

100 years | Empowering
Investors

Vontobel

Investors' Outlook

Affronter les situations à risque



Mai 2024

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Averses d'avril

6 Points saillants du marché

Élections US – Incidences d'un second mandat de M. Trump pour les investisseurs

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

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

Auteurs*

Stefan Eppenberger,
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel
Frank Häusler,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Cross-Asset Strategist,
Vontobel
Christopher Koslowski,
Senior Fixed Income & 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: Juin 2024)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

30 avril 2024

Remarques

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

Affronter les situations à risque



—
Dan Scott
 Head of Vontobel Multi Asset,
 Vontobel

Chers lecteurs,

Avril nous a rappelé à quel point les portefeuilles étaient sensibles aux tensions géopolitiques. Les investisseurs savent désormais que la redoutable théorie du cygne noir pourrait bien surgir dans un contexte autre que le seul contexte macroéconomique.

Les conséquences potentielles de l'attaque lancée par l'Iran contre Israël sont inquiétantes et semblent ouvrir la perspective d'un conflit régional plus large dans lequel les États-Unis pourraient se trouver entraînés. En Ukraine la guerre se poursuit, les Russes semblent préparer une offensive pour la fin du printemps ou l'été¹. Quant aux tensions entre la Chine et Taïwan, elles préoccupent de plus en plus. Aux États-Unis, la campagne présidentielle risque également de semer la discorde.

L'indice de la peur, le VIX², a progressé cette année et illustre la sensibilité des marchés face aux tensions géopolitiques et à la fragmentation, à la hausse du pétrole et au retour des craintes inflationnistes. Cela s'est traduit par une vente massive d'actions mondiales.

Longtemps considéré comme la pierre angulaire des stratégies d'investissement diversifiées, le portefeuille traditionnel comprenant 60% d'actions et 40% d'obligations se trouve à la croisée des chemins. Les évolutions structurelles des marchés nécessitent sans doute de repenser la recherche d'une croissance à long terme tout en se protégeant de la volatilité à court terme. Comment se protéger au mieux des baisses que semble nous réserver l'avenir? Les allocations obligataires traditionnelles

doivent-elles être révisées? Pourquoi les spreads entre les crédits Investment Grade et les obligations à haut rendement ne sont-ils pas plus marqués? Peut-être reflètent-ils non seulement la bonne santé des entreprises, mais aussi les niveaux d'endettement élevés des pays du G7. Pour mieux atténuer les risques, les portefeuilles 60/40 pourraient réduire la part de la dette publique.

Dans un contexte de prix record touchant tout autant le cacao que les crypto-monnaies ou l'or, la recherche d'actifs alternatifs offrant une bonne protection relève de la gageure. Instrument de diversification, l'ajout de classes d'actifs alternatives liquides, comme les obligations catastrophes, peut aussi servir de tampon en cas de turbulences géopolitiques ou financières. Même les matières premières souvent hautement cycliques et volatiles peuvent protéger contre l'inflation et générer des bénéfices sans exposer à des risques démesurés. Depuis le début de l'année 2022, le maximum drawdown d'environ 30% de l'indice Bloomberg des matières premières n'est, en effet, pas très éloigné de celui des bons du Trésor américain à 10 ans. Il est clair que la composition traditionnelle du portefeuille d'obligations et d'actions ne conviendra pas à nos enfants.

Dans ce numéro d'Investors' Outlook, nous analysons l'élection présidentielle US à venir, nous examinons en détail les implications de l'escalade au Moyen-Orient pour les matières premières et nous présentons notre allocation d'actifs.

.....
 → **Webcast**

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

¹ Source: Institute for the Study of War, understandingwar.org/backgrounders/russian-offensive-campaign-assessment-april-26-2024

² L'indice de volatilité CBOE (VIX) reflète la volatilité implicite de l'indice S&P 500. Le VIX est calculé et publié en temps réel par le Chicago Board Options Exchange.



Frank Häusler
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Averses d'avril

La montée des tensions géopolitiques au Moyen-Orient a constitué l'une des «averses» les plus alarmantes du mois d'avril. Dans le même temps, le calendrier des réductions de taux d'intérêt par les banques centrales reste également au cœur des préoccupations.

Soutenues par les dépenses de consommation et la résilience du marché du travail, les données économiques US ont continué à dépasser les prévisions. Cela se traduit par une inflation plus tenace que prévu, ce qui devrait compliquer la tâche de la Réserve fédérale US (Fed). Les premières réductions de taux d'intérêt devraient donc sans doute intervenir plus tard qu'initialement prévu, car la Fed pourrait décider de maintenir les taux stables «aussi longtemps que nécessaire» si les pressions sur les prix persistent.

Les investisseurs continuent toutefois d'attendre le mois de juin avec impatience. L'économie de la zone euro montre des signes d'amélioration, selon les indicateurs

avancés: les industries manufacturières et les services y semblent croître, l'inflation a fortement ralenti et la production industrielle de l'Allemagne a augmenté plus que prévu. La Banque centrale européenne (BCE) pose désormais les jalons d'une première baisse des taux d'intérêt. Selon la présidente de la BCE, Christine Lagarde, dans une interview sur CNBC en avril, sauf «choc majeur», la banque centrale «se dirige vers un tournant» où elle devra modérer sa politique monétaire restrictive. D'autres membres de la BCE en conviennent également.

Le Comité d'investissement de Vontobel a décidé de réduire de neutres à sous-pondérés les titres à revenu fixe, de relever de sous-pondérés à neutres les matières premières, notamment du fait des risques géopolitiques qui pourraient se matérialiser. Nous restons globalement surpondérés sur les actions. Découvrez le détail de notre allocation d'actifs en page 5.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités		→				Les liquidités restent sous-pondérées, car sur 9 à 12 mois, les bénéfices des autres classes d'actifs devraient être supérieurs.
2 Obligations		↘				Nous réduisons les obligations Investment Grade de neutres à sous-pondérées. Nous passons donc globalement de légèrement sous-pondérés à neutres sur les titres obligataires. Notre scénario d'une croissance légèrement plus élevée tend à privilégier les classes d'actifs cycliques telles que les actions et les matières premières au détriment des titres obligataires. Les valorisations des obligations Investment Grade ne semblent pas très attrayantes et nous surpondérons les emprunts d'État ainsi que la dette des marchés émergents en devises fortes.
3 Actions				→		Les actions restent surpondérées. La Fed devrait réduire ses taux plus tard que prévu, mais de manière plus marquée que ce qu'anticipent les marchés. Les principaux indicateurs économiques mondiaux, tels que les indices des directeurs d'achat, pourraient aussi continuer à s'améliorer ces prochains mois. Malgré une inflation plus forte que prévu, nous ne voyons, en outre, pas de risque important d'une deuxième vague d'inflation. Cela devrait bénéficier aux actions. Nous restons surpondérés sur les actions US. Nous relevons les actions de la zone euro de sous-pondérées à neutres, au détriment des actions suisses, rétrogradées de surpondérées à neutres. Les actions de la zone euro nous semblent offrir une meilleure exposition cyclique que leurs homologues suisses. La BCE nous semble en outre disposer d'une plus grande marge d'assouplissement monétaire que la Banque nationale suisse (BNS). Nous restons neutres sur les actions japonaises et des marchés émergents.
4 Or				→		Nous restons légèrement positifs sur l'or, très performant depuis le début de l'année avec un rendement de près de 13% en dollars US. Malgré la hausse des rendements réels US, la vigueur du dollar US et la rhétorique agressive de la Fed, l'or multiplie en effet les records, en partie grâce à son profil de « valeur refuge ». Cela tient aussi à la solide demande de certains marchés clés, aux risques géopolitiques accrus, comme au Moyen-Orient, et à la forte demande des banques centrales, notamment celles des marchés émergents.
5 Matières premières			↗			Nous relevons les matières premières de sous-pondérées à neutres. Cela repose sur trois convictions: une réaccélération de l'économie pourrait donner un petit coup de pouce supplémentaire à cette classe d'actifs cyclique; il nous semble en outre que les marchés sous-estiment le potentiel de relance de la Chine. Enfin, les matières premières pourraient bénéficier de l'accroissement des risques géopolitiques, notamment au Moyen-Orient.
6 Stratégies alternatives			→			Nous restons neutres sur les fonds alternatifs et l'immobilier. Nous apprécions les titres liés à des assurances qui tendent à être faiblement corrélés avec les marchés financiers traditionnels, ce qui peut réduire le risque global du portefeuille.

