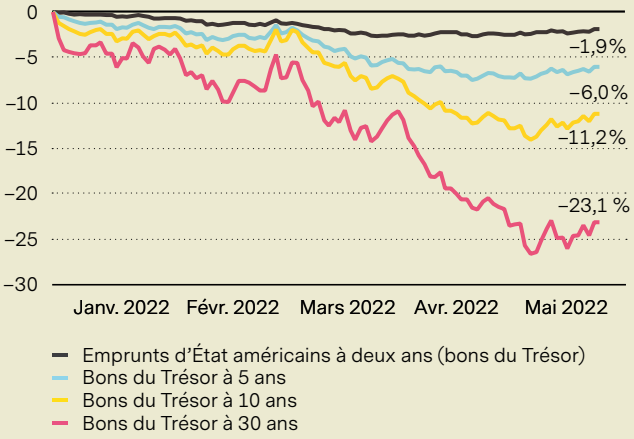
De fait, le resserrement des conditions financières devrait bientôt avoir un impact plus important sur l'activité économique réelle. Nous avons donc décidé de relever les emprunts d'État dans nos portefeuilles et d'ajouter lentement de la duration. Ces emprunts devraient recouvrer une partie de leurs pertes du 1S, car les rendements s'approchent lentement de leur plafond. La prudence reste néanmoins de mise sur la duration car les taux d'intérêt arrivent progressivement à un pic, et les échéances très longues sont déconseillées. Leurs prix sont très sensibles aux variations des taux d'intérêt et la volatilité sur les marchés obligataires reste élevée

Prudence sur les obligations d'entreprises

Nous restons sous-pondérés dans les entreprises de haute qualité, car leurs spreads – la différence de rendement face aux obligations de référence – pourraient augmenter avec le ralentissement à venir et les risques de récession. Généralement, ces spreads augmentent quand les conditions des prêts bancaires se détériorent. Or, dans sa dernière enquête auprès des responsables du crédit, la Fed pointe déjà une légère détérioration pour les prêts commerciaux et industriels (cf graph. 2).

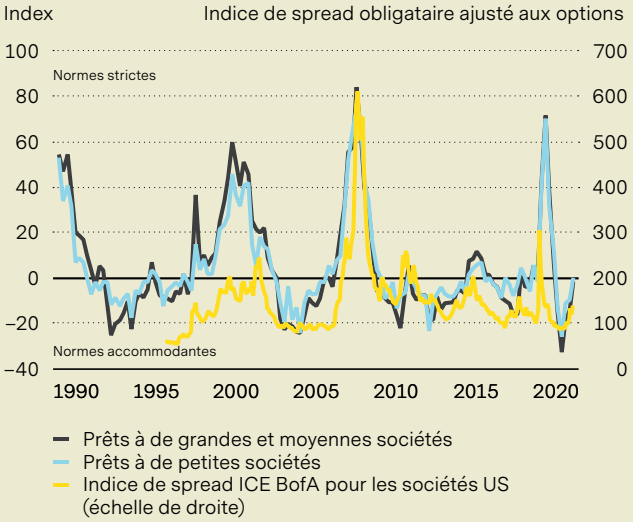
Graph. 1 : Les obligations restent dans le rouge, mais les marchés se sont stabilisés en mai

Rendement total (rebasé 0 au 31 décembre 2021)



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : Le durcissement des conditions de crédit des banques US va pousser les spreads à la hausse



Source : enquête auprès des responsables du crédit, Réserve fédérale US, Bank of America Merrill Lynch, Vontobel

À quoi tient l'optimisme quant aux bénéfices des entreprises ?

—
Stefan Eppenberger
Equity & Commodity Strategist,
Vontobel

Les analystes financiers auraient-ils raté un détail important ? La plupart ont maintenu leurs prévisions de bénéfices malgré le repli actuel des marchés boursiers et l'assombrissement qui se profile. L'expérience suggère que les estimations devront être revues à la baisse. Nous restons neutres sur les actions.

Le début de cette année a été la pire période des marchés boursiers mondiaux depuis la Seconde Guerre mondiale : l'inflation et les politiques monétaires restrictives ont effacé une grande partie de leurs gains. Les mesures telles que le ratio cours/bénéfice se négocient donc à nouveau à des moyennes historiques à long terme.

