

Vontobel

Investors' Outlook

Avoir une vue
d'ensemble

Juin 2023

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Condenser l'océan des détails

6 Points saillants du marché

Quand le consommateur américain aura-t-il assez consommé ?

8 Point de vue

Actions chinoises : relier les points

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*

Anthony Corrigan,
Client Portfolio Manager, mtX,
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

Roger Merz,
Head of mtX Portfolio Management,
Senior Portfolio Manager,
Vontobel

Mario Montagnani,
Senior Investment Strategist,
Vontobel

Thomas Schaffner,
Senior Portfolio Manager,
Vontobel

Dan Scott,
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Fréquence de parution

Dix fois par an
(prochaine édition : Juillet 2023)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

2 juin 2023

Remarques

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

Avoir une vue d'ensemble



—
Dan Scott
 Head of Vontobel Multi Asset,
 Vontobel

Chers lecteurs,

Les mesures des banques centrales, l'inflation et les risques de récession accaparent l'attention des investisseurs depuis des mois. Des incertitudes subsistent encore, mais l'horizon semble s'éclaircir peu à peu. Le moment est donc venu de prendre du recul et d'envisager le tableau dans son ensemble.

Le durcissement de la politique monétaire semble s'être stabilisé et un assouplissement se profile à mesure que l'année avance. Cette tendance est accentuée par la baisse des niveaux d'inflation et l'accumulation des signes annonciateurs d'une récession. C'est ce que nous envisagions depuis le début, de sorte que nous n'avons nullement modifié notre allocation d'actifs cette fois-ci. Nous estimons que ce n'est pas le moment de prendre des risques. En matière de rendement, les marchés émergents offrent néanmoins une source de croissance que ne présentent pas les marchés développés.

Sur le plan géopolitique, les risques restent élevés, mais les marchés émergents nous semblent incontournables. Même les pays du Groupe des Sept (G7), qui constituent les plus grandes économies démocratiques du monde, ont adouci leur discours face à la Chine et s'attachent à réduire les risques tout en évitant un découplage avec la Chine. Cette évolution reflète leur tentative de mise en œuvre d'une approche plus diplomatique face à une Chine en plein essor et dont l'importance est primordiale pour les chaînes d'approvisionnement mondiales et l'économie.

Si tous les regards sont tournés vers les indicateurs économiques de ce pays qui tire la croissance mondiale, certains investisseurs s'inquiètent toutefois de l'essoufflement de la reprise post-pandémique. Alors que le pic initial observé sur les marchés immobiliers et dans le secteur de la construction s'atténue déjà, nous estimons néanmoins que la tendance à long terme est à la hausse, car le rebond est porté par les consommateurs. La reprise n'est pas aussi rapide que prévu, certains mois sont plus faibles que d'autres, mais la direction est la bonne, avec une économie en transition et s'axant sur la consommation. Voilà déjà une bonne nouvelle pour les entreprises européennes et américaines qui ont besoin des consommateurs chinois.

Pour ce qui concerne l'amour de la dépense, la présente édition de notre Investors' Outlook évalue l'environnement des consommateurs US et les raisons pour lesquelles nous voyons cet espace s'affaiblir et entraîner une baisse de l'inflation. Nous évoquons aussi l'or et la marge à la hausse dont il dispose encore, ainsi que l'évolution à venir du dollar US. Ce mois-ci, nos collègues de la boutique Conviction Equities se penchent sur les actions chinoises.

Nous envisageons donc le tableau dans son ensemble, en y examinant ce qui est important et en vous montrant ce que nous voyons.

→ **Webcast**

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



—
Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Condenser l'océan des détails

Les investisseurs se sont fondés sur une pléthore de données économiques et de remarques des banques centrales afin de dresser des perspectives plus globales pour le reste de l'année. Avec la baisse de l'inflation, les signes d'une récession à venir et, surtout, le probable assouplissement de la politique monétaire en fin d'année, nous nous sentons bien préparés et estimons que notre scénario de base se trouve validé. Après examen des risques actuels pour les marchés, nous n'avons nullement modifié le positionnement de notre portefeuille.

L'impact du durcissement monétaire se propage à l'économie réelle avec un certain retard. Les signes d'une prochaine récession se multiplient, celle-ci devrait finalement survenir au second semestre. Le durcissement des conditions financières et des normes de prêt ne laisseront pas l'économie indemne. Le marché du travail US devrait également se dégrader en cours d'année.

L'adage boursier voulant qu'il faille « vendre en mai et se retirer » peut sembler ici pertinent à certains investisseurs redoutant la faiblesse des mois d'été. Il est vrai, à première vue, que plusieurs raisons plaident en faveur de cette théorie. Mais on peut aussi voir les choses sous un angle positif : l'inflation poursuit sa baisse et des signes indiquent un relâchement de la pression sur les prix, y compris dans les services. Cette tendance devrait se maintenir. En plus d'une récession et d'un affaiblissement du marché du travail, cela pourrait engager la Fed à réduire les taux d'intérêt au quatrième trimestre. Les indices d'une pause éventuelle sont déjà perceptibles. Or, l'éventuel pivotement de la Fed sera sans doute le principal moteur des marchés.