Élections US – Incidences d'un second mandat de M. Trump pour les investisseurs

Les présidentielles américaines sont encore loin ; les électeurs de la première économie mondiale ne se rendront aux urnes que le 5 novembre 2024. Mais un rapide coup d'œil du côté des principales agences de presse financières et sur les canaux de médias sociaux révèle que la campagne électorale bat déjà son plein.



—
Stefan Eppenberger
Head Multi Asset Strategy,
Vontobel



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Joe Biden et Donald Trump se sont récemment affrontés sur la question de savoir lequel d'entre eux était le plus apte à exercer la fonction présidentielle. M. Trump, 77 ans, a qualifié M. Biden de « grossièrement incompetent »¹, tandis que M. Biden, 81 ans, interrogé sur son âge avancé, a répondu : « Un des candidats est trop vieux et mentalement inapte pour être président ... l'autre, c'est moi »².

Selon nous, il ne rime à rien d'essayer de prédire le résultat des élections avec des calculs de probabilités. Mais avec des « et si ? » et en expérimentant des théories, on peut aider l'investisseur à se faire une idée.

Cet article se penche sur M. Trump plutôt que sur M. Biden. Non pas en raison d'une quelconque tendance politique de notre part ou d'une conviction que M. Trump a de meilleures chances de l'emporter. Mais plutôt parce que selon nous, un second mandat de M. Trump aurait bien plus d'incidences sur le marché qu'une réélection de M. Biden. Une réélection de Joe Biden devrait déboucher sur un statu quo.

Pourquoi nous pensons que la possibilité d'un second mandat de M. Trump doit être pris au sérieux

Le premier mandat de M. Trump (2017 – 2021) fut marqué par la guerre commerciale avec la Chine, la sortie de l'accord sur le nucléaire iranien ou de celui de Paris sur le climat, les menaces de retrait d'alliances avec l'Organisation du traité de l'Atlantique Nord (OTAN) ou l'Organisation mondiale du commerce (OMC) par exemple, les nombreux changements de personnel, les interdictions de territoire pour certaines populations, la construction du mur à la frontière américano-mexicaine, les procédures de destitution, les dossiers top-secret volés, les allégations de fraude électorale et la prise d'assaut du Capitole par des hommes armés. D'aucuns pourraient en penser que les obstacles à un second mandat sont élevés. Cependant, les sondages indiquent actuellement une course serrée. Et sa position n'est pas trop mal non plus dans les « swing states », qui sont farouchement



disputés³. En outre, M. Trump a fini par faire mieux que ce que les sondages laissaient présager dans le passé⁴.

Qu'est-ce qui plaide en faveur de M. Trump ?

Selon nous, le maintien de la popularité de M. Trump a beaucoup à voir avec son statut d'«enfant terrible» de l'establishment et avec l'évolution de la société. Il suffit de penser à la classe moyenne⁵, qui se sent de plus en plus laissée pour compte, alors que la mondialisation a profité à de nombreuses personnes à bas revenus qui ont à leur tour accédé à la classe moyenne, ainsi qu'à des pays en développement comme la Chine durant les dernières décennies. Dans les années 1990, la classe moyenne possédait environ 37% de la richesse des ménages aux États-Unis. Au début du millénaire, ce chiffre est tombé à environ 30%. Aujourd'hui, c'est un peu moins de 26%, selon les données de la Fed.

De plus, la confiance dans les institutions se dégrade depuis des années. Selon un Sondage Gallup⁶, la confiance dans la Cour suprême était à un peu moins de 60% dans les années 1980. En 2023, elle n'était plus que de 27%. Pire encore pour la confiance dans la presse (2023: 18%) ou le Congrès (2023: 8%).

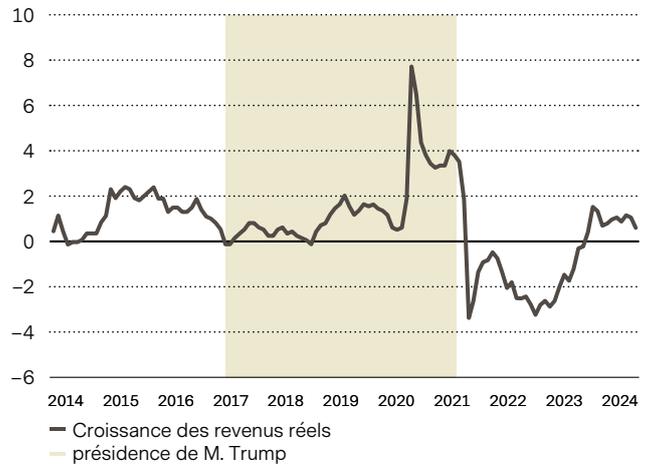
Ces développements qui couvaient depuis longtemps se sont aggravés depuis le départ de M. Trump. L'une des raisons probables est le choc inflationniste, qui a fait passer en territoire négatif la croissance des salaires réels (corrigés de l'inflation donc) de nombreux Américains début 2021 (graph. 1).

Autre atout dans la manche de M. Trump: l'impopularité de M. Biden. La cote de popularité d'un président est en général un bon indicateur de ses chances de réélection. Or, par le passé, l'opinion du public à l'égard du président dépendait surtout du bilan économique. Mais dernièrement, cette relation a changé: l'économie US est forte, le taux de chômage est à un niveau historiquement bas, et même la baisse de l'inflation (dont le terrain a été préparé avant l'entrée en fonction de M. Biden) a été significative. Et pourtant, la cote de popularité de M. Biden s'est effondrée. Alors que sa cote de popularité était de 53% début 2021, elle est désormais à environ 40%, selon le site appartenant à ABC News FiveThirtyEight⁷. Sa popularité est donc encore plus faible que celle de M. Trump lors de son premier mandat.

De nombreux Américains ne font pas confiance à M. Biden pour régler les problèmes qui leur tiennent à cœur, selon une enquête d'Ipsos⁸. À savoir les questions sociales telles que la criminalité ou l'immigration.

Graph. 1: Baisse du pouvoir d'achat de l'Américain moyen depuis le départ de M. Trump

Variation en % en glissement annuel



Source : LSEG, Vontobel ; données au 16 avril 2024.

Cette dernière a fortement augmenté depuis 2022 (en partie en raison de l'assouplissement des restrictions liées à la pandémie) et s'est intensifiée depuis. Rien qu'en décembre, les agents fédéraux ont repéré 10 000 personnes par jour franchissant la frontière sud des États-Unis, selon Bloomberg News⁹. Voilà un terrain propice à l'émergence de slogans populistes.

En outre, l'un des blocs d'électeurs les plus acquis aux démocrates semble avoir changé de cap. Selon une enquête New York Times/Siena¹⁰ réalisée en avril, le soutien de M. Trump parmi les électeurs noirs est passé à 16%. Des électeurs hispaniques ont également rejoint M. Trump. Raisons possibles: la désillusion à l'égard de M. Biden et le fait que ces groupes en particulier soient ceux des revenus réels négatifs.

Qu'est-ce qui plaide en faveur de M. Biden ?

