

RECHERCHE

QUARTERLY INSIGHT

1er trimestre 2023





© Collection privée CBH Compagnie Bancaire Helvétique
Photo: P. Bitz

Table des matières

De la contraction à la reprise	1
Perspectives macroéconomiques	2
Allocation d'actifs	4
Actions	4
Taux	5
Crédit	6
Forex	6
Allocation d'actifs détaillée	8

De la contraction à la reprise

Les investisseurs se souviendront de 2022 comme de l'année qui a présenté une série de « premières fois » et de « pires fois ». L'inflation a été au premier plan. L'économie mondiale n'avait pas connu un tel choc inflationniste depuis les années 80. La Fed, après s'être manifestement trompée dans sa vision transitoire de l'inflation qu'elle a provoquée par l'injection excessive de liquidités pendant la pandémie, s'est lancée dans un cycle de resserrement monétaire des plus rapides et des plus agressifs jamais constaté depuis des décennies, en espérant contrôler l'augmentation des prix.

À mesure que le dollar se renforçait, les biens et services ailleurs devenaient plus chers, ajoutant ainsi des pressions de resserrement des banques centrales. On se souviendra de 2022 comme d'une « annus horribilis » pour les investisseurs multi-actifs, les portefeuilles ayant traversé une tempête parfaite créée par la combinaison d'un choc inflationniste, d'une guerre, d'une crise énergétique et du resserrement mondial des conditions financières. Presque toutes les classes d'actifs ont chuté sans offrir le moindre havre de paix. Les actions et les obligations ont connu leur plus forte baisse combinée jamais enregistrée, perdant environ 20% jusqu'au point bas. 2023 sera-t-il du même millésime ou le pendule va-t-il basculer ?

2022 nous a rappelé que les prévisions économiques sont un art pour le moins difficile, et 2023 ne déroge pas à la règle. Les forces désinflationnistes attendues en 2023 permettront probablement aux banques centrales de réduire les hausses de taux dans un premier temps, puis de les interrompre en second lieu, d'abord aux États-Unis et plus tard en Europe. Le ralentissement de la croissance devrait s'aggraver aux États-Unis pendant une partie de 2023, car le cycle de resserrement de la Fed (dû à la fois aux hausses de taux et au resserrement quantitatif) a probablement été suffisamment matériel pour provoquer une contraction économique. La récession pourrait avoir lieu plus tôt dans la zone euro en raison du cocktail toxique de conditions financières strictes couplées au choc énergétique. Le bon côté des choses, c'est que les marchés anticipent généralement les cycles économiques. Ainsi les investisseurs pourraient commencer à se concentrer sur une reprise attendue en 2024. Nous nous attendons donc à ce que les marchés passent d'un mode de contraction à une reprise au courant des prochains mois. 2023 pourrait finalement offrir des opportunités attrayantes pour les investisseurs multi-actifs.

Alors que nous nous dirigeons probablement d'abord vers une récession en Europe et plus tard aux États-Unis, nous maintenons notre positionnement défensif à l'aube de la nouvelle année. Cela commence par la classe obligataire, qui offre désormais une véritable valeur en portefeuille pour la première fois depuis de nombreuses années. Nous nous attendons également à ce que les obligations offrent davantage de qualités en matière de diversification. Toute nouvelle baisse des actions pourrait être partiellement amortie par une baisse des rendements obligataires, qui tireront mécaniquement les prix à la hausse. Les bons du Trésor américain à durée courte constituent une alternative intéressante aux liquidités, et les obligations d'entreprises « Investment Grade » offrent des rendements plus élevés en fonction des échéances. En ce qui concerne les actions, nous restons sous-pondérés sur les marchés développés (MD) et neutre concernant les marchés émergents (ME). Cependant, malgré cette prudence avérée, nous restons tactiquement exposés à des thèmes spécifiques tels que la biotechnologie et les industrielles américaines. À mesure que 2023 s'écoulera, notre approche restera dynamique, avec des offensives tactiques sur les différentes classes d'actifs.