Et si les dernières données chinoises ont déçu, la dynamique de croissance des marchés émergents se révèle nettement plus vigoureuse que celle des marchés développés. Nous maintenons en toute sérénité notre surpondération des actions des pays émergents. Découvrez le détail de notre allocation à la 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 titres obligataires et surpondérés sur les emprunts d'État. Notre scénario de base envisage un ralentissement de la croissance et de l'inflation, et un pic d'agressivité de la part des banques centrales. Cela devrait aboutir à une baisse des taux et à un élargissement des écarts durant les mois à venir. Dans le même temps, le ralentissement de l'immobilier et la crise bancaire devraient aussi durcir les normes d'octroi de prêts et entraîner une hausse des taux de défaut. Nous maintenons donc notre surpondération sur les emprunts d'État et restons négatifs sur les obligations à haut rendement. Nous restons neutres sur le crédit Investment Grade et légèrement surpondérés sur la dette émergente en monnaie forte. Considérant qu'il est trop tôt pour ajouter du risque, nous restons neutres sur les titres obligataires, comme le mois dernier.
3 Actions				→		Nous restons surpondérés sur les actions. Confortés dans notre scénario économique de base pour 2023, nous continuons à anticiper une récession en fin d'année, une poursuite de la tendance baissière de l'inflation et un possible arrêt des relèvements de taux de la Fed au cours du 2e semestre. Pour l'horizon à neuf mois de notre Comité d'Investissement, ce dernier facteur sera déterminant et dictera l'orientation des marchés boursiers. En matière de positionnement, les investisseurs demeurent très prudents sur les actions, ce qui est généralement positif pour les performances à moyen terme. Les valorisations des actions se sont normalisées et la dernière saison de publication des résultats a été légèrement « moins mauvaise » que prévu, ce qui s'est traduit par une baisse des surprises en matière de bénéfices. En Europe et aux États-Unis, les grands secteurs tels que les biens de consommation et la technologie, ont dépassé les anticipations et tirent la performance depuis le début de l'année. Si les dernières données chinoises ont quelque peu déçu, la dynamique des marchés émergents reste nettement plus forte que celle des marchés développés. Un point de vue légèrement positif conserve donc toute sa pertinence. Nous restons neutres pour toutes les autres régions.
4 Or				→		Nous restons surpondérés sur l'or, car celui-ci constitue une couverture efficace contre les risques de récession et les incertitudes géopolitiques. Les dernières turbulences bancaires ont une nouvelle fois confirmé la validité de ce point de vue. Ainsi, lors du pic de volatilité des marchés obligataires, l'or s'envolait. En outre, le prochain revirement accommodant de la part des banques centrales constitue, d'un point de vue historique, un facteur positif pour l'or.
5 Matières premières			→			Les contraintes d'approvisionnement et l'affaiblissement continu du dollar US semblent plus que contrebalancés par les risques de récession et la baisse de l'inflation qui se profilent. Nous restons donc neutres sur les matières premières.
6 Stratégies alternatives			→			Globalement neutres sur les investissements alternatifs, nous demeurons légèrement sous-pondérés sur les hedge funds et neutres sur l'immobilier.

Quand le consommateur américain aura-t-il assez consommé ?

Pandémie, inflation, crise bancaire, débat sur le plafond de la dette : les trois dernières années n'ont vraiment pas manqué d'événements négatifs. Les consommateurs US se sont toutefois montrés résilients et assidus, ce qui a permis d'entretenir l'activité économique. Pour autant, les signes qui s'accumulent désormais indiquent qu'ils devront bientôt se serrer la ceinture.



Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Avant la publication du produit intérieur brut (PIB) pour le 1^{er} trimestre (T1), toute la question était de savoir si la plus grande économie du monde allait se contracter et ouvrir la voie à la récession la plus attendue de l'histoire. Une fois encore, la réponse est « non ». La croissance a bien été divisée par plus de deux, mais les consommateurs US sont venus à la rescousse, ce qui a permis d'éviter un atterrissage brutal (graph. 1).

Les biens face aux services

Cette résilience est remarquable, mais loin d'être évidente. Les dépenses réelles des consommateurs avaient chuté au début de la Covid-19. Par la suite, les généreuses mesures de relance, l'épargne accumulée et la consommation refoulée ont toutefois permis une vigoureuse reprise de ces dépenses. Même la baisse des salaires réels due à l'inflation n'a pas freiné ce mouvement. À tel point que les dépenses réelles des consommateurs ont renoué avec la tendance de croissance pré-pandémique. La ventilation des dépenses montre que la demande de biens de consommation durables (automobiles, téléviseurs, vêtements ou bijoux) est aujourd'hui nettement plus élevée qu'avant la pandémie, alors que la demande de services (transports publics, soins dentaires ou activités de loisirs) n'a pas encore rattrapé son retard. Notons également que la plus grande dépense mensuelle

Graph. 1 : Une forte consommation US à la rescousse

Principaux facteurs de hausse du PIB réel US*

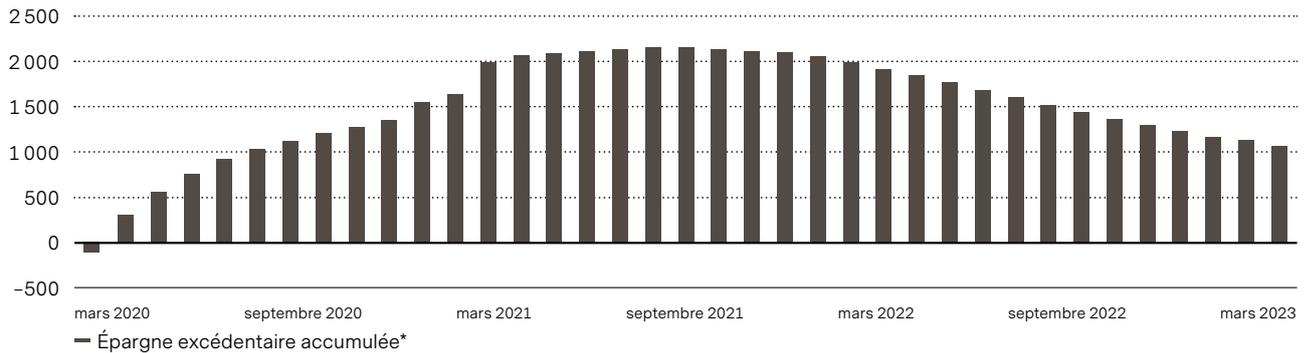


* Hors variation des stocks. Variation en glissement trimestriel en % (annualisée)

Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : L'épargne excédentaire accumulée par les consommateurs est toujours élevée

En milliards USD



* Épargne réelle par rapport à la tendance pré-pandémique

Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

des consommateurs américains est leur hypothèque, et que beaucoup ont bloqué des taux fixes favorables sur 30 ans. Cela a contribué à leur résilience.

Le temps est-il venu de se serrer la ceinture ?

À court et moyen terme, la consommation privée devrait se maintenir, car la baisse de l'inflation devrait favoriser le pouvoir d'achat, et parce que l'épargne des consommateurs reste élevée (graph. 2).