Les statistiques sont du côté de M. Biden. Historiquement, le président américain sortant est réélu dans 67% des cas. Si le président sortant réussit à éviter une récession, cette probabilité passe à 80%. Mais si l'économie entre en récession, cela pénalise le président sortant et le taux tombe à 44% (graph. 2, page 9). Compte tenu de la vigueur du marché du travail, il semblerait à l'heure actuelle qu'une récession puisse être évitée avant les élections. Cela vaut tant pour les USA en général que pour les «swing states».

¹ Source : article de The Hill, publié le 14 septembre 2023 thehill.com/homenews/campaign/4203873-trump-biden-not-too-old-to-be-president/

² Source : article Reuters, publié le 17 mars 2024 www.reuters.com/world/us/biden-michigan-governor-whitmer-utahs-cox-joke-washingtons-gridiron-dinner-2024-03-16/

³ Les «swing states» sont des États dans lesquels il n'y a pas de préférence claire pour un candidat avant l'élection américaine. Par le passé, les «swing states» ont souvent eu une influence sur le résultat des élections. En 2024, les swing states sont l'Arizona, le Nevada, la Géorgie, le Michigan, la Pennsylvanie et le Wisconsin.

⁴ Source : article du Pew Research Center, publié le 9 novembre 2016. www.pewresearch.org/short-read/2016/11/09/why-2016-election-polls-missed-their-mark/

⁵ Nous définissons la «classe moyenne» comme l'ensemble des ménages se situant entre le 20e et le 80e centile de revenu.

⁶ Source : Sondage Gallup. news.gallup.com/poll/1597/confidence-institutions.aspx

⁷ Source : Sondage FiveThirtyEight, publié le 29 avril 2024. projects.fivethirtyeight.com/biden-approval-rating/

⁸ Source : article ABC News, publié le 10 mars 2024. abcnews.go.com/Politics/biden-trump-americans-trust-president-poll/story?id=107938351

⁹ Source : article Bloomberg News, publié le 2 avril 2024 www.bloomberg.com/features/2024-election-texas-border-migration/

¹⁰ Source : New York Times, publié le 13 avril 2024. www.nytimes.com/interactive/2024/04/14/us/elections/times-siena-poll-registered-voter-crosstabs.html

8 Points saillants du marché

Qui remportera le Congrès ?

Autre question importante: qui remportera le Congrès ? Selon nous, deux scénarios possibles: soit une « vague rouge » (bénéfices importants pour les Républicains), soit une impasse. Une « vague bleue » (bénéfices importants pour les Démocrates) semble moins probable.

Pourquoi ? Le Congrès est divisé entre le Sénat et la Chambre des représentants. Au Sénat, 28 sièges démocrates sont à renouveler cette année; 23 sièges démocrates ne sont pas à renouveler et sont donc considérés comme « sécurisés ». La situation est différente pour les Républicains: seuls 11 sièges sont à renouveler, et 38 sont considérés comme « sécurisés ». Selon les sondages¹¹ du site web politique 270toWin, les Républicains sont actuellement en tête. Dès lors, il est tout à fait possible que les Républicains gagnent des sièges et

augmentent leur influence au Sénat. Pour ce qui est de la Chambre des représentants, le résultat de l'élection sera probablement déterminant.

M. Trump aurait, selon nous, moins de contraintes que M. Biden en cas de victoire électorale: M. Biden ferait (probablement) face à un blocus en cas de victoire, M. Trump, lui, pourrait (probablement) travailler avec une majorité au Congrès.

Ce qui ne changera probablement pas, peu importe le président

Quel que soit le futur président, nous pensons que les points suivants seront maintenus.

1. Protectionnisme

Tous ceux qui espéraient un peu moins d'« America first » et plus d'ouverture commerciale sous M. Biden ont été déçus ces dernières années. On dit de M. Biden qu'il mène une politique de « protectionnisme poli »: il poste moins de tweets rageurs que son prédécesseur, mais garde toujours à l'esprit les intérêts de l'Amérique. Sous l'administration de M. Biden, de nombreux tarifs douaniers imposés par M. Trump au nom de la sécurité nationale, ainsi que des restrictions volontaires négociées avec d'autres pays, sont demeurés en place. M. Biden semble partager l'avis de M. Trump selon lequel la protection de la sidérurgie américaine est une question de sécurité nationale. D'autres mesures sont aussi considérées comme protectionnistes. Par exemple, le « Chips and Science Act » promu par M. Biden, une loi qui prévoit des milliards d'investissements dans la fabrication de semi-conducteurs, la recherche et le développement, et vise à créer davantage d'emplois nationaux dans l'industrie manufacturière.

2. Politiques contre la Chine

L'attitude américaine vis-à-vis de la Chine ne devrait pas non plus beaucoup changer. Au fil des ans, Républicains comme Démocrates ont appris qu'une politique hostile à la Chine renforçait leur électorat.

Si M. Trump se montre clairement hostile à la Chine (avec des sanctions via divers tarifs douaniers ou lorsqu'il affirmait que la Covid-19 était un « virus chinois »¹²), l'approche de M. Biden est plus subtile, mais non moins déterminée. Pour preuve, le nombre d'entreprises chinoises qui ont été placées sur la « liste des entités » dressée par les États-Unis au cours des dernières années (graph. 4, page 9)¹³.

3. Réarmement

M. Trump a à plusieurs reprises réclamé une hausse des dépenses¹⁴ militaires et l'a aussi exigée des autres États membres de l'OTAN¹⁵. En février, il a même annoncé qu'il ne soutiendrait pas les alliés de l'OTAN en cas d'urgence. M. Biden milite aussi pour une hausse des dépenses militaires. En mars 2024, il a soumis une proposition de budget pour l'année fiscale 2025 comprenant un financement discrétionnaire de 850 mia. USD pour le département de la défense (+4,1 % par rapport à 2023).

4. La question de la dette

A priori, que la dette publique ne cesse de croître n'a rien de nouveau. La dette publique, mesurée en % du produit intérieur brut (PIB), ne va que dans une seule direction depuis des années: vers le haut. Dans les années 1980, la dette nationale tournait encore autour des 30 %; aujourd'hui, elle dépasse les 120%. Ce qui pourrait bientôt poser problème, cependant, c'est le coût plus élevé du service de la dette, en raison de la hausse des taux d'intérêt. Ils n'ont jamais atteint un niveau aussi élevé depuis 40 ans.

¹¹ Source: 270toWin, publié le 17 avril 2024. www.270towin.com/2024-senate-election/

¹² Source: article de l'Université de Californie à San Francisco, publié le 18 mars 2021. www.ucsf.edu/news/2021/03/420081/trumps-chinese-virus-tweet-linked-rise-anti-asian-hashtags-twitter

¹³ La « liste d'entités », établie par le gouvernement US, liste les personnes, entreprises et organisations étrangères qui présenteraient un risque pour la sécurité nationale et qui sont soumises à des restrictions d'export et à des exigences de licences pour l'exportation de certaines technologies et de certains biens.

¹⁴ Source: article du New York Times, publié le 27 février 2017. www.nytimes.com/2017/02/27/us/politics/trump-budget-military.html

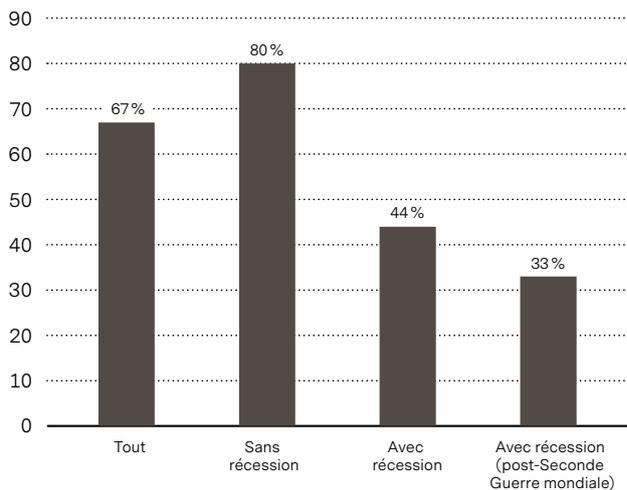
¹⁵ Source: article Reuters, publié le 11 juillet 2018. www.reuters.com/article/idUSKBN1K12BW/

Les promesses de campagne de M. Trump

Nous allons nous limiter à cinq domaines: la politique fiscale, la politique monétaire, la politique commerciale, la politique d'immigration et la politique étrangère.