Ces mesures reposent sur l'évolution des bénéfices des entreprises, et les investisseurs s'en servent pour évaluer les perspectives boursières. Malgré des ventes de panique occasionnelles d'actions, les prévisions de bénéfices n'ont toutefois pas varié fortement depuis le début de l'année. Les acteurs du marché seraient-ils donc trop pessimistes ?

Malgré de solides bénéfices, les perspectives se sont assombries

Commençons par la base. Les bénéfices des entreprises du T1 de cette année ont pour la plupart dépassé les attentes des analystes ; c'est p. ex. le cas de 77 % des entreprises américaines. Légèrement inférieure aux derniers trimestres, cette performance est très supérieure à la moyenne à long terme (cf graph. 1). Certains estiment que les entreprises ont appris à gérer les attentes en « promettant moins » pour « donner plus » ensuite. De plus, les rapports du T1 révèlent des problèmes sous-jacents. Si nombre d'entreprises ont défendu leurs marges, beaucoup ont modéré leur optimisme du fait de la hausse des prix et des goulets d'étranglement de la chaîne logistique.

La hausse des bénéfices des entreprises devrait être d'environ 8 % pour cette année et l'année prochaine. Cela serait remarquable au vu des incertitudes économiques et politiques, d'autant que nombre d'économistes revoient actuellement leurs estimations de croissance à la baisse.

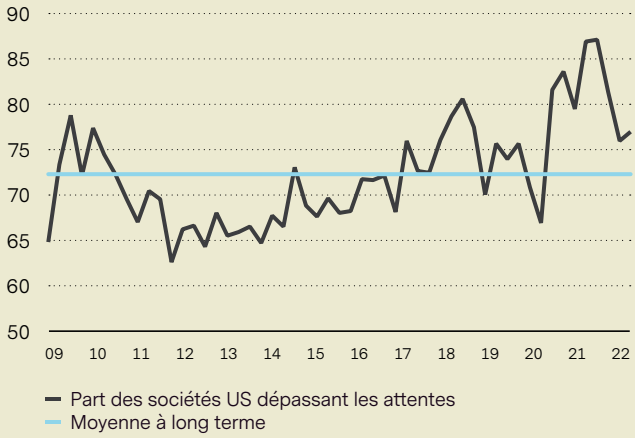
Mais les analystes ont aussi tendance à ajuster leurs estimations à la hausse ou à la baisse, en fonction des évolutions des marchés boursiers (cf graph. 2). Scénario peu agréable pour les investisseurs, ils devraient donc, selon toute vraisemblance, réduire leurs attentes au cours des mois à venir.

Beaucoup de mauvaises nouvelles ont été intégrées

Cela étant, on peut aussi penser que les prix actuels intègrent déjà la possibilité de surprises négatives pour les marchés boursiers. En l'absence de récession comme au moment de la crise financière, ou de stagflation comme dans les années 1970, des opportunités sont encore possibles.

Graph. 1 : La plupart des entreprises US ont surpassé les attentes des analystes au T1

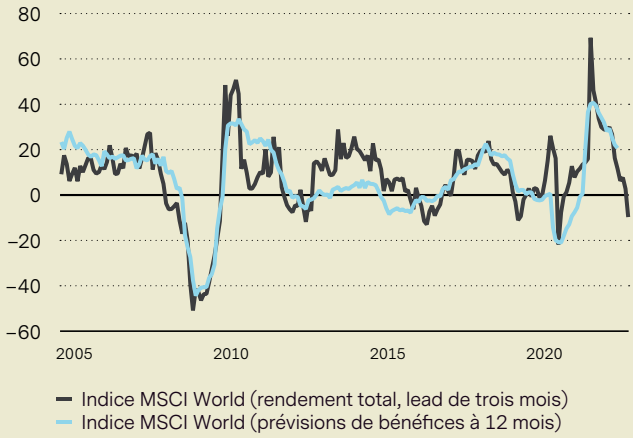
En %



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : Les révisions de prévisions de bénéfices suivent les fluctuations boursières et non l'inverse

En variation annuelle en %



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Nous réduisons notre exposition aux matières premières

—
Stefan Eppenberger
Equity & Commodity Strategist,
Vontobel

Les matières premières ont remporté le concours de beauté des classes d'actifs de cette année. Mais les perspectives d'un ralentissement et d'une baisse de la demande incitent à la prudence. Nous avons mis fin à notre surpondération en sachant pertinemment qu'une escalade de la guerre en Ukraine pourrait nous donner tort.