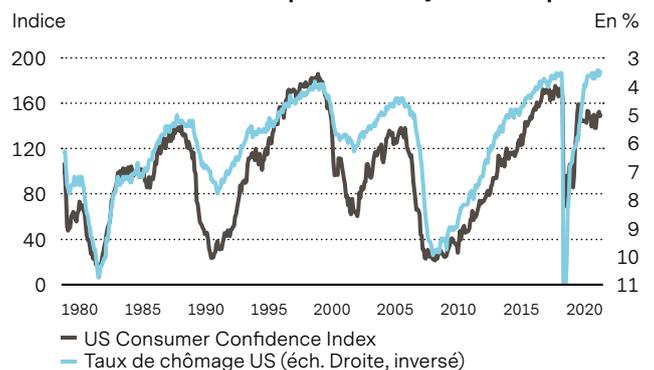
À plus long terme, cependant, la consommation privée devrait faiblir. Cela tient à plusieurs facteurs. D'abord, la demande de biens de consommation durables ne peut pas croître indéfiniment : ces biens devront être remplacés un jour, mais le consommateur n'aura jamais besoin de trois ou quatre voitures. Ensuite, avec l'augmentation du travail à domicile ou l'évitement des foules par exemple, la demande de services risque de mettre du temps à renouer avec ses niveaux tendanciels. Enfin, les dépenses réelles des consommateurs demeurent supérieures aux revenus réels. L'épargne accumulée pendant la pandémie va donc continuer à baisser au cours des mois à venir.

Dans le même temps, les données de la banque de la Réserve fédérale de New York indiquent un recours accru à l'emprunt de la part des consommateurs. Généralement, les consommateurs accumulent des dettes de cartes de crédit pendant les fêtes de fin d'année et les réduisent au début de la nouvelle année. Or, pour la première fois en vingt ans, cela n'a pas été le cas au T1 2023, et les soldes sont restés stables à 986 milliards USD. Cela n'est pas viable à long terme, surtout avec le taux annuel moyen actuel des cartes de crédit (20,9%). Ces arriérés de paiement sont alarmants : si le taux de défaillance global reste faible à 2,6%, la part de la dette en souffrance depuis au moins 30 jours augmente, notamment pour les cartes de crédit (6,5%) et les prêts automobiles (6,9%).

Les dépenses des consommateurs reflètent le marché du travail

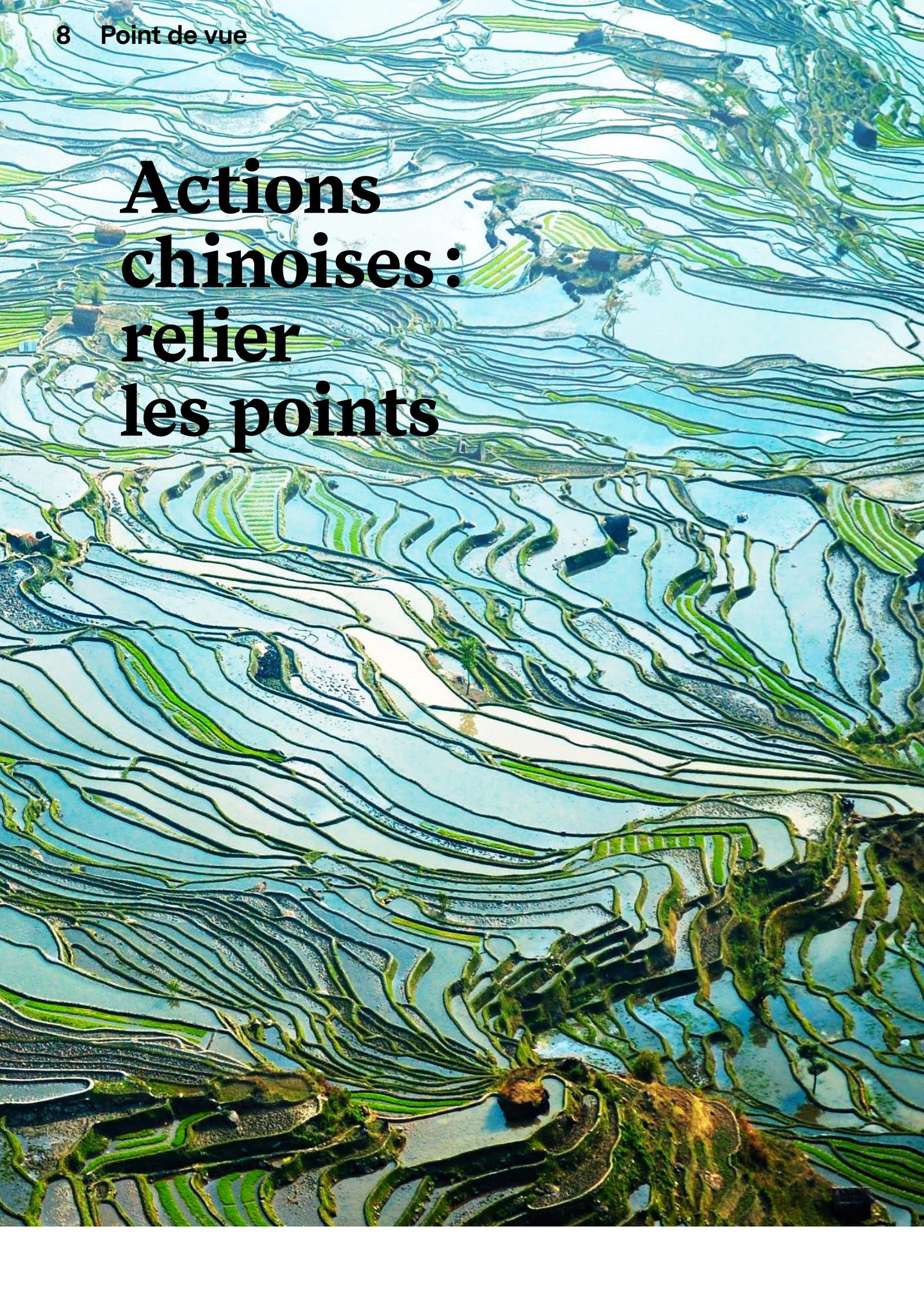
Dès que le marché du travail américain connaîtra une inflexion notable et que la récession surviendra, il est probable que les dépenses des consommateurs faibliront aussi. De fait, avec l'inflation, le marché du travail est décisif pour la confiance et les dépenses des consommateurs (graph. 3). En 2008, p. ex., la récession était survenue avec l'effondrement du marché du travail, et le taux de chômage avait grimpé en flèche. Cela avait notamment provoqué une baisse de la croissance de la consommation.