Graph. 2 : L'histoire montre qu'en l'absence de récession, les chances de réélection sont favorables

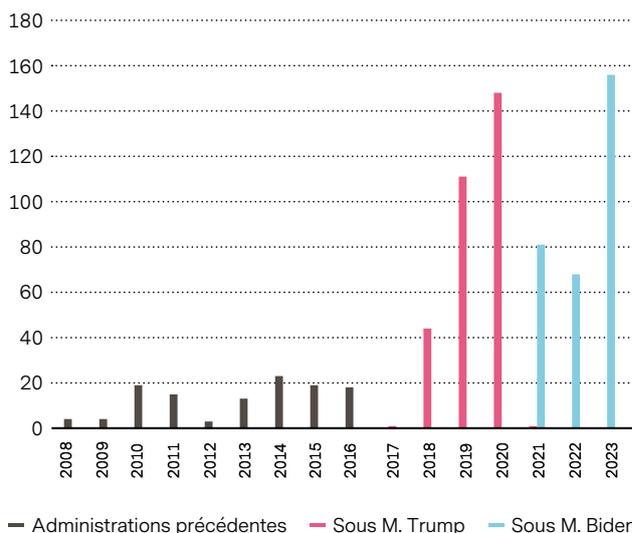
Taux de victoire du président sortant aux élections US en %



Source : BCA Research, NBER, Dave Leip's Atlas, Vontobel ; données au 16 avril 2024.

Graph. 3 : Démocrates et Républicains: politique agressive envers la Chine, empêchant l'innovation

Nombre d'entités chinoises ajoutées à la « liste des entités » sous les administrations américaines précédentes



— Administrations précédentes — Sous M. Trump — Sous M. Biden

Source : Department of Commerce, Bloomberg, Vontobel ; données au 16 avril 2024.

1. Politique fiscale

La politique fiscale de M. Trump vise avant tout à réduire les impôts. Lors de son premier mandat, il avait déjà tenté de réduire l'impôt sur les sociétés de 35 % à 15 %. En fin de compte, le taux a atteint 21 %. M. Trump et ses conseillers ont discuté de nouvelles baisses du taux d'imposition des sociétés, qui pourrait descendre jusqu'à 15%¹⁶. Les particuliers aussi peuvent espérer des baisses d'impôt sous M. Trump. Par le passé, ces baisses ont affaibli la discipline budgétaire aux USA. Le déficit budgétaire, déjà élevé, devrait continuer à se creuser. M. Trump veut faire des économies ailleurs et, entre autres, mettre fin au financement par l'État de la radiodiffusion publique. L'aide extérieure, les subventions climatiques et les investissements dans les technologies durables devraient aussi être réduits (M. Trump considère par exemple que l'expansion des voitures électriques entraînera des licenciements massifs dans l'industrie automobile US)¹⁷.

2. Politique monétaire

M. Trump a surtout pour cible le président de la Fed, M. Powell. M. Trump et M. Powell ont un passé commun mouvementé. M. Trump a nommé M. Powell (aussi républicain) à la présidence de la Fed en 2017, en saluant à l'époque sa sagesse et son expérience. Mais quand M. Powell a relevé les taux en 2018, il est tombé en disgrâce. M. Trump a qualifié M. Powell et la Fed de « nuls »¹⁸ et a demandé le renvoi de M. Powell. En 2019, M. Trump a même tweeté la question « qui est notre plus grand ennemi ? », M. Powell ou le président chinois Xi Jinping¹⁹. En 2024, M. Trump a laissé entendre que M. Powell abaisserait les taux pour aider les démocrates et assurer le second mandat de M. Biden²⁰.

De notre point de vue, un renvoi de M. Powell serait difficile. Légalement, le président ne peut révoquer un membre du Conseil de la Fed (y compris M. Powell) que pour un « motif valable ». Le mécontentement à l'égard de la politique monétaire de la Fed n'est probablement pas un argument valable. Mais M. Trump a déjà annoncé que s'il était élu président, il n'accorderait pas à M. Powell un second mandat (le mandat de quatre ans de M. Powell expire en 2026). Ensuite, même s'il peut tenter de nommer le président de la Fed de son choix, le Congrès devra donner son accord.

3. Politique commerciale

M. Trump continue de prôner une politique de « l'Amérique d'abord ». De grandes incertitudes sont donc à prévoir en matière de politique commerciale dans l'éventualité d'un second mandat de M. Trump.

Il a déjà annoncé des tarifs douaniers de 60 % sur les produits en provenance de Chine et de 10 % sur les produits en provenance d'autres pays s'il remporte l'élection. Le tarif douanier moyen actuel est de 3 %, ou de 19 % dans le cas de la Chine, selon le South China

¹⁶ Source: article Washington Post, publié le 23 septembre 2023. www.washingtonpost.com/business/2023/09/11/trump-tax-cuts-2024/

¹⁷ Source: article du Time, publié le 28 septembre 2023. time.com/6318298/why-trump-talking-about-electric-vehicles/

¹⁸ Source: article CNBC, publié le 14 août 2019. www.cnbc.com/2019/08/14/trump-hammers-clueless-jay-powell-rails-against-crazy-inverted-yield-curve.html

¹⁹ Source: article CNBC, publié le 23 août 2019. www.cnbc.com/2019/08/23/trump-tweets-who-is-our-bigger-enemy-fed-chairman-powell-or-chinese-president-xi.html

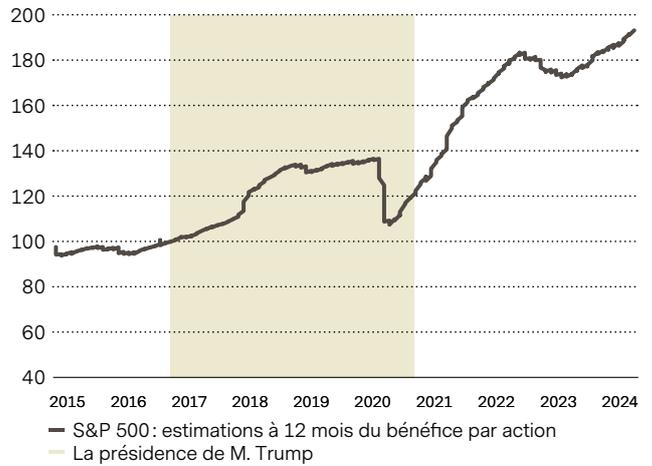
²⁰ Source: article de Fortune, publié le 2 février 2024. fortune.com/2024/02/02/donald-trump-says-political-jerome-powell-will-help-democrats-lower-interest-rates/

10 Points saillants du marché



Graph. 4 : De nouvelles baisses d'impôts stimuleraient sûrement la croissance du BPA

Indice rebasé à la date de l'élection de M. Trump (8 novembre 2016)



Source : LSEG, Vontobel ; données au 16 avril 2024.

Morning Post²¹. Si M. Trump devait faire passer cette mesure, l'Union européenne, deuxième partenaire commercial des États-Unis, serait très affectée, au même titre que la Chine.

La restriction de la détention par la Chine d'infrastructures américaines (p. ex. dans les secteurs de l'énergie, des technologies, des télécommunications et des ressources) est aussi à l'ordre du jour. Il envisage aussi d'interdire les investissements des entreprises américaines en Chine et de repenser le rôle des États-Unis au sein d'organisations importantes telles que l'OMC.

