

Vontobel

Investors' Outlook

Il est temps
de faire une pause

Juillet 2023

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Bilan et perspectives

6 Points saillants du marché

Il est temps de dresser le bilan

8 Point de vue

À la recherche de répit dans des entreprises de qualité

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

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

Auteurs*

Grant Bughman,
Client Portfolio Manager,
Quality Growth Boutique,
Vontobel
Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel
Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel
Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel
Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition: Septembre 2023)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

26 juin 2023

Remarques

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

Il est temps de faire une pause



Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Chers lecteurs,

À mi-chemin de l'année 2023, le temps est venu de faire une pause et de réfléchir. C'est précisément ce qu'a fait la Fed le mois dernier en décrétant, pour la première fois en 15 mois et après 10 hausses consécutives, une pause dans le relèvement de ses taux.

Le moment que beaucoup attendaient est enfin arrivé. Le président Jerome Powell a toutefois laissé entrevoir la possibilité de deux nouvelles hausses de taux cette année, de sorte que ce coup de frein de la Fed ne signe pas complètement la fin du cycle de relèvement.

La Fed bluffe-t-elle ? Pourquoi fait-elle une pause s'il est déjà clair que la lutte contre l'inflation nécessitera de nouvelles hausses de taux ? Quelle signification donner à cette situation ? M. Powell a présenté cette pause comme l'occasion d'évaluer l'impact différé du durcissement monétaire sur l'économie et a souligné que le chemin à parcourir était encore long pour ramener l'inflation à son objectif de 2%.

Nous estimons que la Fed n'a pas nécessairement envie de relever ses taux, mais qu'elle veut éviter que les marchés n'anticipent des réductions agressives, de sorte que nous tablons tout au plus sur un nouveau relèvement suivi de baisses au début de 2024. Dans tous les cas, la robustesse du marché du travail US et le fait que la récession ne se soit pas encore déclarée permettent à la Fed de se concentrer sur la maîtrise de l'inflation. Cela se traduira probablement par un assouplissement monétaire plus tardif que prévu. Même si la Fed procède à de nouveaux relèvements, leur rythme devrait se révéler beaucoup plus modéré.

La question de savoir si l'atterrissage se fera en douceur ou pas du tout anime également les débats. Alors qu'une récession nous semble s'approcher, la hausse des valorisations des actions indique toutefois que les investisseurs ne voient pas de risques importants se profiler à l'horizon : les actions se négocient en effet comme si nous nous trouvions déjà dans une phase de reprise. Cela paraît un brin optimiste au vu du durcissement des normes de prêt.

Ce mois-ci, notre Investors' Outlook présente nos anticipations pour le second semestre et les raisons pour lesquelles nous restons convaincus qu'une récession est imminente. Les vents contraires soufflant sur l'or et les opportunités d'entrée plus attrayantes que nous voyons sur les marchés du crédit au cours des 12 prochains mois sont également discutés. Dans cette édition, nos collègues de la boutique Quality Growth examinent également les retombées de la crise bancaire US, due au cycle de durcissement monétaire agressif.

Dans le sillage de la pause de la Fed, notre Investors' Outlook prendra aussi ses vacances d'été et reviendra avec l'édition de septembre. Votre équipe Multi Asset continue cependant de surveiller le marché pour vous et se tient prête à agir si cela s'avère nécessaire.

Profitez de vos vacances et prenez un peu de repos.

→ Webcast

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Bilan et perspectives

Avec le durcissement des normes de crédit et des conditions financières, le 1^{er} semestre s'est déroulé selon le schéma classique d'une fin de cycle conjoncturel. Le marché immobilier US a commencé à se fissurer et le système bancaire suscite des inquiétudes. Les taux de défaillance devraient désormais augmenter. Que nous réserve maintenant le 2^e semestre ?

Les banques centrales continuent de donner le ton, le dernier événement en date étant, à cet égard, la décision de la Fed de suspendre ses relèvements de taux. Il faudra donc suivre de près les actions des banques centrales au cours des prochains mois. Un grand nombre de variables doivent ici être prises en compte, car, si la Fed commence à infléchir sa politique, la Banque centrale européenne (BCE) a, elle, évoqué la probabilité d'un nouveau relèvement en juillet. Or la possibilité d'une erreur est réelle: un relèvement de trop pourrait provoquer une récession. Sur certains marchés émergents, des banques centrales ont, en revanche, déjà commencé à jouer la carte de la relance. La Banque populaire de Chine a ainsi abaissé ses principaux taux directeurs, et de nouvelles mesures de relance semblent probables.

La récession constitue également un autre grand sujet de préoccupation pour les investisseurs. La question qui se pose n'est plus de savoir «si» une récession se produira, mais «quand». Aux États-Unis, la vigueur du marché du travail et l'épargne accumulée pendant la pandémie ont soutenu la consommation et repoussé la récession. Cette dernière devrait toutefois se manifester en fin d'année, soit un peu plus tard que prévu. La Fed ne devrait donc commencer à réduire ses taux qu'au 1^{er} trimestre 2024, plutôt qu'au 3^e trimestre 2023.

Les niveaux d'inflation devraient continuer de baisser, mais certains effets de base pourraient donner lieu à une légère augmentation temporaire au 2^e semestre. Nous n'envisageons cependant aucune reprise significative de l'inflation.