Graph. 3 : Le moral des consommateurs dépend fortement du nombre de personnes ayant un emploi



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Actions chinoises : relier les points





—
Thomas Schaffner
Senior Portfolio Manager,
Vontobel



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



—
Anthony Corrigan
Client Portfolio Manager mtX,
Vontobel

Après la politique zéro Covid de la Chine et une période ressentie comme très longue, le retour à la normalité était fortement attendu par le marché. Cet article évalue le buzz autour de la Chine après la réouverture de la 2^e économie mondiale, analyse la récente faiblesse du marché des actions et explique pourquoi les investisseurs sont désormais susceptibles de se concentrer sur les fondamentaux des entreprises chinoises tels que la croissance des bénéfices et la rentabilité.

Après l'un des pires mois historiques en octobre 2022, les actions chinoises ont effectué un retour en force après la décision du pays d'abandonner sa politique zéro Covid. En quelques semaines seulement, le sentiment des investisseurs à l'égard de la Chine est passé du plus négatif (« Faut-il encore investir en Chine ? ») au plus positif, avec des investisseurs renforçant leurs positions en actions chinoises. Les données publiées après la réouverture indiquent que la reprise sera plus cahoteuse que prévu. Conjuguée à l'aggravation des tensions politiques, cette situation a une nouvelle fois vu les actions chinoises sous-performer leurs homologues régionales. Mais le pays semble toujours bien parti pour atteindre son objectif de croissance du PIB de 5% en 2023 (quand le consensus table sur une croissance du PIB réel inférieure à 1% pour les marchés développés).

Entre fin octobre 2022 et fin janvier 2023, les actions chinoises se sont envolées avec un rendement de plus de 50% pour l'indice MSCI China, tandis que l'indice MSCI China A Onshore a progressé de près de 25%. Selon des données compilées par JP Morgan, les flux d'actions vers le nord en direction des bourses de Shanghai et de Shenzhen ont augmenté de 245 milliards RMB (environ 36 milliards USD) entre fin octobre 2022 et fin février 2023.

Cette euphorie a toutefois été de courte durée, les indices MSCI China et MSCI China A Onshore ayant respectivement chuté d'environ 13 et 9% entre le

31 janvier et le 19 mai 2023. Nous estimons que ce retournement de tendance a été exagéré et que les investisseurs sont trop pessimistes quant à la dynamique de la reprise économique en Chine. Cela étant, il est vrai que la persistance de l'inflation, les futurs relèvements de taux de la Fed, le ralentissement économique mondial et les tensions géopolitiques ont assombri le tableau. Nous estimons, en outre, que les précédentes réactions aux actions chinoises ont été guidées par le sentiment (expansion des valorisations à partir de niveaux très bas, d'abord, puis déception quant au rythme de la reprise); mais la prochaine phase sera probablement marquée par les bénéfices et la rentabilité des entreprises.

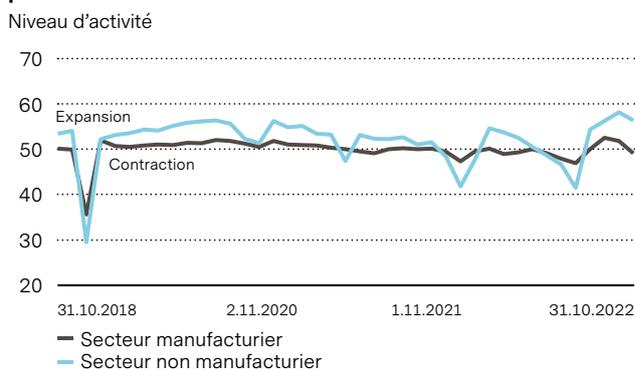
Des preuves d'une reprise inégale ?

Les investisseurs évaluent avec intérêt les données économiques chinoises. Le graphique 1 montre l'indice des directeurs d'achat (PMI), publié par le National Bureau of Statistics of China, qui est un indicateur économique majeur. Début mars, l'activité manufacturière a enregistré sa plus forte progression mensuelle depuis plus de dix ans. Un mois plus tard, les données des services et de la construction ont atteint leur plus haut niveau depuis mai 2011. Depuis lors, cependant, l'industrie manufacturière se trouve en zone de contraction (résultat probable de l'affaiblissement de la demande mondiale – l'impact du ralentissement sur d'autres économies asiatiques, telles que Taïwan, en témoigne), tandis que les services et l'activité non manufacturière restent en zone d'expansion (bien qu'en léger repli). Cette analyse indique que la

10 Point de vue

Chine connaît une reprise portée par la consommation intérieure.

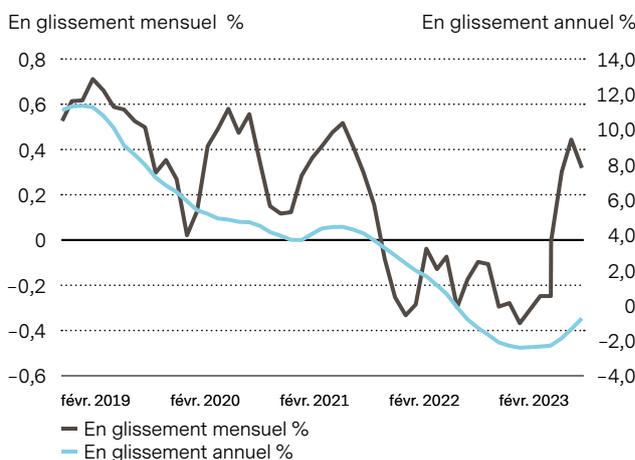
Graph. 1 : L'activité économique de la Chine est tirée par prestations de service



Source : National Bureau of Statistics, au 30 avril 2023

Mais qu'en est-il des biens plus chers tels que ceux de l'immobilier ? La confiance fait encore quelque peu défaut à nombre d'investisseurs chinois inquiets de la fragilité de la reprise du secteur immobilier. Ce dernier représentant près de 20 % du PIB de la Chine, beaucoup considèrent sa reprise comme essentielle. Pour l'heure, l'immobilier émet déjà quelques signes positifs de reprise. Le graphique 2 montre quelques signes de stabilisation des