4. Politique d'immigration

Ses projets pour l'immigration semblent tout aussi déterminés. Lors d'une récente collecte de fonds, M. Trump a déploré qu'aucun ressortissant de pays « agréables » (selon la définition de M. Trump : le Danemark, la Suisse et la Norvège)²² n'immigre aux États-Unis. À la place, a-t-il dit, nous devons composer avec des personnes d'autres pays. Mais l'immigration légale et les droits à la nationalité des bébés nés en Amérique devraient aussi être mis à l'épreuve.

Un durcissement de la politique d'immigration pourrait avoir des effets négatifs sur le marché de l'emploi. La forte immigration sous M. Biden a détendu le marché de l'emploi. Le marché a souffert un certain temps d'une demande de main-d'œuvre trop élevée et d'une offre de main-d'œuvre trop faible. Une baisse de l'immigration exacerberait la pénurie de main-d'œuvre et accentuerait la pression sur les salaires (et donc l'inflation).

5. Politique étrangère

Outre la politique chinoise, les relations avec la Russie sont également à surveiller. M. Trump semble entretenir

de bonnes relations avec le président russe Vladimir Poutine. Si la déclaration de Trump selon laquelle il réglerait la guerre en Ukraine dans les 24 heures²³ est peut-être un peu ambitieuse, il pourrait influencer la guerre, par exemple en coupant l'aide financière à l'Ukraine, comme l'a affirmé le Premier ministre hongrois Viktor Orban après avoir rencontré M. Trump en mars dernier²⁴. Pour cela, il faudrait aussi convaincre un Congrès hostile à la Russie.

La politique de M. Trump en Iran devrait avoir un plus grand impact sur le prix du pétrole. Pour M. Trump, le recours aux sanctions semble être le seul moyen d'empêcher l'Iran d'enrichir de l'uranium (pour la bombe nucléaire). L'Iran est l'un des plus grands producteurs de pétrole, avec 4,4 millions de barils produits par jour. Après la sortie surprise de M. Trump de l'accord de non-prolifération « Plan d'action global commun » (PAGC) en mai 2018, le prix du pétrole a augmenté de 60 % en peu de temps. Selon les estimations, 2 à 4 millions de barils de pétrole ont disparu (au moins temporairement) du marché mondial.

Dans le reste du Moyen-Orient, M. Trump a impressionné par ses talents diplomatiques. Les accords d'Abraham (2020), conclus par son administration, ont normalisé les relations diplomatiques entre Israël et des États arabes. Les signataires – Émirats arabes unis (EAU), Bahreïn et Israël – ont réaffirmé leur volonté de renforcer la paix au Moyen-Orient. Les Émirats arabes unis et Israël ont aussi conclu un accord de paix. M. Trump a aussi entretenu de bonnes relations avec l'Arabie saoudite et l'important exportateur de gaz que représente le Qatar.

Ce qu'un Trump 2.0 impliquerait pour l'économie

Aucune certitude que M. Trump puisse obtenir une majorité au Congrès, et, les Républicains peuvent ne pas

²¹ Source: article du South China Morning Post, publié le 17 janvier 2024. www.scmp.com/news/china/diplomacy/article/3248691/us-tariffs-chinese-imports-might-increase-2024-analysts-say

²² Source: article de The Guardian, publié le 8 avril 2024. www.theguardian.com/us-news/2024/apr/08/trump-immigration-north-europe

²³ Source: Vidéo du Wall Street Journal, avec autorisation de CNN, publiée le 11 mai 2023. www.wsj.com/video/watch-trump-says-as-president-hed-settle-ukraine-war-within-24-hours/0BCA9F18-D3BF-43DA-9220-C13587EAEDF2

²⁴ Source: article Reuters, publié le 11 mars 2024. www.reuters.com/world/europe/trump-wont-give-money-ukraine-if-elected-says-hungarys-orban-2024-03-11/

être d'accord avec l'ensemble de ses propositions. Cela déterminera si (et comment) ses promesses de campagne seront mises en œuvre. Le contexte a aussi changé: certaines promesses de campagne de M. Trump se traduiraient aujourd'hui par des tensions sur le marché de l'emploi. En d'autres termes, les risques inflationnistes sont plus importants qu'ils ne l'étaient pendant le premier mandat de Donald Trump. Mais le scénario suivant nous paraît envisageable:

1. Croissance

La croissance économique pourrait profiter d'un second mandat de M. Trump. Les baisses d'impôts qu'il a prévues devraient accroître le déficit budgétaire. Cela serait synonyme d'une relance budgétaire positive. La dérégulation voulue par M. Trump pourrait aussi accroître la productivité. Pour autant que le Congrès suive M. Trump, cela devrait soutenir l'économie américaine. À plus long terme, cependant, il y aurait aussi des effets négatifs sur la croissance. La croissance démographique devrait être plus faible si l'immigration baisse. Compte tenu des incertitudes commerciales accrues, les entreprises risquent aussi de moins investir. L'augmentation des tarifs douaniers et des prix qui en découlent pourrait aussi faire baisser la consommation.

2. Inflation

Un second mandat de M. Trump serait largement réflationniste, avec un niveau de prix plus susceptible de rebondir dans le contexte d'une économie et d'une consommation privée plus fortes. Les raisons en seraient, d'une part, un déficit budgétaire vraisemblablement plus élevé et une relance positive de la demande, et, d'autre part, une immigration plus faible et le risque associé d'une autre pénurie sur le marché du travail (pression salariale plus élevée due à une offre de main-d'œuvre plus faible). Enfin, la hausse des tarifs douaniers serait aussi synonyme de hausse de l'inflation.

Un léger effet désinflationniste pourrait venir d'une baisse de l'immigration (moins d'immigrants, moins de demandes de logements, et donc moins de pression sur l'inflation des logements et des loyers).

3. Taux d'intérêt

Entre 2017 et 2018 (pendant le premier mandat d'un M. Trump qui avait le contrôle total du Congrès), les taux d'intérêt (en l'occurrence, les rendements obligataires) avaient augmenté. Si M. Trump était élu, ces taux devraient encore augmenter en raison d'une croissance économique plus forte, d'une inflation plus élevée et d'un Congrès éventuellement contrôlé par les Républicains. Mais les incertitudes liées au commerce et la politique étrangère caractérisée par une pression maximale pourraient limiter le potentiel de hausse.

4. Dollar US

Selon nous, la combinaison d'une croissance plus forte, d'une inflation plus élevée et de l'incertitude commerciale recèle des risques à la hausse pour le dollar US. Mais la réaction de la Fed serait cruciale à cet égard. Pour que le dollar s'apprécie, il faut que la banque centrale prenne des mesures contre l'inflation (c.-à-d. qu'elle augmente

les taux d'intérêt). Si ce n'est pas le cas et qu'elle assiste sans rien faire à la hausse de l'inflation, il y a de fortes chances que cela pèse sur le dollar.

Ce qu'un Trump 2.0 impliquerait pour les marchés financiers

Il faut rappeler que les classes d'actifs sont également influencées par d'autres facteurs, tels que le cycle économique mondial, qui à son tour est influencé par bien plus que le seul résultat des élections.

1. Actions

L'histoire montre que, les marchés boursiers ont souvent une évolution latérale à l'approche des élections. Peu étonnant: en effet, les campagnes électorales s'accompagnent en général d'une incertitude quant à l'évolution de la situation politique, et les investisseurs en actions n'aiment pas l'incertitude. Dès qu'un vainqueur est désigné, les marchés sont généralement à la hausse, même si le président sortant n'est pas réélu.

Une nouvelle baisse d'impôt aurait probablement un effet positif sur le bénéfice par action (graph. 4, page 10). En même temps, les investisseurs doivent se préparer à une grande volatilité sur le marché des actions (comme en 2019), en raison d'une politique plus imprévisible.