Dans ce contexte, nous maintenons le positionnement actuel de notre portefeuille. Découvrez le détail de notre allocation d'actifs en page 5.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités		→				Nous restons tactiquement sous-pondérés en liquidités.
2 Obligations			→			Nous restons neutres sur les obligations. La Fed devrait baisser ses taux au cours des prochains mois, et les taux à deux et dix ans devraient diminuer. Nous maintenons donc en toute sérénité notre positionnement sur les titres obligataires. Cela signifie que nous continuons à privilégier les emprunts d'État en les surpondérant. Cela se fait au détriment du segment du crédit. Les spreads de crédit actuels, notamment dans le haut rendement, ne semblent ni refléter, ni compenser correctement les risques économiques imminents. Notre point de vue est donc négatif sur le haut rendement et neutre sur les titres Investment Grade. Enfin, nous restons surpondérés sur la dette des marchés émergents en monnaies fortes.
3 Actions				→		Pour l'horizon à neuf mois de notre Comité d'Investissement, la politique des banques centrales constitue le principal moteur des marchés financiers et devrait, à moyen terme, dicter l'orientation des marchés boursiers. Notre scénario de base mise sur une baisse des taux de la Fed au 1 ^{er} trimestre 2024. Une vue constructive sur les actions conserve donc toute sa pertinence, de sorte que nous restons globalement surpondérés sur les actions, notamment sur celles des marchés émergents. Les marchés émergents devraient bénéficier d'une meilleure dynamique économique, d'un éventuel affaiblissement du dollar américain, de valorisations plus attrayantes, d'un différentiel de prime de risque sur les actions supérieur à celui des marchés développés et de réductions déjà engagées par certains marchés émergents de leurs taux d'intérêt, notamment en Chine. Sur les marchés développés, nous restons neutres sur les actions suisses, européennes, US et japonaises.
4 Or				→		Nous continuons toujours de privilégier l'or avec une légère surpondération. Sa performance depuis le début de l'année est impressionnante, mais s'est affaiblie ces dernières semaines. Cela tient non seulement à des prises de bénéfices, mais aussi aux craintes d'une plus grande agressivité de la Fed, ce qui a renforcé le dollar US (l'or et le dollar ont une relation inverse). Un autre facteur réside dans le récent relèvement du plafond de la dette US qui a réduit, dans une certaine mesure, l'attrait de l'or comme valeur refuge. À plus long terme, les arguments en faveur de l'or restent toutefois inchangés : récession à venir, niveau élevé des risques géopolitiques et baisse probable du dollar et des taux réels US (les deux facteurs les plus importants pour l'or).
5 Matières premières			→			Nous restons neutres, car la perspective d'une récession est quelque peu compensée par divers risques liés à l'offre et parce que la Chine joue désormais la carte de la relance.
6 Stratégies alternatives		→				Nous restons négatifs sur les stratégies alternatives et neutres sur l'immobilier, c.-à-d. légèrement sous-pondérés sur les hedge funds et neutres sur l'immobilier.

Il est temps de dresser le bilan

Nous avons présenté fin 2022 notre scénario économique de base pour 2023. À l'époque, nous envisagions une récession US, une baisse de l'inflation et un soutien des banques centrales vers la fin de l'année. Une partie de ce scénario s'est déjà produite, l'autre pas encore.



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



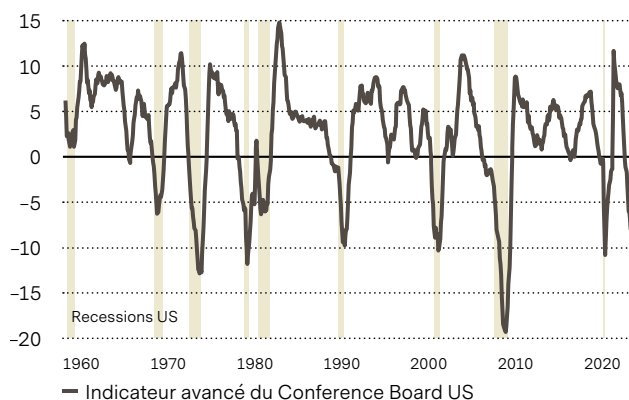
—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Nombre de nos hypothèses de croissance se sont concrétisées: la hausse des taux affecte les secteurs sensibles aux taux d'intérêt, tels que l'immobilier et l'industrie manufacturière, les banques ont durci leurs conditions et la croissance chinoise commence à s'essouffler. Malgré tout cela, la récession US ne s'est pas (encore) matérialisée. Cela tient essentiellement à la vigueur de la consommation, ainsi qu'à la robustesse du marché du travail et au niveau toujours élevé de l'épargne accumulée au moment de la pandémie.

Mais un report ne signifie pas un abandon. De fait, les effets négatifs de la hausse des taux n'ont pas encore pleinement touché l'économie réelle. En outre, dans une économie axée sur le crédit, le durcissement des conditions de prêt aggrave progressivement les fissures; la forte hausse des primes de risque observée dans l'immobilier commercial en témoigne. Tout soutien extérieur aux États-Unis semble par ailleurs peu probable: l'économie européenne a perdu une grande partie de son élan initial; la reprise économique chinoise se montre atone. Enfin, les principaux indicateurs avancés continuent presque tous d'indiquer une récession imminente (graph. 1).