Graph. 2 : Modeste hausse des ventes de logements en Chine



Source : UBS, au 30 avril 2023

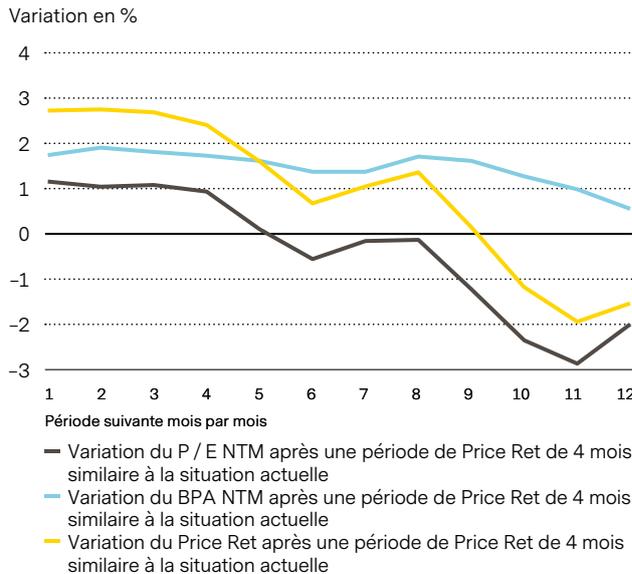
prix immobiliers, avec des ventes de logements en légère augmentation dans 70 villes chinoises de taille moyenne et grande sur trois mois consécutifs entre février et avril 2023 (inchangé en janvier 2023). S'il s'agit d'une étape importante, nous comprenons toutefois le scepticisme du marché quant au caractère durable de la reprise dans le secteur immobilier : la dynamique ne s'accélérera que lorsque la confiance des consommateurs chinois sera de retour. Il ne serait donc pas déraisonnable d'anticiper une certaine volatilité de ces chiffres dans les mois à venir. Il s'agit presque d'une prophétie auto-réalisatrice à laquelle les autorités chinoises devront s'attaquer et qui pourrait constituer le domaine sur lequel elles se concentreront en matière de relance.

En définitive, les chiffres du T1 2023 du PIB chinois ont nettement dépassé les attentes, avec une croissance économique de 4,5% en glissement annuel (contre 2,9% en glissement annuel au T4 2022), ce qui confirme que les données commencent à montrer une tendance à la reprise. Malgré les fortes entrées du début d'année (environ 22 milliards USD dans les actions onshore en janvier et février), nous avons récemment assisté à un fort repli, et la pondération de l'ensemble Chine / Hong Kong reste neutre dans la plupart des stratégies mondiales sur les actions des marchés émergents mondiaux. D'autres bénéfices d'entreprises et de nouvelles preuves d'une reprise de la consommation intérieure inciteraient probablement plus de gestionnaires de portefeuilles de pays émergents à commencer à surpondérer la Chine.

Que peut nous enseigner l'histoire ?

Si la réouverture de la 2^e économie mondiale après un confinement dû à une pandémie n'est pas un phénomène courant, l'histoire peut nous fournir de précieuses leçons sur le comportement des marchés. L'analyse des rendements du marché chinois onshore sur les 19 dernières années montre que les périodes de forte performance sont souvent suivies d'une période d'expansion du ratio cours/bénéfice (P/E Ratio) et de croissance des bénéfices (graph. 3). L'effet de l'expansion du P/E Ratio a, en moyenne, duré 4 mois de plus avant une inversion. Cependant, nous observons que les bénéfices restent en hausse plus longtemps après ces fortes périodes de performance et qu'ils augmentent en principe pendant une autre période de 12 mois.

Graph. 3 : MSCI China A : Historiquement, les bénéfices croissent après une période d'expansion du P / E



Source : Vontobel, Factset, au 15 mars 2023

Si l'histoire n'est pas garante des performances futures, l'observation des 19 dernières années du marché chinois onshore indique que les bénéfices des entreprises chinoises doivent désormais se matérialiser pour convaincre un plus grand nombre d'investisseurs. Cela montre également l'importance de la dynamique pour les actions chinoises. Bien sûr, la prudence est de mise, car la situation actuelle de la Chine est très différente, tant sur le plan économique que politique, avec des taux de croissance plus faibles et une plus grande incertitude politique qu'il y a 10 ans.

Quel est l'avenir des actions chinoises ?

Nous sommes optimistes sur les perspectives des actions chinoises pour les raisons suivantes :

- Les dirigeants chinois semblent avoir changé de ton politique. L'accent est mis sur une croissance économique stable et durable. Il semblerait aussi que l'intervention réglementaire dans l'économie ne soit plus une priorité absolue, incitant probablement les investisseurs mondiaux à se recentrer sur les fondamentaux des sociétés chinoises.
- Les entreprises et les consommateurs chinois doivent retrouver leur confiance ; une part importante de l'épargne constitué durant la pandémie pourrait alors être consacrée à des biens coûteux ou à des investissements au lieu d'être affectée au seul désendettement. La Chine doit aussi créer de nouveaux emplois et poser les bases d'une augmentation des revenus, notamment pour les bas salaires. Ces questions sont sans doute prioritaires pour les autorités chinoises, notamment le taux de chômage élevé des jeunes. La politique menée au 2e semestre 2023 et au début de 2024 pourrait très bien être axée sur la résolution de ces problèmes.
- Selon nous, les consommateurs chinois reprendront progressivement confiance tout au long de la transition entre le zéro Covid et le retour à la normalité. Les actions chinoises pourraient connaître une trajectoire ascendante dans leur cycle de performance ; les bénéfices des entreprises et les données macroéconomiques (deux indicateurs décalés) en témoignent au fil du temps. En cas de ralentissement de l'activité économique US – au vu des relèvements de taux de la Fed et des inquiétudes ayant trait au secteur bancaire US – l'attrait relatif pour la Chine pourrait revenir (les actions des marchés émergents se négociant généralement à une décote importante par rapport aux actions des marchés développés).
- En tant que sélectionneurs d'actions bottom-up, nous pensons que les fondamentaux des entreprises sont le moteur d'une performance à long terme des actions. S'ils ont eu du mal à se concentrer sur la santé fondamentale des sociétés chinoises ces dernières années, nous pensons que les récents développements évoqués dans cet article augmentent les chances de voir les investisseurs se concentrer sur les fondamentaux.