Au sein de cette classe d'actifs, ce sont les actions des marchés développés qui devraient en bénéficier le plus. Certaines actions des marchés émergents pourraient subir des vents contraires dus à la guerre commerciale.

2. Obligations

Les obligations risquent de souffrir davantage d'un second mandat de M. Trump. Même si la classe d'actifs bénéficierait ainsi d'un dollar US plus fort, la combinaison croissance plus élevée, inflation plus forte et taux d'intérêt plus élevés aurait un impact négatif.

Dans un contexte économique plus fort, les actions semblent plus attrayantes que les obligations pour les investisseurs. Une hausse de l'inflation réduit le pouvoir d'achat des flux de trésorerie futurs d'une obligation. La hausse des taux d'intérêt fait perdre de la valeur aux obligations existantes.

3. Investissements alternatifs

Si notre hypothèse réflationniste du second mandat Trump se confirme, les matières premières pourraient aussi en profiter. Une croissance économique plus forte devrait aussi profiter à la classe d'actifs cyclique. Même si l'or pourrait ainsi bénéficier temporairement d'une forte incertitude géopolitique, la hausse des taux d'intérêt et le renforcement du dollar US devraient peser sur le métal précieux (les taux d'intérêt réels et le dollar US évoluent généralement dans la direction opposée à celle de l'or).

Nouvelles réalités économiques et insaisissable « année de l'obligation »



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

2024 devait être l'année d'une croissance atone, d'une décreue de l'inflation et de baisses de taux significatives et précoces. L'évolution pointe toutefois vers une croissance régulière, des pressions inflationnistes persistantes et une approche monétaire plus graduelle. L'«année de l'obligation» n'est pas encore venue ...

De larges pans de l'économie US demeurent stables, même en contexte de durcissement monétaire. En l'absence de récession immédiate, le marché anticipe une inflation plus tenace. Dans la maîtrise de l'inflation, nous pensions que la dernière ligne droite serait plus compliquée que le marché ne l'anticipait il y a encore peu. Les données des prochains mois, notamment la date de la première baisse des taux et le nombre de baisses qui seront effectuées cette année, seront cruciales. La plupart des responsables de la Fed en envisagent deux ou trois. Il suffirait toutefois que l'inflation tarde à baisser, que les anticipations d'inflation échappent à tout contrôle ou que le marché du travail décline pour modifier fortement la situation.

Le grand changement réside dans l'ampleur des réductions de taux anticipée. Début 2024, le marché estimait à 10% la probabilité d'un taux des fonds fédéraux de 2% ou moins en fin d'année. Cela a été revu à la baisse. Le marché semble anticiper des résultats économiques favorables. Actuellement, les options évaluent à 30% la probabilité que le taux des fonds fédéraux se situe entre 4% et 5% en fin d'année, avec une probabilité plus élevée qu'il dépasse les 5% (graph. 1).

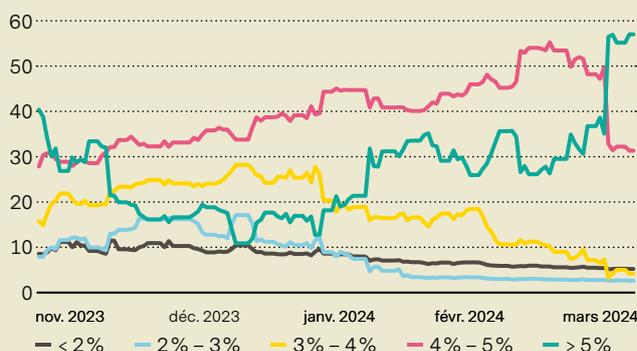
Attention au crédit

Les spreads ajustés en fonction des options par rapport aux bons du Trésor US permettent souvent de mesurer le risque de défaut. En matière de crédit, le resserrement brutal des spreads de crédit Investment Grade a considérablement réduit la marge de sécurité. Les spreads représentent désormais moins de 20% du rendement total de l'indice Bloomberg US Corporate Bond (graph. 2).

Cela nous incite à plus de vigilance dans ce segment. Dans le haut rendement, les primes de risque ont atteint 329 pb après être passées sous les 300 pb au cours du mois dernier, soit leur plancher depuis environ 3 ans. Cet environnement incertain pourrait affecter les obligations à haut rendement. Outre une politique monétaire assez restrictive, les anticipations de taux de défaut plus élevés devraient peser sur ce segment, ce qui nous incite à être attentifs à la relation asymétrique risque-récompense. L'évaluation actuelle des spreads du haut rendement US implique de très faibles taux de défaut et l'absence de tout ralentissement à court terme.

Graph. 1: Les marchés anticipent des taux d'intérêt plus élevés, plus longtemps

Probabilité implicite d'une option pour le décembre 2024 en %



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 16 avril 2024.

Graph. 2: Resserrement brutal des spreads de crédit Investment Grade

En %



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 16 avril 2024.

Les bénéfices peuvent-ils continuer à soutenir la hausse des actions ?



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

Après près de cinq mois consécutifs de performances exceptionnelles, les marchés des actions entrent dans une phase de consolidation généralisée. Pour les investisseurs, les questions sont multiples. Les bénéfices peuvent-ils continuer à soutenir les actions ? La croissance économique peut-elle résister à la hausse des rendements et défier la Fed qui prolonge son mantra « plus haut pour plus longtemps » ?

Depuis octobre, la réévaluation des valorisations constitue le principal moteur de la performance de marchés boursiers misant sur divers scénarios optimistes.

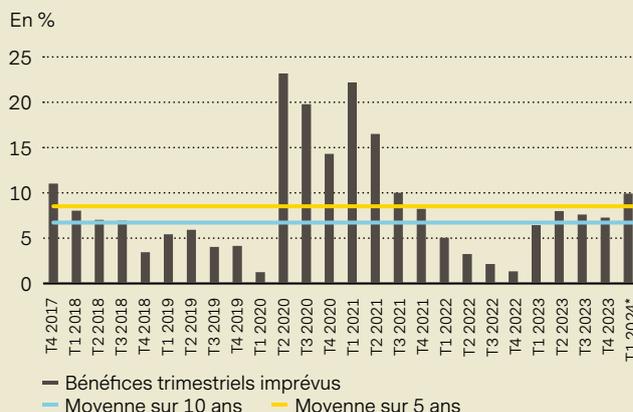
Résultat ? Aux États-Unis, l'indice S&P 500 a clôturé au-dessus de sa moyenne mobile à 50 jours pendant plus de 160 jours consécutifs, soit la plus longue série depuis la crise financière mondiale. Ce phénomène est rare depuis 1945. Cependant, l'inflation US des prix à la consommation plus élevée que prévu sur trois mois consécutifs, les dépenses de consommation US plus fortes que prévu ainsi que les tensions en Ukraine et au Moyen-Orient ont suffi à raviver les craintes d'inflation.

Le discours « plus haut pour plus longtemps » de la Fed et sa position agressive ont poussé les rendements et fait comprendre aux marchés que la baisse des taux se ferait attendre. Pour cette année, ces derniers envisageaient jusqu'à sept baisses dès le mois de mars. Leurs prévisions sont désormais passées à moins de deux, à partir du 3e trimestre au plus tôt.

Sommes-nous revenus à la situation de l'été dernier ? Sommes-nous au début d'une correction plus forte ? Nous ne le pensons pas. Vu la hausse de l'inflation et le refus de pivoter, ainsi que le sentiment extrêmement haussier des investisseurs à la fin mars, une consolidation ne serait pas surprenante. Statistiquement, on observe une moyenne de trois à quatre reculs d'environ 5% ou plus par an depuis 1920. La principale différence par rapport à l'année dernière tient à ce que la croissance se redresse au niveau mondial. Cela suggère qu'un nouveau cycle économique se profile. La saison des résultats pourrait ainsi poursuivre la série des bénéfices imprévus des derniers trimestres (graph. 1), ce dont bénéficieraient aussi les actions.