Face aux autres valeurs cycliques, les matières premières se sont surpassées cette année et sont une des seules classes d'actifs positive. Certains ont bu à pleines gorgées dans leur chaudron, mais le breuvage pourrait bientôt se gâter.

Dans les tendances économiques haussières, les matières premières sont des produits cycliques tardifs qui conservent souvent leur dynamisme quand d'autres actifs baissent. En période de ralentissement, elles finissent, à juste titre, par ressentir les effets de la crise, car la hausse des prix de l'énergie et d'autres catégories est en partie responsable de l'assombrissement actuel des perspectives économiques.

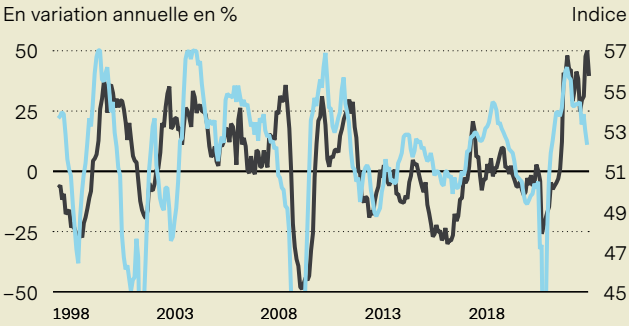
La chute des prix des métaux préfigure-t-elle une plus forte baisse ?
Les indices des matières premières évoluent toujours à des sommets pluriannuels, mais les métaux ont perdu plus de 10 % depuis la mi-avril. Cela tient en partie à des effets spéciaux tels que le confinement strict en Chine, qui a réduit la demande de métaux. Mais d'autres segments de matières premières devraient suivre tôt ou tard la baisse des métaux du fait de l'incertitude économique généralisée (cf graph. 1).

La consommation de pétrole ne laisse pas non plus de répit aux matières premières. Aux États-Unis, la croissance de la demande baisse déjà malgré la forte reprise des voyages post-Covid-19. De plus, les prix du diesel et de l'essence atteignent des sommets qui feront fuir certains consommateurs.

Si la saison des grands déplacements aux États-Unis semble assurée, d'autres aspects importants régissant le marché de l'énergie demeurent toutefois très incertains. L'heure est-elle à une stagflation combinant faible croissance à forte inflation (des matières premières) ? Cette évolution ne peut être exclue. L'UE va-t-elle décréter un embargo contre le pétrole russe ? La Russie cessera-t-elle ses exportations de pétrole et de gaz, ce qui épuiserait rapidement les réserves européennes (cf graph. 2), ferait grimper les prix des matières premières et entraînerait l'Europe vers la récession ? C'est possible également.

Nous espérons qu'il n'en sera rien et que les variations extrêmes des matières premières nous seront épargnées. Misant sur un équilibre de l'offre et de la demande, nous mettons fin à notre surpondération des matières premières.

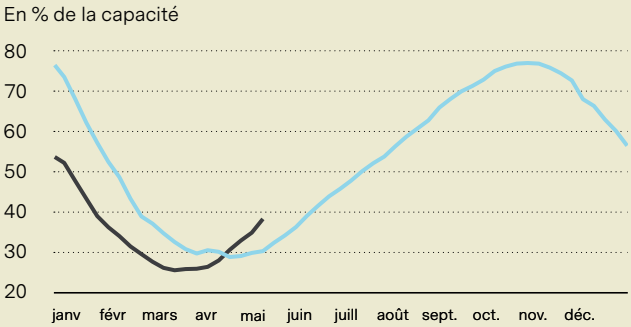
Graph. 1 : À terme, la détérioration des perspectives économiques nuit aux matières premières



Bloomberg Commodity Index
Indice des directeurs d'achat (manufacturiers mondiaux), échelle de droite

Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : Les Européens remplissent leurs stocks de gaz pour pallier à une interdiction d'exportation russe



Stocks européens de gaz naturel 2022
Stocks européens de gaz naturel 2021

Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Un dollar toujours élevé mais qui envisage déjà la descente

—
Sven Schubert, PhD
Senior Investment Strategist,
Head of Strategy Currencies,
Vontobel

Cela fait presque 12 mois qu'a commencé le rallye du dollar US, « valeur refuge » de nombreux investisseurs en période de crise. Malgré les incertitudes géopolitiques et la hausse des taux directeurs américains, il devrait avoir atteint, ou être sur le point d'atteindre, son sommet.