Trouver de la valeur



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

La Fed a probablement procédé à son dernier relèvement de taux et devrait adopter une politique accommodante vers la fin de l'année; les rendements des bons du Trésor US à 10 ans devraient donc rester stables ces prochains mois avant de s'orienter à la baisse vers la fin de l'année 2024.

Nos perspectives globales restent neutres pour les titres obligataires. Nous privilégions les titres de qualité supérieure, comme les emprunts d'État, même si des opportunités existent aussi sur les marchés émergents. Nous sommes défensifs sur l'ensemble de l'allocation de crédit, avec un positionnement neutre sur les obligations Investment Grade et sous-pondéré sur le haut rendement.

Le marché obligataire envisage une récession

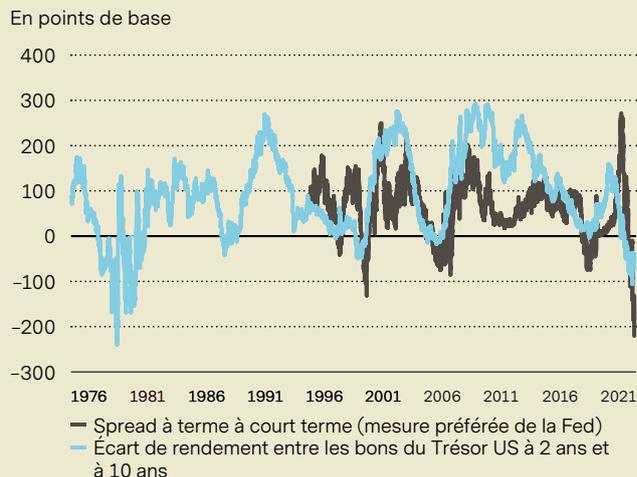
L'an dernier, lorsque la Fed commençait à relever ses taux, Jerome Powell déclarait que la partie avant de la courbe avait «100% du pouvoir explicatif de la courbe de rendement». Il estimait que «si cela était l'inverse, cela signifierait que la Fed réduirait ses taux et que l'économie serait faible». Indicateur de récession préféré de la Fed,

le spread entre les taux forward et les bons du Trésor US a depuis perdu 450 pb pour sombrer dans le rouge de la récession. Pour la Fed, une baisse de 110 pb équivaut à une probabilité de récession de 90% (graph. 1).

Le pic du taux des fonds fédéraux a-t-il été atteint ?

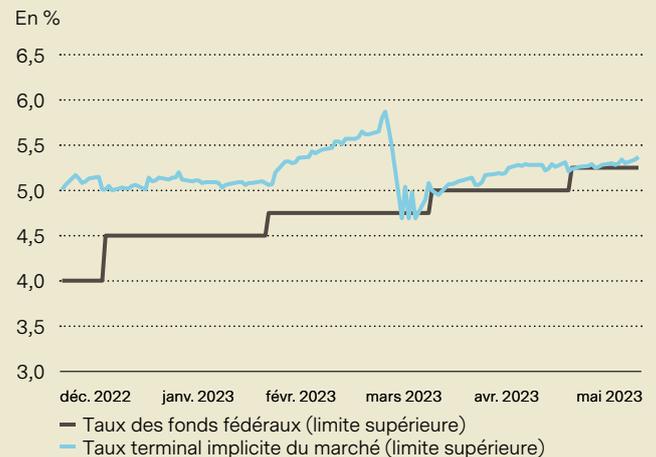
L'année 2023 est remarquable en matière de volatilité des taux et de fluctuations du sentiment du marché. En janvier, les investisseurs estimaient que le pivotement de la Fed était proche: les rendements des bons du Trésor et les prévisions relatives au taux terminal baissaient sur l'ensemble de la courbe. En février, les données sur l'emploi et l'inflation dépassaient les prévisions: les rendements des bons du Trésor et les prévisions relatives au taux terminal baissaient fortement. Cette tendance s'est poursuivie début mars, avec des anticipations de taux terminal de près de 6% avant que la crise bancaire régionale n'entraîne une baisse substantielle de la trajectoire attendue pour les fonds fédéraux. Comme prévu, la Fed a relevé son taux directeur de 25 pb le 3 mai. La Fed a probablement procédé à son dernier relèvement et fera sans doute plutôt preuve de prudence dans les mois à venir (graph. 2). Les rendements obligataires étant le reflet de la future politique de la Fed, notre hypothèse de baisses de taux au cours de l'année table sur des rendements plus faibles et sur une pentification de la courbe, c.-à-d. que les taux à court terme devraient baisser plus rapidement que les taux à long terme à mesure que l'éventuel cycle d'assouplissement se mettra en place.

Graph. 1 : Le marché obligataire envisage une récession – courbe de rendement très inversée



Source : Bloomberg, Vontobel

Graph. 2 : Taux maximum des fonds fédéraux atteint



Source : Bloomberg, Vontobel

Le verre à moitié plein



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

Avec la saison de publication des résultats encourageante aux États-Unis et en Europe, les marchés d’actions sont restés à la hausse. Les analystes ont révisé leurs prévisions et sont désormais plus optimistes pour l’ensemble de l’année.

Sur les marchés développés, la très faible dispersion observée au sein des indices a marqué le début de l’année : les performances ne tiennent souvent qu’à un petit nombre d’actions (moins de cinq aux États-Unis et moins de vingt en Europe). Elles sont toutes axées sur la technologie ou les biens de consommation, ou liées à ces secteurs. La plupart des autres valeurs de ces indices ont à peine performé, mais elles restent plutôt attrayantes. Les investisseurs voient donc le verre à moitié plein ou à moitié vide.