Graph. 1 : Nombre d'indicateurs avancés indiquent l'imminence d'une récession US

Variation en % en glissement annuel

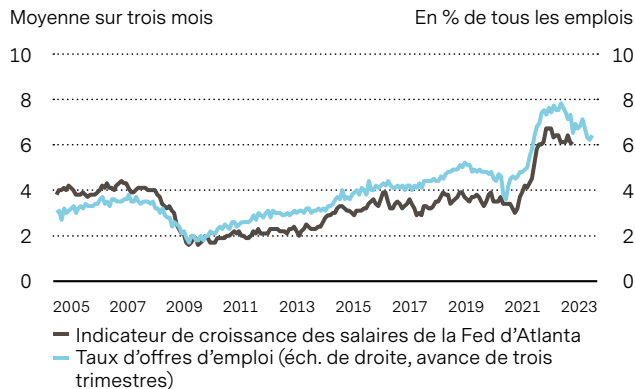


Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

La désinflation bat déjà son plein

Comme prévu, la combinaison des effets de base (effets techniques pouvant impacter les comparaisons de niveaux de prix d'un mois donné en glissement annuel), du durcissement monétaire, de la normalisation des chaînes logistiques mondiales et de la baisse des prix de l'énergie a réduit l'inflation US de manière significative. Le graph. 2 montre que la baisse de la pression salariale n'est pas nécessairement liée à la hausse du taux de chômage: une baisse des offres d'emploi suffit. Si l'inflation reste supérieure à l'objectif de la Fed, elle a toutefois été réduite de plus de moitié par rapport à son pic. En mai, par exemple, elle n'était «que» de 4% en glissement annuel. Signe encourageant, l'inflation observée dans les services s'oriente elle aussi désormais à la baisse. En mai, l'inflation a également sensiblement diminué dans la zone euro (à +6,1% en glissement annuel) et en Suisse (à +2,2% en glissement annuel).

Graph. 2 : La baisse des offres d'emploi suffit à faire baisser la pression salariale



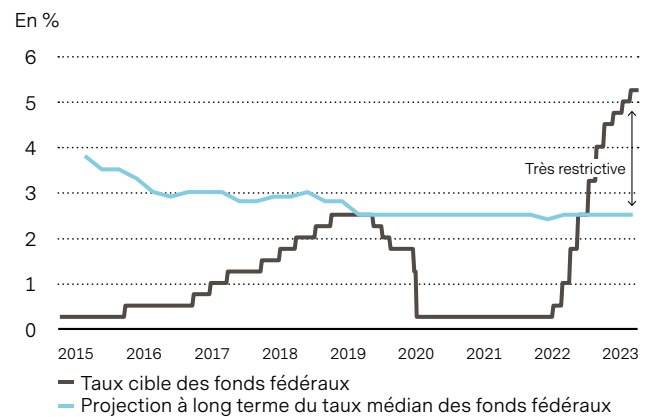
Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Les effets de base de l'année dernière devraient bientôt disparaître de la comparaison en glissement annuel, et l'inflation ne devrait pas augmenter sensiblement au second semestre. Cela tient notamment à la faiblesse de la croissance économique, à l'absence de mesures de relance budgétaire fortes et aux restrictions monétaires. Deuxième économie mondiale, la Chine pourrait même provoquer une déflation importée dans les mois à venir (les prix à la consommation chinois restent proches de 0%, tandis que ceux de la production évoluent déjà en territoire déflationniste).

Toute récession différée donne lieu à des baisses de taux d'intérêt différées

La vigueur du marché du travail et l'absence de récession (pour l'heure) permettent aux banques centrales de concentrer toute leur action contre l'inflation. L'assouplissement des politiques monétaires devrait donc intervenir un peu plus tard que prévu. La Fed ne devrait ainsi changer de cap qu'au premier trimestre 2024 (au lieu du troisième trimestre 2023).

Graph. 3 : La Fed est restrictive, même selon ses propres critères



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel



À la recherche de répit dans des entreprises de qualité

La faillite et le vacillement de quelques banques régionales US ces derniers mois sont le résultat involontaire de l'un des cycles de resserrement monétaire les plus agressifs de l'histoire récente. Cela se traduira notamment par un nouveau durcissement des conditions financières et un risque accru d'atterrissage brutal. Avec les difficultés à venir, les entreprises de qualité, dont la rentabilité dépend moins de facteurs macroéconomiques, pourront offrir une certaine résilience aux investisseurs.



10 Point de vue



Grant Bughman
Client Portfolio Manager,
Quality Growth Boutique,
Vontobel

Les problèmes croisés auxquels les banques font face aujourd'hui découlent de la forte hausse des taux d'intérêt cette année, alors que la Fed continuait de lutter contre une inflation toujours élevée. Problème de confiance, dû à l'asymétrie de durée entre les actifs et les passifs des banques, qui a causé des ruées sur les prêteurs les plus exposés. Dans un monde où l'on peut transférer ses dépôts d'un clic sur l'écran, la confiance qui repose sur le système bancaire à réserves fractionnaires peut se briser plus vite que par le passé. Cette confiance, bien que non totalement rétablie, a été restaurée grâce aux mesures des régulateurs qui assurent les dépôts supérieurs au plafond FDIC de 250 000 Dollars US et fournissent des liquidités aux banques confrontées à des retraits de dépôts. Si la confiance reste vacillante, le gouvernement pourrait adopter une politique plus agressive, p.ex. en garantissant tous les dépôts du système bancaire. Cela permettrait de contrôler efficacement toute panique, même s'il s'agit d'un dernier recours non dénué d'aléas moraux.