Au vu des taux de change des autres grandes monnaies face au dollar, c.-à-d. de leur écart face aux niveaux suggérés par les différentiels de taux d'intérêt ou les cours des actions et des matières premières, la tendance haussière du dollar US arrive peut-être à son terme. Même le yen japonais, qui a sous-performé du fait d'une politique accommodante, pourrait se reprendre. Après tout, la paire USD/JPY se négocie à plus de 40 % au-dessus de sa parité de pouvoir d'achat (PPA) – le dollar s'est donc considérablement apprécié face au yen au fil du temps –, et certains s'attendent à ce que les taux d'intérêt américains n'augmentent pas aussi rapidement que prévu (cf graph. 1). Il est peut-être temps de commencer à dénouer les positions « longues » en dollars qui misent sur une appréciation de la monnaie.

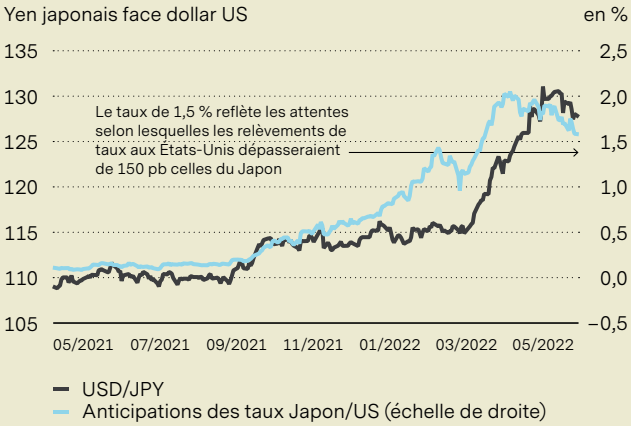
Fenêtre d'achat possible pour le franc suisse

Pour la première fois depuis 2018, le taux de change USD/CHF a dépassé la parité en avril, du fait du resserrement agressif de la politique monétaire aux États-Unis. Malgré une récente reprise du franc, le dollar reste 20 % au-dessus d'une parité conforme. La monnaie suisse devrait, au fil du temps, bénéficier de l'important excédent de la balance courante du pays (actuellement 9 % du PIB). En outre, le soutien qu'apporte le relèvement des taux de la Fed au dollar US semble devoir s'estomper. L'inflation mondiale semble proche de son pic, ou l'a dépassé aux États-Unis, et la Fed peut être plus détendue. Par le passé, un discours moins « agressif » de la Fed a souvent inauguré une baisse pour le dollar US. Des opportunités de vente existent donc pour l'USD face au CHF.

Un potentiel de hausse existe aussi pour le franc face à l'euro. À court terme, cependant, le CHF pourrait glisser vers 1,05–1,10, car nous approchons du relèvement du taux directeur de la BCE cet été. Une nouvelle baisse du franc semble peu probable après le récent commentaire du président de la Banque nationale suisse (BNS), Thomas Jordan, selon lequel la hausse actuelle de l'inflation suisse combinée à un franc plus faible serait contre-productive. La BNS pourrait donc resserrer sa politique plus tôt que prévu si le franc se déprécie.

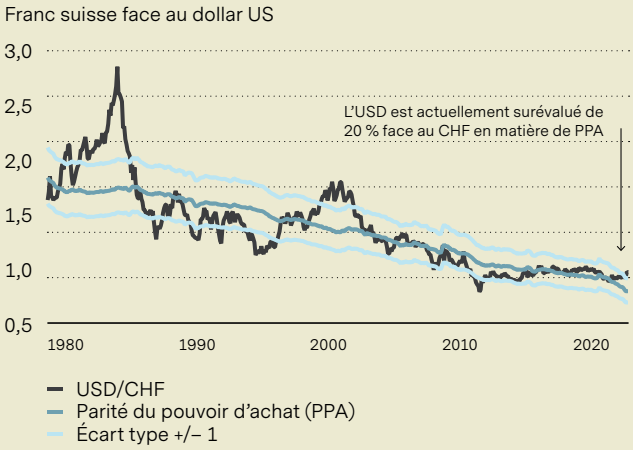
L'ampleur d'une éventuelle reprise de l'euro dépendra du choc des prix de l'énergie sur les économies européennes. Le risque existe à court terme que la Russie tente de faire payer cher à l'Europe le passage prévu à d'autres fournisseurs de gaz.