Sur ce point, et bien qu'évoluant en territoire négatif, les révisions des bénéfices mondiaux semblent avoir atteint leur niveau le plus bas et ont tendance à augmenter (graph. 2), de sorte que nous restons surpondérés sur les actions. Plus de détails en page 5.

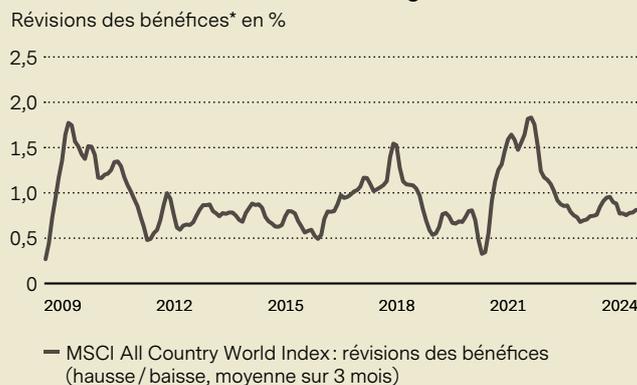
Graph. 1 : Bénéfices trimestriels imprévus de l'indice S&P 500 au cours des 8 dernières années



* La saison des rapports est en cours. Un bénéfice imprévu est une différence entre les bénéfices déclarés et les bénéfices anticipés d'une société

Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 19 avril 2024.

Graph. 2 : Bien que semblant au plus bas, les révisions mondiales des bénéfices restent négatives



* Les valeurs supérieures à 1 signifient que la majorité des sociétés de l'indice MSCI AWCI ont révisé leurs bénéfices à la hausse ; les valeurs inférieures à 1 signifient que les bénéfices ont été révisés à la baisse.

Source : LSEG, Vontobel ; données au 19 avril 2024.

Le brut grimpe, l'or brille



—
Michaela Huber
Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Le conflit Israël-Hamas domine l'actualité depuis octobre 2023. Nous avons esquissé trois scénarios possibles: celui d'un conflit limité à Israël et au Hamas; celui d'une implication du Hezbollah et celui voyant la « guerre de l'ombre » entre Israël et l'Iran dégénérer en un conflit plus direct. Ce troisième scénario est devenu réalité à la mi-avril, lorsque l'Iran a envoyé des drones et des missiles contre Israël en réponse à une attaque israélienne (mais non revendiquée) contre son consulat en Syrie.

Cette nouvelle escalade a temporairement poussé le pétrole au-dessus de 90 dollars US le baril (graph. 1). Beaucoup dépend désormais de l'évolution du conflit. En l'absence d'escalade supplémentaire, les facteurs les plus importants (offre, demande, etc.) reviendront sur le devant de la scène. Mais l'attention géopolitique plus marquée des marchés en général pourrait perdurer. Une escalade pourrait entraîner une hausse des prix du pétrole (voire un choc pétrolier). En cas de choc, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et ses alliés (OPEP+) pourraient activer leur capacité de production de réserve d'environ 5 millions de barils par jour.

À l'heure où nous écrivons, nombre d'acteurs tentent de désamorcer la situation. Le président US Joe Biden soutient le Premier ministre israélien Benjamin Netanyahu, mais il a mis en garde contre des représailles israéliennes. En cas de riposte israélienne, les États-Unis n'y participeraient très probablement pas¹. L'Arabie Saoudite a, elle, appelé toutes les parties à faire preuve de la plus grande retenue².

La géopolitique n'est pas le seul facteur de la dernière flambée de l'or. Malgré la hausse des rendements réels US et la vigueur du dollar US (qui affectent généralement l'or), le métal jaune enchaîne les sommets. Cela tient en partie à la forte demande des banques centrales des marchés émergents (les achats d'or de la Chine et de l'Inde ont été soutenus).

Mais il est aussi possible que le marché sache quelque chose que nous ignorons. Qu'entendons-nous par-là ? L'analyse des récentes performances de l'or et du bitcoin met en évidence des liens étroits entre ces deux actifs: une variation de 1% de l'or équivaut en effet à une variation d'environ 5% du bitcoin. C'est surprenant, car ces deux actifs sont généralement considérés comme des « concurrents ». Il se pourraient ainsi que, de plus en plus préoccupés par l'énorme quantité de liquidités présente dans le système (graph. 2), les marchés privilégient des réserves de valeur alternatives.

¹ Source: Article de CNN, publié le 14 avril 2024. edition.cnn.com/2024/04/14/politics/biden-netanyahu-israel-iran-response/index.html

² Source: Article de Al Arabiya, publié le 14 avril 2024. english.alarabiya.net/News/saudi-arabia/2024/04/14/saudi-arabia-expresses-deep-concern-over-military-escalations-in-the-region

Graph. 1 : La situation au Moyen-Orient détermine le cours du pétrole

Dollars US par baril



— Prix du pétrole brut Brent
— Risque géopolitique élevé en Israël

Remarque : l'indice de risque géopolitique se fonde sur le document de travail « Measuring Geopolitical Risk » (Caldara, Dario et Matteo Iacoviello), Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale US, 2017. En blanc, les périodes où l'indice de risque géopolitique d'Israël était supérieur à 1.

Source : LSEG, Vontobel ; données au 19 avril 2024.

Graph. 2 : L'or profite-t-il d'un soutien (secret) des liquidités ?

USD par once

Milliers de milliards USD



— Or (échelle de gauche)
— Liquidités nettes US (réserves bancaires, échelle de droite)

Source : LSEG, Vontobel ; données au 19 avril 2024.

Le dollar US bénéficie des revirements sur la baisse des taux



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

Le début d'année 2024 a frustré les baissiers du dollar US. Jusqu'à présent, soutenu par les attentes du marché, qui sont passées jusqu'à sept baisses de taux de la Fed à moins de 2, l'indice du dollar US a augmenté d'env. 5% (graph. 1). Une nouvelle aversion au risque se propage en outre sur les marchés, ce qui accentue la hausse du dollar US.

Mais le potentiel de gains supplémentaires est probablement limité. Si les informations à venir suggéraient que la Fed ne retardera sa première baisse de taux que de quelques mois et qu'elle en effectuera plusieurs cette année et l'année prochaine, les baissiers du dollar pourraient bientôt reprendre le dessus.

En revanche, s'il apparaît que la Fed ne baissera pas ses taux cette année, ou qu'un nouveau resserrement est encore nécessaire, la récente hausse du dollar se poursuivra probablement. Cette évolution soulignerait la tendance à l'appréciation du dollar face aux signaux monétaires de la Fed.

Un soutien géopolitique de courte durée pour le franc suisse

Bien que de nouvelles tensions géopolitiques aient soutenu le franc suisse, les fondamentaux sous-jacents restent inchangés : la Banque nationale suisse (BNS) est confrontée à un risque important d'assouplissement susceptible d'affaiblir le franc.

Malgré des données plus faibles sur l'inflation des prix à la consommation en Suisse, les marchés anticipent toujours un cycle de baisse limité de la BNS, avec seulement deux réductions supplémentaires prévues pour cette année, pour ramener le taux directeur à 1% (graph. 2). Le ralentissement inattendu de l'inflation suisse a renforcé la décision d'une baisse de taux de la BNS le mois dernier. Première des banques centrales du G10 à baisser son taux directeur depuis la flambée inflationniste mondiale, la BNS a surpris.