Les données hebdomadaires sur les dépôts n'ont pas permis de dégager un schéma clair de flux depuis le pic de la crise en mars. Lors de la faillite de la Silicon Valley Bank, il y a eu un déplacement des dépôts des petites banques vers les grandes. Cela s'est un peu calmé et les flux ont été irréguliers depuis cette période, ce qui pourrait indiquer un retour vers une accalmie.

L'asymétrie de la durée entre les actifs et les passifs des institutions est au cœur de la dernière crise bancaire aux USA. Les actifs des banques en faillite étaient surtout des obligations et des prêts à taux fixe, dont la valeur baissait quand les taux augmentaient. Du point de vue comptable, la reconnaissance de ces pertes varie selon la catégorie dans laquelle elles sont placées. Outre la reconnaissance comptable, l'impact de la valeur de mar-

ché sur la valeur des actifs à taux fixe a été significatif, annihilant de fait les fonds propres de nombreuses institutions financières. Mais tant que les banques ne sont pas obligées de vendre, les pertes non réalisées dues à la hausse des taux pourraient s'inverser. Tant que les banques peuvent conserver leurs dépôts, les pertes sur les actifs ne seront pas réalisées. De plus, la valeur des dépôts des banques s'est accrue au fur et à mesure que les taux augmentaient. Tous les dépôts n'étant pas placés sur des comptes à rendement élevé (de nombreux soldes sont transactionnels, p.ex. les comptes chèques pour la trésorerie des entreprises), les banques pourraient dégager un spread suffisant pour compenser les pertes sur papier.

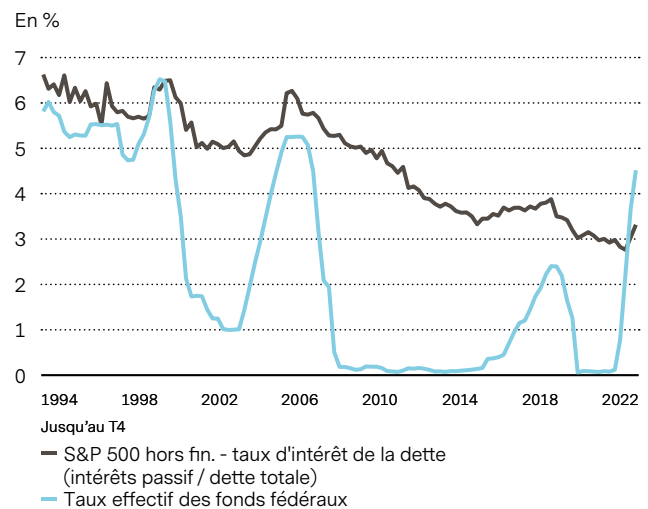
Conditions de prêt plus strictes

Outre le problème de confiance, il y a aussi les problèmes du crédit. Les défauts de paiement potentiels ou les dévaluations des prêts à l'immobilier commercial ne se résorbent pas avec le temps. Au contraire, les bénéfices des banques seraient affectés par ces pertes sur des trimestres ce qui aggraverait le durcissement des conditions financières dû à leur réticence à prendre des risques. Si elles ont un impact sur les bénéfices des banques, il est peu probable que les pertes soient importantes au point de constituer un problème systémique, mais impossible d'en être tout à fait certain. Les conséquences économiques importent aussi, avec une hausse du risque de récession dû au durcissement des conditions de prêts.

La croissance du crédit privé ces dix dernières années a notamment privé le système bancaire de la plupart des activités de prêt à risque au profit d'investisseurs de ces stratégies, tels que les régimes de retraite, qui ont augmenté leur exposition à ces actifs alternatifs. La plupart des prêts émis ces dernières années étaient assortis de taux variables, qui commencent maintenant à être revus à la hausse. Les entreprises endettées sont en général de moindre qualité, ce qui remet en question leur capacité à rembourser dans un contexte de taux plus élevés avec une économie qui se contracte. Les pertes potentielles ne pèseraient pas sur les banques puisque les pools d'actifs sont détenus hors du système bancaire traditionnel. Mais les banques prêtent souvent aux petites entreprises à des taux variables et des taux plus élevés exerceraient donc une pression plus forte sur ces entreprises. Enfin, le spread que les prêteurs exigent pour les dettes très risquées pourrait aussi s'élargir, exacerbant le resserrement du crédit.

Les hausses de taux n'ont pas le même effet sur les sociétés cotées en bourse à grande capitalisation de l'indice S&P 500 que sur les emprunteurs plus petits ou de moindre qualité (graph. 1). En effet, beaucoup de prêts sont accordés sur le marché obligataire où les rendements sont en général fixés au moment de l'émission (graph. 2). Pour les entreprises s'étant endettées pour racheter des actions ou financer des acquisitions, le coût de la dette n'augmente pas de façon spectaculaire sur un an, en raison de l'échéance plus longue et des taux d'intérêt fixes. Mais les entreprises qui ont trop compté sur les taux bas de ces dix dernières années pour financer leur croissance se trouveront dans une situation plus délicate, le coût du capital étant nettement plus élevé que ce à quoi elles étaient habituées.