L’observation des marchés ne peut ignorer cette polarisation croissante qui s’est produite au cours des dernières années. Cela complique la comparaison des cycles historiques et risque de mener à des conclusions erronées en matière d’investissement, car les marchés d’aujourd’hui a) sont structurellement différents de ce qu’ils étaient il y a seulement 10 – 15 ans ; les valeurs

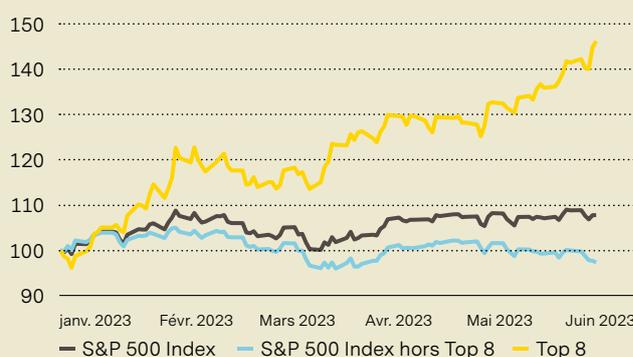
technologiques sont désormais dominantes aux États-Unis (graph. 1), alors que près de 40 % de la rentabilité et de la capitalisation boursière de la zone euro proviennent de sociétés de technologie et de consommation, b) sont moins endettés et recourent moins à l’effet de levier, c) affichent une meilleure génération de flux de trésorerie et, par là même, une meilleure visibilité des bénéfices.

Le secteur du luxe constitue un excellent exemple de visibilité ou de prévisibilité des bénéfices, car il contrôle strictement les volumes de production et parce que l’élasticité de la demande est très faible face aux augmentations de prix. Cela crée des listes d’attente de plus de cinq ans, comme pour les montres suisses haut de gamme ou les constructeurs automobiles exclusifs (graph. 2). Enzo Ferrari disait que le constructeur devait toujours livrer une voiture de moins que ce que réclame le marché. L’exclusivité et la désirabilité sont donc essentielles, mais cela signifie aussi que, pour les entretenir, les entreprises doivent susciter la demande avant de la satisfaire. Le fait de bénéficier de solides avantages concurrentiels confère une forte visibilité sur les commandes et une bonne prévisibilité des bénéfices. Pour les valeurs technologiques, la bonne visibilité des revenus récurrents repose sur des modèles « peu capitalistiques ».

Même si la technologie et les biens de consommation ne constituent pas l’étalon-or des marchés d’actions, au vu de la polarisation et des valorisations des indices, nous voyons le verre plutôt à moitié plein dans notre allocation tactique, d’où notre surpondération.

Graph. 1 : La performance de l’indice S&P 500 est tirée par huit grandes valeurs

Performance en glissement annuel de l’indice S&P 500*

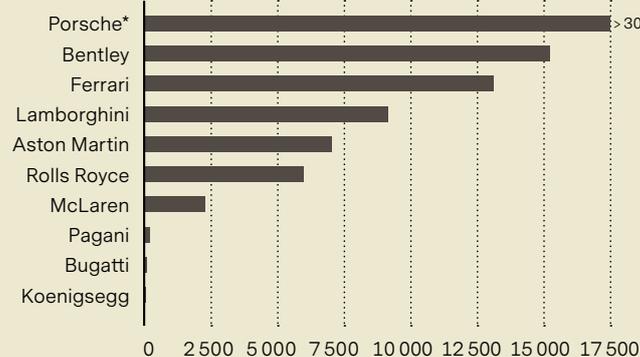


* indexé au 1. janvier 2023

Source : Vontobel, Refinitiv Datastream

Graph. 2 : Voitures de luxe exclusives : la rareté stimule le désir

Production unitaire



* Volumes estimés > EUR 150 000 au détail

Source : Estimations Vontobel, Rapports de sociétés

Un contexte difficile pour les matières premières



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Les marchés des matières premières ont connu un début d'année volatile (graph. 1).

Le pétrole a subi des vents contraires. Les craintes de récession et la déception des données chinoises ont pesé sur la demande. Du côté de l'offre, de nombreux signes indiquent qu'un volume de pétrole nettement plus important que prévu a été mis sur le marché.

Pour le seul mois d'avril, l'Agence internationale de l'énergie estime que la Russie a produit 9,6 millions de barils par jour, soit 200 000 barils de moins, « seulement », qu'avant la réduction annoncée de 500 000 barils par jour. La Russie tenterait ainsi de compenser la baisse des prix par la hausse des volumes élevés. Autres pays sanctionnés, l'Iran et le Venezuela, ont également produit plus que prévu. Si l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et ses alliés (OPEP+) parviennent à tenir leurs annonces de réduction de la production, les cours du pétrole en bénéficieront. La reconstitution des réserves stratégiques US de pétrole (même si le volume envisagé n'est que de 3 millions de barils) et les conditions saisonnières devraient également être favorables.

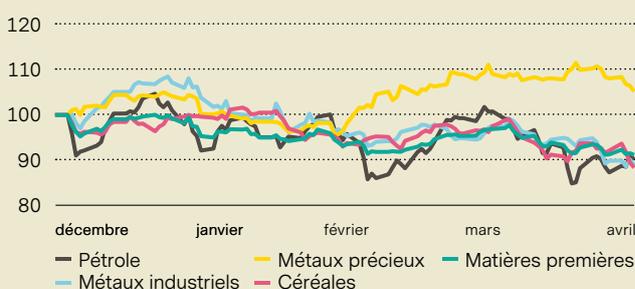
Les métaux à la loupe

Le cuivre a bien démarré d'année. Décevantes, les récentes données économiques chinoises – notamment celles du marché immobilier – ont toutefois modéré l'euphorie initiale des investisseurs.

D'autres métaux ont néanmoins brillé : c'est le cas de l'or, qui a aisément franchi la barre psychologique des 2 000 USD. Cette forte hausse tient tout autant aux craintes persistantes de récession, qu'au débat sur le plafond de la dette aux États-Unis, lequel a alimenté les craintes d'un défaut de paiement de la plus grande économie du monde. Observé depuis le début de l'année 2022, le découplage de l'or et des rendements réels US s'est poursuivi (graph. 2). Avant, l'or et les rendements réels étaient inversement corrélés, de sorte que le prix de l'or augmentait lorsque les rendements réels diminuaient et vice versa. Ce découplage pourrait tenir à l'augmentation de la demande des banques centrales. Après les sanctions prises contre la banque centrale de Russie, les banques centrales des pays émergents commencent en effet à diversifier leurs réserves. Le métal jaune pourrait donc encore disposer d'une certaine marge de manœuvre pour se redresser. Historiquement, la fin d'un cycle de relèvement de la Fed (et ses implications comme l'affaiblissement du dollar US, p.ex.) favorise toujours l'or.