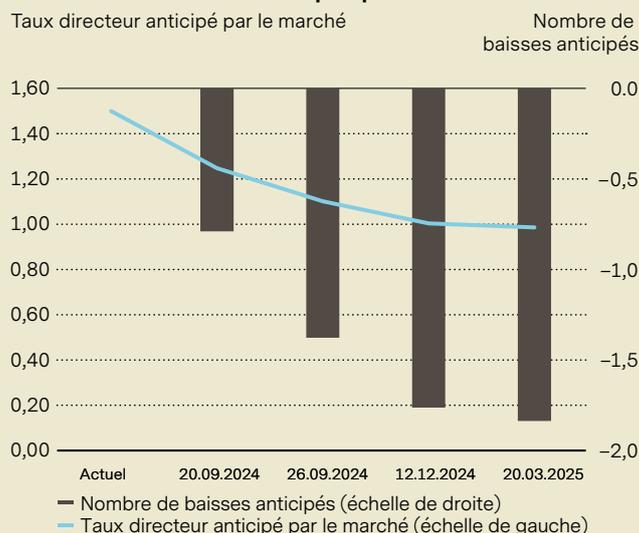
En mars, les prix à la consommation n'ont augmenté que de 1% (au lieu de la hausse prévue de 1,3%) en glissement annuel, soit la plus faible augmentation en deux ans et demi. Le recul généralisé de l'inflation indique que les pressions inflationnistes s'atténuent plus rapidement que prévu en Suisse. Le président sortant de la BNS, Thomas Jordan, estime qu'il y a « très peu de risque » que l'inflation dépasse la limite supérieure de 2% de l'objectif de la banque centrale. La BNS avait initialement anticipé une légère accélération de l'inflation au cours des 2^e et 3^e trimestres, du fait, notamment, de l'augmentation attendue des loyers.

Graph. 1 : L'indice du dollar bondit de 5% sur fond d'évolution des anticipations concernant la Fed



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 16 mars 2024.

Graph. 2 : Taux directeur de la BNS et nombre de revirements / baisses anticipés par le marché



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 16 mars 2024.

Conjoncture et marchés financiers 2022 – 2025

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 2022 à 2023, ainsi que les prévisions du consensus pour 2024 et 2025.

PIB (EN%)	2022	2023	ACTUEL¹	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Mondial (G20)	2,9	3,0	3,2	2,6	2,6
Zone euro	3,4	0,4	0,1	0,5	1,4
États-Unis	1,9	2,5	3,1	2,4	1,7
Japon	1,0	1,9	1,2	0,7	1,1
R.-U.	4,5	0,3	-0,2	0,3	1,2
Suisse	2,7	0,7	0,6	1,2	1,5
Australie	3,8	1,9	2,1	1,4	2,2
Chine	3,0	5,2	5,3	4,7	4,4

INFLATION	2022	2023	ACTUEL²	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Mondial (G20)	7,5	4,4	3,6	5,1	3,2
Zone euro	8,4	5,5	2,4	2,3	2,1
États-Unis	8,0	4,1	3,5	3,0	2,4
Japon	2,5	3,3	2,7	2,3	1,8
R.-U.	9,1	7,3	3,2	2,4	2,2
Suisse	2,8	2,2	1,0	1,3	1,2
Australie	6,6	5,7	4,1	3,3	2,8
Chine	2,0	0,2	0,1	0,7	1,6

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	2,50	4,50	4,50	3,55	2,70
USD	4,50	5,50	5,50	5,00	4,00
JPY	-0,10	-0,10	0,10	0,20	0,20
GBP	3,50	5,25	5,25	4,70	3,60
CHF	1,00	1,75	1,50	1,11	0,98
AUD	3,10	4,35	4,35	4,20	3,50
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	n.a.

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR (Allemagne)	2,6	2,0	2,50	2,21	2,16
USD	3,9	3,9	4,60	3,96	3,76
JPY	0,4	0,6	0,85	0,91	1,06
GBP	3,7	3,5	4,26	3,68	3,46
CHF	1,6	0,7	0,77	0,70	0,80
AUD	4,1	4,0	4,26	3,95	3,78

TAUX DE CHANGE	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
CHF / EUR	0,99	0,93	0,97	0,99	1,01
CHF / USD	0,94	0,84	0,91	0,91	0,90
CHF / 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,63	0,67
CHF / GBP	1,12	1,07	1,13	1,15	1,17
USD / EUR	1,06	1,10	1,07	1,09	1,12
JPY / USD	130,00	141,00	155,00	145,00	135,00
USD / AUD	0,67	0,68	0,64	0,67	0,70
GBP / EUR	0,88	0,87	0,86	0,86	0,86
CNY / USD	6,91	7,10	7,24	7,20	7,00

MATIÈRES PREMIÈRES	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	86	77	86	84	81
Or, USD par once troy	1824	2 063	2 377	2 106	2 125
Cuivre, USD par tonne métrique	8 372	8 559	9 735	8 914	9 275

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 19 avril 2024

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.

Disclaimer pour le chapitre Market Highlights, «Élections US - Incidences d'un second mandat de M. Trump pour les investisseurs», pages 6 – 11

Le présent document marketing a été élaboré par une ou plusieurs sociétés du Groupe Vontobel (collectivement appelées «Vontobel») pour les clients privés et institutionnels. Les points de vue et les opinions contenus dans ce document sont ceux des personnes mentionnées ci-dessus et ne reflètent pas les opinions de Vontobel Asset Management SA ou du Groupe Vontobel dans son ensemble. Les points de vue peuvent évoluer à tout moment et sans préavis.

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information et son contenu ne constitue en aucun cas une sollicitation, offre ou recommandation d'achat ou de vente d'instruments de placement, de réalisation de transactions ou de conclusion d'actes juridiques, de quelque nature qu'ils soient.

La performance passée ne constitue pas un indicateur fiable de la performance actuelle ou future. Le rendement peut baisser ou augmenter, par exemple en raison des fluctuations des taux de change entre les devises. La valeur des sommes investies peut augmenter ou diminuer et rien ne garantit que le capital investi par vos soins pourra être remboursé en totalité ou partiellement.

Bien que Vontobel soit d'avis que les informations figurant dans le présent document s'appuient sur des sources fiables, Vontobel décline toute responsabilité quant à la qualité, l'exactitude, l'actualité et l'exhaustivité desdites informations.

Sauf autorisation émanant des lois de droits d'auteur, aucune de ces informations ne pourra être reproduite, adaptée, téléchargée pour une tierce partie, reliée, mise en exergue, publiée, distribuée ou transmise sous quelque forme que ce soit par quelque processus que ce soit sans le consentement écrit spécifique de Vontobel. Dans toute la mesure permise par la législation applicable, Vontobel décline toute responsabilité résultant de toute perte ou de tout dommage que vous encourez, occasionné(e) par l'utilisation ou l'accès aux présentes informations, ou de son incapacité à fournir les présentes informations. Notre responsabilité pour négligence, violation contractuelle ou contravention à la loi résultant de notre incapacité à fournir les présentes informations dans leur intégralité ou en partie, ou pour tout problème posé par ces informations, qui ne peut être licitement exclu, se limite à vous retransmettre les présentes informations en intégralité ou en partie ou à procéder au paiement pour assurer une telle retransmission, à notre gré et dans la mesure autorisée par la loi en vigueur. Nul exemplaire du présent document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être distribués dans quelque juridiction que ce soit, dans laquelle sa distribution est limitée par la loi. Les personnes recevant le présent document doivent être conscientes de ces restrictions et les accepter. Ce document en particulier ne doit être ni distribué ni remis à des personnes américaines ni être distribué aux États-Unis.

Ce message ne constitue ni un conseil ou une recommandation d'investissement ni une sollicitation de quelque nature que ce soit. La présente communication à caractère promotionnel est émise par Vontobel (Hong Kong) Limited et Vontobel Limited, qui sont agréées par la Securities and Futures Commission de Hong Kong. La présente communication à caractère promotionnel n'a pas été examinée par la Securities and Futures Commission.

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