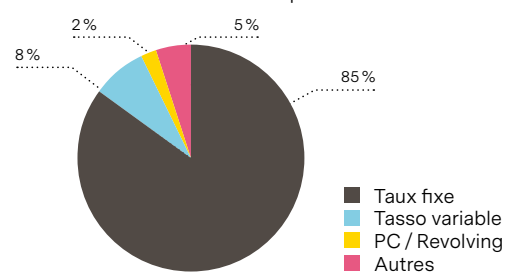
Graph. 1 : S&P 500 hors fin. – Taux d'intérêt de la dette et taux effectif des fonds fédéraux



Source : FactSet, UBS, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis : tableau H.15 Publication des taux d'intérêt sélectionnés, au 31 décembre 2022

Graph. 2 : La majeure partie de la dette des grandes entreprises américaines est à taux fixe

Structure de la dette des entreprises du S&P 500 hors fin



Source : HOLT, FactSet, au avril 2023

Évaluation du contexte des titres obligataires



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Nous continuons à privilégier les titres de qualité supérieure, comme les emprunts d'État, même si des opportunités existent aussi sur les marchés émergents. Défensif sur l'ensemble de l'allocation de crédit par rapport aux emprunts d'État, notre positionnement est neutre sur les obligations Investment Grade et sous-pondéré sur le haut rendement.

Le potentiel de rendement absolu du marché obligataire semble attrayant, mais les secteurs du marché ne sont pas tous égaux. Nous préférons ainsi les segments plus défensifs et de qualité supérieure, tels que les bons du Trésor, dont les caractéristiques sont actuellement convaincantes en matière de valorisations, revenu et liquidité. Le ralentissement conjoncturel devrait entraîner des perturbations, de sorte que l'aspect liquidité offre un avantage supplémentaire en permettant le passage rapide et efficace vers des zones plus risquées une fois que les titres refléteront avec précision l'impact du durcissement monétaire.

Des bons du Trésor aux rendements attrayants

La valorisation des bons du Trésor nous semble attrayante. L'examen du rendement des bons du Trésor à 10 ans et l'analyse de ses composantes réelles et de

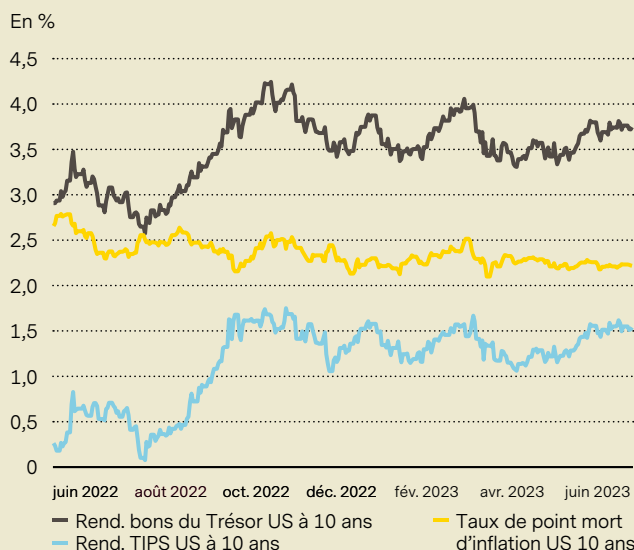
compensation de l'inflation montrent qu'un pic a été atteint en octobre 2022, lequel a coïncidé avec un rendement réel à 10 ans de 1,66 % et un taux de point mort d'inflation de 2,59 %. Si le rendement réel à 10 ans n'est inférieur que de quelques points de base à son pic, l'élément de compensation de l'inflation des rendements obligataires a, lui, considérablement baissé. Sauf augmentation persistante de l'inflation – qui n'est pas notre hypothèse – la composante de compensation de l'inflation des rendements obligataires ne devrait donc pas augmenter de manière significative. Idem pour les rendements nominaux des bons du Trésor, car les taux réels de ces bons sont déjà élevés (graph. 1).

Sous-pondération des titres à haut rendement

Du fait de l'absence de valorisations attrayantes, de la hausse des risques cycliques pour la rentabilité des entreprises et des risques associés de dégradation et de défaillance, les titres à haut rendement demeurent sous-pondérés.

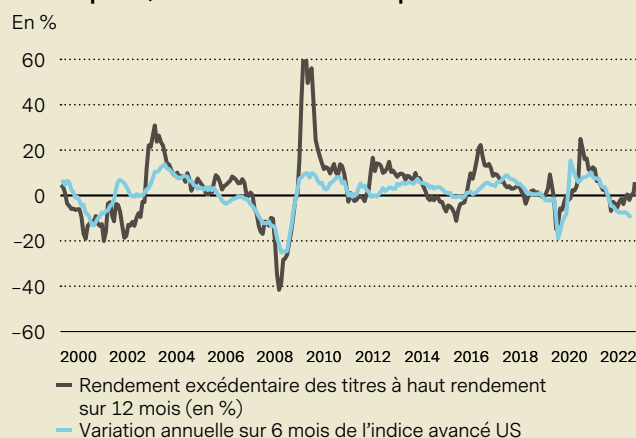
Les marchés du crédit ne semblent pas plus préoccupés par l'imminence d'une récession qu'au 2^e semestre 2022. L'hypothèse d'une récession est simple: l'inversion de la courbe des taux indique que la Fed a trop durci sa politique; la chute du pétrole et le durcissement des normes de prêt suggèrent un affaiblissement de l'économie. Or la baisse de la demande de prêts et le durcissement des normes de prêt précèdent ou accompagnent souvent les récessions. Malgré cela, la robustesse des obligations d'entreprises étonne (graph. 2). Les obligations d'entreprises sont solides et les spreads de crédit restent stables. Nous anticipons donc une hausse des spreads de crédit et de meilleures opportunités d'entrée au cours des 12 prochains mois.