Graph. 1 : Une folle épopée pour le champion de l'année dernière

Rebasé à 100 = au début de 2023



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

Graph. 2 : Découplage de l'or et des rendements réels depuis le début de l'année 2022



Source : Refinitiv Datastream, Vontobel

La Fed pourrait orienter la trajectoire du dollar US



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Aux États-Unis, le durcissement des conditions de crédit consécutif à la crise bancaire augmente la probabilité d'une récession et d'un cycle d'assouplissement marqué de la part de la Fed. Ces évolutions confortent le scénario d'un affaiblissement du dollar.

Le dollar demeure confronté à des vents contraires. Les différentiels de croissance et de taux d'intérêt lui sont de moins en moins favorables et la possible détérioration des données économiques US au cours des prochains mois ne fera qu'exacerber cette tendance, d'autant que les tensions du secteur bancaire régional US ont provoqué le durcissement des conditions de crédit.

L'évolution du dollar pourrait donc être déterminée par les décisions de la Fed. Cette dernière doit désormais intégrer les récentes turbulences bancaires et la perspective d'un durcissement des conditions financières du fait de règles de crédit plus strictes et du relèvement des taux directeurs. Or, maintenant que la Fed a pratiquement indiqué une pause dans son cycle de resserrement, la divergence monétaire entre la Fed et les autres banques centrales des marchés développés devrait affaiblir le dollar

(graph. 1). L'inquiétude persistante des investisseurs devrait également conduire à un élargissement des fourchettes de négociation pour le dollar.

L'euro devrait se renforcer

La Banque centrale européenne (BCE) connaît une situation similaire à celle de la Fed, mais elle a pris de l'avance sur la voie de la normalisation de sa politique via des hausses de taux. Comme la Fed, elle a laissé entendre qu'elle souhaitait ralentir le rythme de ses relèvements. Mais les données ont remis en question cette thèse, car, si l'inflation a atteint un pic, elle ne diminue pas aussi rapidement que souhaité. Dans le même temps, le marché du travail reste très tendu.

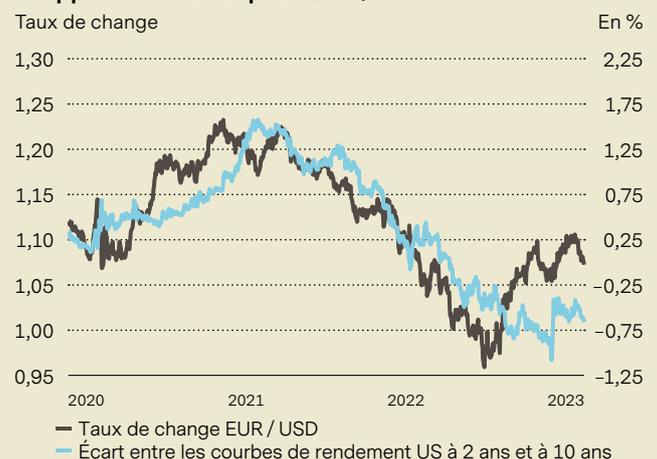
Note positive, la situation énergétique est moins tendue à court terme et, porté par l'amélioration des perspectives chinoises, le contexte de croissance mondiale devrait être favorable. Alors que le marché envisage la prochaine phase du cycle aux États-Unis, la courbe des taux devrait poursuivre sa désinversion. Cela correspond à nos perspectives économiques et à notre vision à moyen terme d'un taux de change négatif pour le dollar / positif pour la paire euro-dollar (graph. 2). Les bas niveaux de l'euro semblent être en place, mais les données peuvent être brouillées dans cet environnement. À court terme, cela devrait créer des fourchettes négociables pour l'euro.

Graph. 1 : Le dollar recule



Source : Bloomberg, Vontobel

Graph. 2 : Pentification de la courbe de rendement US et appréciation de la paire EUR / USD



Source : Bloomberg, Vontobel

Conjoncture et marchés financiers 2021 – 2024

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

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

INFLATION	2021	2022	ACTUEL²	CONSENSUS 2023	CONSENSUS 2024
Mondial (G20)	3,5	7,3	6,3	5,3	3,7
Zone euro	2,6	8,4	7,0	5,6	2,5
États-Unis	4,7	8,0	4,9	4,2	2,6
Japon	-0,3	2,5	3,5	2,6	1,5
R.-U.	2,6	9,1	10,1	6,8	2,5
Suisse	0,6	2,9	2,6	2,5	1,5
Australie	2,9	6,6	7,0	5,6	3,1
Chine	0,9	2,0	0,1	2,0	2,3

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	-0,50	2,00	3,25	3,7	3,37
USD	0,25	4,50	5,25	5,25	4,25
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,09	-0,07
GBP	0,25	3,50	4,50	4,65	4,10
CHF	-0,75	1,00	1,50	1,85	1,64
AUD	0,10	3,10	3,85	3,90	3,65
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	2,49	2,4	2,08
USD	1,5	3,9	3,74	3,46	3,29
JPY	0,1	0,4	0,40	0,63	0,68
GBP	1,0	3,7	4,12	3,55	3,23
CHF	-0,1	1,6	1,06	1,38	1,19
AUD	1,7	4,1	3,65	3,62	3,31

TAUX DE CHANGE	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS POUR LA FIN 2024
CHF / EUR	1,04	0,99	0,97	1,00	1,01
CHF / USD	0,91	0,94	0,90	0,91	0,91
CHF / 100 JPY	0,79	0,72	0,65	0,71	0,72
CHF / GBP	1,23	1,12	1,12	1,14	1,15
USD / EUR	1,14	1,06	1,08	1,11	1,12
JPY / USD	115	130	138	129	127
USD / AUD	0,73	0,67	0,66	0,70	0,71
GBP / EUR	0,84	0,88	0,87	0,89	0,89
CNY / USD	6,37	6,91	7,05	6,75	6,70

MATIÈRES PREMIÈRES	2021	2022	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	79	86	77	87,5	89
Or, USD par once troy	1829	1824	1959	1960	2000
Cuivre, USD par tonne métrique	9720	8372	8128	8800	8991

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 23 mai 2023

Remarques juridiques

Annexe à la publication et mentions légales

1. Attestation des analystes

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

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

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

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

Bases et méthodes d'évaluation

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

2. Disclaimer et mention des sources

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

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