Graph. 1 : La modération des prévisions de relèvement des taux US pourrait soutenir le yen japonais



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : En matière de pouvoir d'achat, le CHF est bon marché face à l'USD



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Conjoncture et marchés financiers 2020 – 2023

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, les emprunts d'État à dix ans, les taux de change et les matières premières de 2020 à 2021, ainsi que les prévisions de Vontobel pour 2022 et 2023.

PIB (EN %)	2020	2021	ACTUEL[1]	PRÉVISION 2022	PRÉVISION 2023
Zone euro	–6,5	5,4	5,0	2,6	2,1
États-Unis	–3,4	5,7	3,6	2,7	1,8
Japon	–4,5	1,7	0,5	2,0	1,7
Royaume-Uni	–9,3	7,4	8,7	3,7	2,0
Suisse	–2,5	3,7	3,9	2,5	1,6
Chine	2,2	8,1	4,8	4,3	4,8
INFLATION (EN %)					
Zone euro	0,3	2,6	7,5	6,9	2,7
États-Unis	1,2	4,7	8,2	7,1	3,6
Japon	0,0	–0,3	1,2	2,0	0,8
Royaume-Uni	0,9	2,6	7,0	7,2	3,7
Suisse	–0,7	0,6	2,6	2,1	1,0
Chine	2,5	0,9	2,1	2,2	2,1

TAUX DE LA BANQUE CENTRALE (EN %)	2020	2021	ACTUEL	PRÉVISION 3 MOIS	PRÉVISION 12 MOIS
EUR	–0,50	–0,50	–0,50	–0,25	0,50
USD	1,75	0,25	1,00	2,00	2,75
JPY	–0,10	–0,10	–0,10	–0,10	–0,10
GBP	0,75	0,25	1,00	1,50	1,75
CHF	–0,69	–0,76	–0,75	–0,75	–0,25
CNY	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS (EN %)					
EUR (Allemagne)	–0,2	–0,6	1,0	1,1	0,8
USD	1,9	0,9	2,9	3,1	2,5
JPY	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3
GBP	0,8	0,2	1,7	1,9	1,8
CHF	–0,5	–0,5	0,7	1,0	0,6
TAUX DE CHANGE					
CHF / EUR	1,09	1,08	1,04	1,05	1,00
CHF / USD	0,97	0,88	1,00	1,01	0,89
CHF / 100 JPY	0,89	0,86	0,77	0,84	0,76
CHF / GBP	1,28	1,21	1,22	1,22	1,19
CHF / AUD	0,68	0,68	0,69	0,68	0,66
USD / EUR	1,12	1,22	1,04	1,04	1,12
JPY / USD	109	103	129	120	118
USD / AUD	0,70	0,77	0,69	0,67	0,71
CNY / USD	6,95	6,51	6,86	6,80	6,70
MATIÈRES PREMIÈRES					
Pétrole brut (Brent, USD / baril)	66	52	112	110	100
Or (USD / once troy)	1 521	1 898	1 815	2 000	2 200
Cuivre (USD / tonne métrique)	6 149	7 749	9 185	10 000	10 000

[1] Dernières données trimestrielles officiellement disponibles en glissement annuel
n. d. : non encore disponible
Source : Thomson Reuters Datastream, Vontobel ; cours de clôture pour toutes les données : 15 mai 2022, prévisions au 19 mai 2022

Disclosure notice and disclaimer

1. Analyst confirmation
The financial analysis contained in this Vontobel Report was prepared by the organisational unit responsible for financial analysis (Group Investment Strategy, Global Equity Research and Global Trend Research, Buy-Side Analysis divisions) of Bank Vontobel AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurich, Tel +41 (0)58 283 71 11 (www.vontobel.com), or Vontobel Asset Management AG, Genferstrasse 27, CH-8022 Zürich, Tel +41 (0)58 283 71 50 (www.vontobel.com/am). Bank Vontobel AG is subject to supervision by the Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA, Einsteinstrasse 2, 3003 Bern (www.finma.ch/e/). The authors listed on page 1 of the study confirm that this study gives a complete and accurate reflection of their opinion of the financial instruments and issuers analysed, and that they have neither directly nor indirectly received any compensation for the specific assessments or opinions held by them in this financial analysis. The compensation of the authors of this financial analysis is not directly related to the investment-banking business-volume generated between Vontobel and the issuers analysed. The authors of this financial analysis do not own any equity securities in the companies analysed. The financial analysis was not made available to the analysed issuers prior to distribution or publication. Individual separate contributions contain no direct or indirect reference to specific financial instruments or issuers, and do not represent a financial analysis. Such contributions may therefore also have been compiled by authors outside the areas responsible for financial analysis. The latter are not subject to the restrictions applicable to financial analysis and are thus not covered by the above confirmation either, and are accordingly not mentioned in the list of financial analysts on page 2 of this document.