Graph. 1 : Les rendements nominaux ont la tendance à baisser



Source : Bloomberg, Vontobel

Graph. 2 : Rendements excédentaires des obligations d'entreprise / indicateurs économiques avancés



Source : Bloomberg (truncated for excess return > 40 %), Vontobel

Dans quelle mesure la hausse des actions est-elle durable ?



—
Mario Montagnani
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Les marchés mondiaux des actions semblent avoir franchi le proverbial « mur de l'inquiétude » au cours du 1^{er} semestre. Avec un gain de plus de 10% depuis le début de l'année et de près de 25% depuis son creux d'octobre, l'indice MSCI ACWI évolue clairement en territoire haussier.

Portés par les actions de croissance, de qualité et de grandes capitalisations, les marchés ont poursuivi leur progression au début du mois de juin. Cette performance tient également à la conviction que le creux des bénéfices est désormais passé.

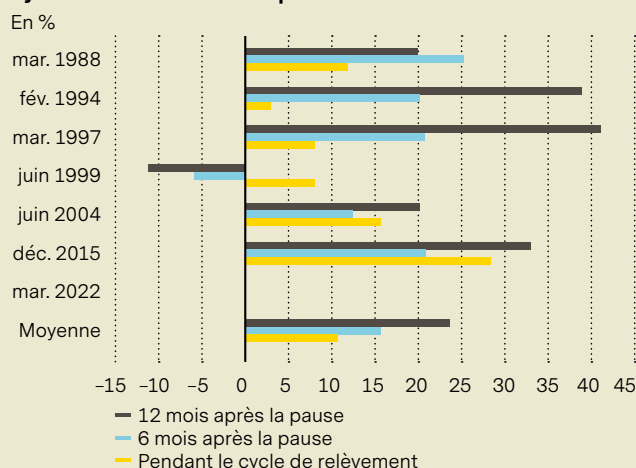
Sur le plan macroéconomique, juin a été marqué par la pause opérée par la Fed dans le cycle de ses relèvements de taux ouvert il y a 15 mois. Historiquement, cela se traduit généralement par des performances positives au cours des six à douze mois suivants (graph. 1). L'accord conclu sur le relèvement du plafond de la dette US a, par ailleurs, considérablement amélioré le sentiment des investisseurs (graph. 2). La 2^e moitié du mois de juin a été marquée par une consolidation modérée des marchés boursiers. Cela tient au message ambigu de la Fed quant à la possibilité de nouveaux relèvements

ultérieurs et à l'absence de catalyseurs à court terme. Combinées à la persistance de courbes de rendement inversées, les données macroéconomiques mondiales décourageantes suggèrent l'approche d'une récession et pèsent aussi sur le sentiment.

Quel parti en prenons-nous ? Il est fréquent que les marchés rebondissent de près de 30% pendant les périodes d'inversion des rendements. Cela précède souvent une récession. D'un point de vue structurel et ascendant, ces rebonds sont toutefois difficilement comparables à des situations observées dans le passé. Le fait que seul un petit nombre d'actions aient surperformé cette année nécessite que les multiples de valorisation soient également mis en perspective. Peu de preuves crédibles semblent en outre indiquer que l'« étroitesse des marchés » constitue systématiquement un mauvais présage pour les actions. D'autant que, quelle que soit la comparaison historique, les marchés boursiers sont désormais plus efficaces, structurellement plus solides, générateurs d'importantes liquidités et ont moins recours à l'effet de levier. Depuis octobre dernier, la prévisibilité et la pérennité des bénéfices constituent des éléments primordiaux, ce qui n'est pas surprenant en période de faiblesse conjoncturelle ou de récession imminente. Au vu des risques macroéconomiques croissants, cette tendance devrait se poursuivre au cours du 2^e semestre.

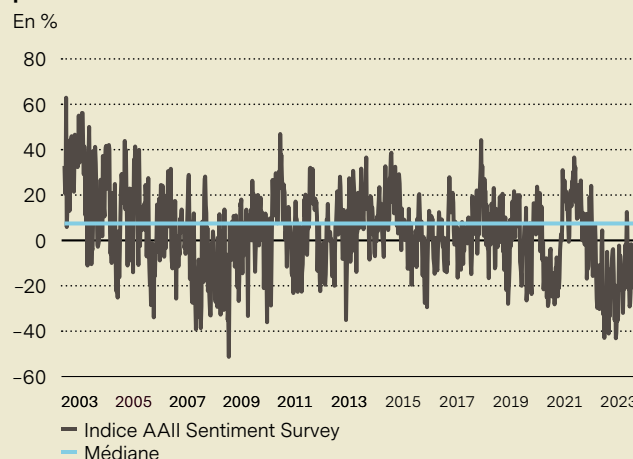
Compte tenu de notre horizon d'investissement à neuf mois et de la perspective d'un revirement de la Fed dès le 1^{er} trimestre 2024, nous maintenons notre point de vue favorable sur les actions.

Graph. 1 : Rendements S&P 500 pendant et après les cycles de relèvement depuis 1988



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : Les haussiers dépassent les baissiers de plus de 20 %



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

L'or est confronté à des vents contraires



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Si le métal jaune continue de réaliser de remarquables performances depuis le début de l'année, il a toutefois récemment perdu un peu de son éclat.