Investors' Outlook also regularly contains information on in-house Vontobel fund products. The Bank takes into account any risk of conflict of interest arising due to existing economic interests by having the AM/GIS MACI/Funds Research and Investments unit make the selections of the respective in-house products based on the best-in-class principle. This unit is organisationally and informationally independent of the Bank's sales units and is monitored by the Bank's Compliance department.

The prices used in this financial analysis are the last available closing prices on the indicated cut-off date. Any deviations from this rule will be disclosed. The underlying figures and calculations of any company valuation are based on the latest financial information, in particular the profit and loss statement, cash-flow statement and balance sheet, published by the analysed issuers. As the information comes from external sources, reliance on the information is subject to risks for which Bank Vontobel AG accepts no liability. The calculations and assessments made for the analysis may change at any time and without notice when other valuation methods are used and/or they are based on other differing models, assumptions, interpretations and/or estimates. The use of valuation methods does not rule out the risk of fair values not being achieved within the anticipated forecast period. A vast number of factors influence price performance. Unforeseen changes may arise, for example, due to the emergence of competitive pressure, a change in demand for the products of an issuer, technological developments, macroeconomic activity, exchange rate fluctuations or even a shift in the moral concepts of society. Changes in regulatory or tax laws may likewise have unforeseen and serious consequences. This discussion of valuation methods and risk factors does not claim to be complete. For more remarks/information on the methodological approaches used in our financial analysis and the rating system, see www.vontobel.com/CH/EN/Companies-institutions-research-equity-research.

Basis of valuation and valuation methods
The Vontobel financial analysts use a variety of valuation methods (e.g. the DCF and EVA model, sum of the parts valuation, breakup and event-related analysis, key figure comparisons of peer groups and market) to prepare their own financial forecasts for the companies covered by them.

2. Disclaimer and sources
Although the producer believes that the information in this document is based on reliable sources, it cannot accept any responsibility for the quality, accuracy, timeliness or completeness of any of the information contained in this document. This research report is for information purposes only and does not constitute either an offer or a solicitation to buy, sell or subscribe, nor does it constitute investment advice or any advice with respect to tax consequences. The research report was written without regard to the financial circumstances of individual recipients. The producer reserves the right to change and/or retract any opinion expressed in this research report at any time. The producer further points out that the statements contained in this research report are under no circumstances to be construed as advice on tax, accounting, legal or investment matters. The producer neither guarantees that the financial instruments discussed in this research report are accessible to the recipients nor that they are suitable for the recipients. It is recommended that recipients of this report seek advice from an asset manager, investment advisor or other relevant advisor with respect to compatibility with the recipient's own circumstances and with respect to the legal, regulatory, tax and other consequences prior to making any investment decision. The producer does not regard any recipients of this report as clients if there are no other business or contractual relations. Any use of this report, in particular its reproduction in whole or in part, or its distribution to third parties, is only permitted with prior written consent from Bank Vontobel AG and full acknowledgement of sources. Bank Vontobel AG has taken internal organisational measures to prevent any potential conflicts of interest and, if there are any such potential conflicts of interest and they are unavoidable, to disclose them. For more details on handling conflicts of interest and maintaining the independence of the financial analysis department as well as disclosures relative to the financial recommendations of Bank Vontobel AG, see www.vontobel.com/CH/EN/MiFID-Switzerland. Details on how we handle your data can be found in our current data protection policy (www.vontobel.com/privacy-policy) and on our data protection website (www.vontobel.com/gdpr). This publication is deemed to be marketing material within the meaning of Article 68 of the Swiss Financial Services Act and is provided for informational purposes only. If you do not wish to receive any further Investors' Outlook from us, please contact us at wealthmanagement@vontobel.com.

3. Country-specific guidelines and information
The distribution and publication of this document and the investments described in it may be subject to restrictions in some jurisdictions due to local laws and regulations. This document and the information contained in it may only be distributed in countries in which the producer or the distributor holds the applicable licences. If there is no mention to the contrary in this document, it may not be assumed that the producer or distributor holds the applicable licences in any specific country. Please note the following country-specific information must be strictly observed. With the exception of the following distribution-channels, this research report shall be deemed to be distributed by the company indicated on its cover page.

16 Informations légales

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