Cela tient à plusieurs raisons. Aux États-Unis, le relèvement du plafond de la dette a ainsi permis d'éviter un défaut de paiement en juin. La rencontre entre le président chinois Xi Jinping et le secrétaire d'État américain Antony Blinken a en outre suscité l'espoir d'un rapprochement entre les deux superpuissances. Il est probable que ces deux événements aient réduit l'appétit des investisseurs pour les valeurs refuges (graph. 1).

La position restrictive des principales banques centrales joue aussi un rôle important. Au sein de la Fed, par ex., aucun des membres votants ne mise ainsi sur une baisse des taux d'intérêt d'ici la fin de l'année, a récemment déclaré le président Powell. Tout nouveau durcissement monétaire serait clairement négatif pour l'or, car la hausse des taux d'intérêt (réels) augmenterait le coût d'opportunité de la détention d'un actif non porteur d'intérêts.

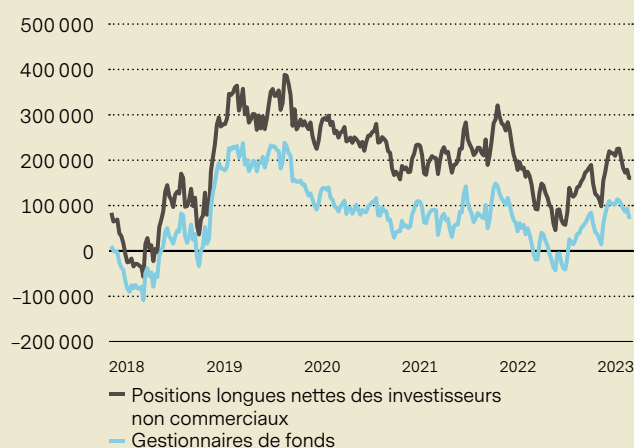
Lors de son audition semestrielle devant le Congrès, M. Powell a également répété que l'inflation demeurerait trop élevée et qu'un nouveau durcissement pourrait donc être nécessaire. Ailleurs, d'autres banques centrales se sont fait l'écho de cette tendance. La Banque d'Angleterre a ainsi provoqué la surprise en relevant ses taux de 50pb, tandis que la Banque nationale suisse a ralenti le rythme de ses relèvements de taux, tout en laissant entrevoir la possibilité de prendre d'autres mesures. La rhétorique agressive de la Fed a donné un nouveau coup de fouet aux rendements obligataires US et aux anticipations en matière d'inflation, ce qui profite au dollar US (or le billet vert et le métal jaune affichent souvent une relation inverse).

Sur le plan physique, la demande semble également marquer le pas. Les grands consommateurs chinois feraient ainsi preuve d'une retenue accrue face à l'affaiblissement de l'économie nationale. En glissement annuel, les ventes d'or et d'argent du pays n'ont progressé «que» de 24% au mois de mai, soit nettement moins que les mois précédents.

Mais l'or devrait bientôt retrouver tout son éclat. Le changement de politique de la Fed n'est en effet pas abandonné : il n'est que reporté (graph. 2). Or l'histoire nous enseigne que dès qu'une récession survient aux États-Unis (ce qui constitue actuellement notre scénario de base), la Fed réduit toujours ses taux. Le fait, par ailleurs, que la Chine commence à stimuler l'économie, devrait également profiter à l'or. D'autant que nous vivons dans un monde où les risques géopolitiques devraient rester élevés.

Graph. 1 : Les spéculateurs se sont en partie retirés de l'or

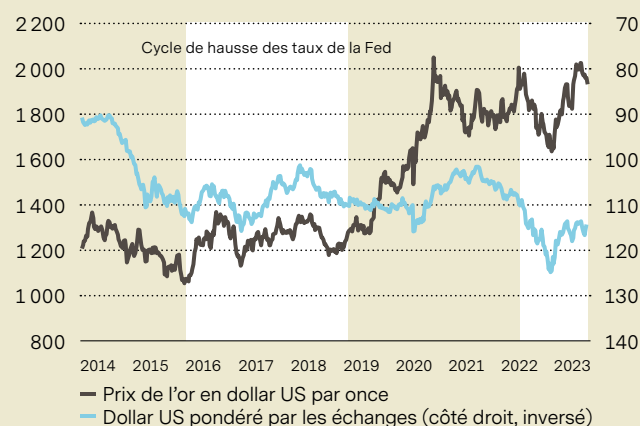
En USD par contrats



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : Historiquement, la fin des cycles de relèvement de la Fed est positive pour l'or

En USD par once



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

La baisse cyclique du dollar US n'est pas terminée



— **Christopher Koslowski**
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Le dollar US s'est déprécié d'environ 1% (graph. 1) au cours du mois dernier et a chuté de plus de 10% par rapport à son niveau le plus élevé de l'année. Et ce, malgré la position toujours agressive de la Fed, qui communique sur une stratégie de taux «plus élevés pendant plus longtemps».

La dépréciation du dollar devrait accompagner la réduction des écarts de rendement. Nous anticipons un ralentissement économique et une décélération de l'inflation aux États-Unis. Les marchés devraient donc avoir la certitude qu'il n'y aura plus qu'un seul relèvement des taux d'intérêt et cela devrait alimenter la spéculation sur des réductions aux États-Unis. L'avantage qu'ont les États-Unis en matière de taux d'intérêt face au Groupe des Dix (G10) se réduira à mesure que la Fed suspendra puis inversera son durcissement monétaire (graph. 2).

L'euro à la hausse

L'euro a rebondi face au dollar, annulant ainsi une grande partie de la dépréciation subie lors du mouvement de liquidation du mois de mai. Après un plancher de 1.0635 à la fin du mois de mai, l'euro est repassé au-dessus de 1.09, vers le haut de la fourchette de 1.05 à 1.10 dans laquelle il évolue depuis le début de l'année. Depuis le début de l'année, la série de sommets (janvier et avril) suivis de creux (mars et mai) confirme la persistance d'une tendance haussière.

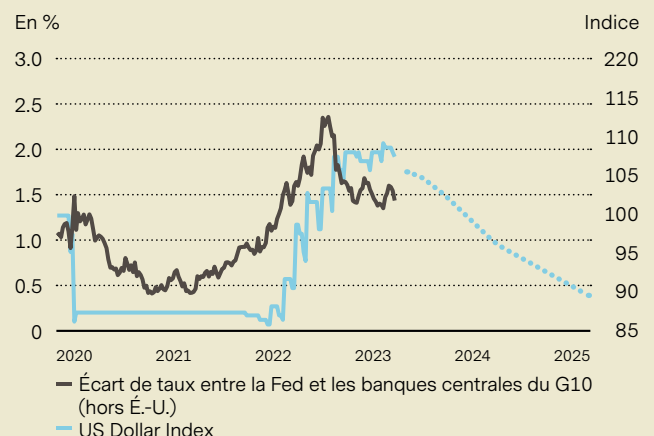
La BCE a tardé à durcir sa politique par rapport à la Fed, il n'est donc pas surprenant que l'inflation observée dans la zone euro soit supérieure à celle des États-Unis. Même si les taux US devraient être plus élevés que ceux de la BCE, cette dernière devrait poursuivre ses relèvements, alors que la Fed a, elle, atteint un pic. Les écarts de rendement relatifs devraient donc valider une hausse plus importante de l'euro.

Graph. 1 : Le dollar recule



Source : Bloomberg, Vontobel

Graph. 2 : L'avantage des rendements US va se réduire



Source : Bloomberg, Vontobel

Conjoncture et marchés financiers 2021 – 2024

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

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

INFLATION	2021	2022	ACTUEL ²	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Mondial (G20)	3,5	7,3	6,3	5,2	3,70
Zone euro	2,6	8,4	6,1	5,5	2,50
États-Unis	4,7	8,0	4,0	4,1	2,60
Japon	-0,3	2,5	3,2	2,8	1,50
R.-U.	2,6	9,1	8,7	7,1	2,90
Suisse	0,6	2,9	2,2	2,4	1,50
Australie	2,9	6,6	7,0	5,6	3,20
Chine	0,9	2,0	0,2	1,5	2,25

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	-0,50	2,00	3,50	3,76	3,45
USD	0,25	4,50	5,25	5,35	4,25
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,08
GBP	0,25	3,50	5,00	5,00	4,50
CHF	-0,75	1,00	1,75	1,81	1,62
AUD	0,10	3,10	4,10	4,50	3,90
CNY	3,80	3,65	4,35	4,30	4,25

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR (Allemagne)	-0,2	2,6	2,29	2,41	2,20
USD	1,5	3,9	3,68	3,53	3,38
JPY	0,1	0,4	0,36	0,59	0,64
GBP	1,0	3,7	4,28	3,98	3,54
CHF	-0,1	1,6	0,89	1,20	1,09
AUD	1,7	4,1	3,95	3,95	3,51

TAUX DE CHANGE	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS POUR LA FIN 2024
CHF / EUR	1,04	0,99	0,97	0,98	1,00
CHF / USD	0,91	0,94	0,90	0,90	0,91
CHF / 100 JPY	0,79	0,72	0,63	0,68	0,70
CHF / GBP	1,23	1,12	1,14	1,13	1,14
USD / EUR	1,14	1,06	1,09	1,10	1,12
JPY / USD	115,00	130,00	143,00	133,00	130,00
USD / AUD	0,73	0,67	0,67	0,68	0,70
GBP / EUR	0,84	0,88	0,85	0,87	0,88
CNY / USD	6,37	6,91	7,23	6,98	6,89

MATIÈRES PREMIÈRES	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	79	86	74	83	88
Or, USD par once troy	1829	1824	1932	1950	1997
Cuivre, USD par tonne métrique	9720	8372	8391	8500	8983

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 26 juin 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'investissement banking généré entre Vontobel et les sociétés émettrices analysées. Les auteurs de la présente analyse financière ne détiennent aucun droit de participation dans les sociétés analysées. Les sociétés émettrices analysées n'ont pas eu accès à la présente analyse financière avant sa diffusion ou sa publication. Certaines contributions distinctes ne se réfèrent pas directement ou indirectement à des instruments financiers concrets ou à des sociétés émettrices précises et ne constituent pas une analyse financière. Elles peuvent donc émaner d'auteurs extérieurs aux secteurs compétents en matière d'analyse financière. Ces auteurs ne sont pas concernés par les restrictions applicables en matière d'analyse financière, ni par l'attestation ci-dessus, et ne figurent donc pas parmi les analystes financiers mentionnés en deuxième page du présent document.

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

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

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

Bases et méthodes d'évaluation

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

2. Disclaimer et mention des sources

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

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