Convictions

L'inflation américaine baisse et les taux de la Fed atteindront leur sommet

Récession en Europe d'abord, puis aux États-Unis

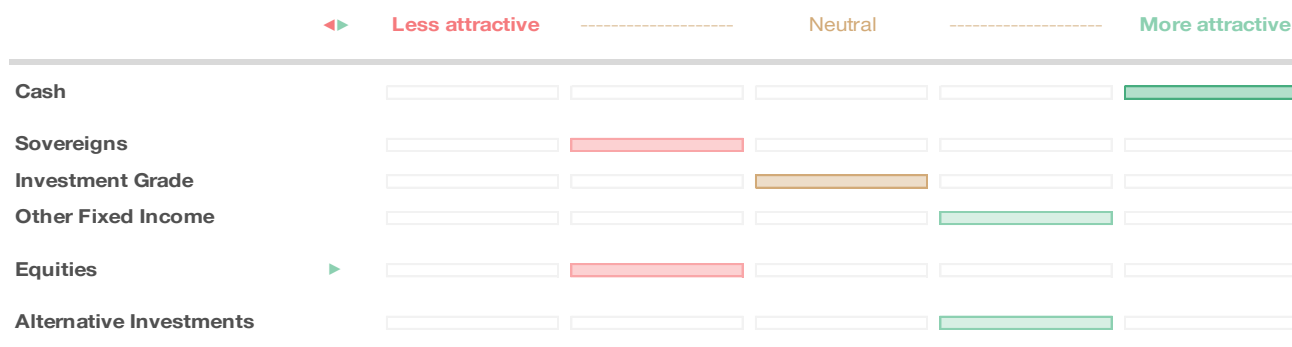
La Chine connaîtra une reprise

Le rendement américain à 10 ans atteint son sommet cyclique

Le dollar américain atteint un sommet et commence à s'affaiblir

Les spreads de crédit DM « High Yield » s'élargissent

Baisse des bénéfices en 2023 aux États-Unis et en Europe



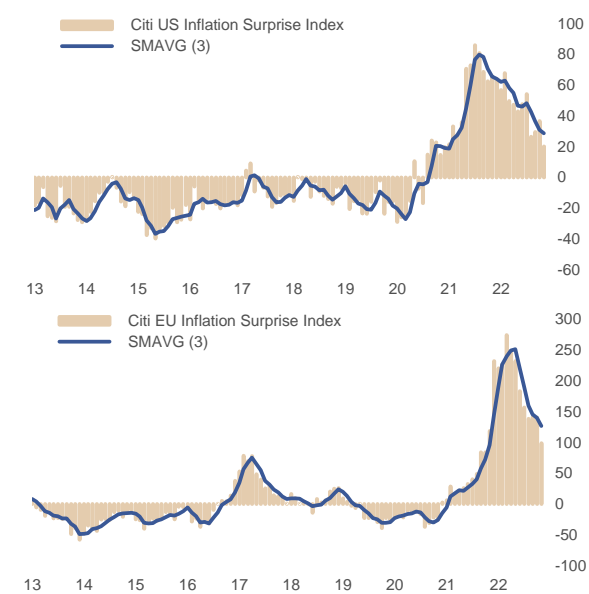
◀▶ Indicate the last change. Number of triangles indicates the movement amplitude

Perspectives macro-économiques

D'après nous, la Fed est sur le point de gagner sa bataille contre l'inflation. L'inflation globale aux États-Unis a probablement atteint son sommet en juin 2022 grâce à l'assouplissement des goulots d'étranglement des chaînes d'approvisionnement et à la baisse des prix des produits de base. L'inflation sous-jacente, plus importante afin d'évaluer la fonction de réaction de la Fed, est une autre histoire. Ses principaux contributeurs sont la croissance des salaires et l'inflation des loyers, qui mettent plus de temps à ralentir. Cela dit, des signaux forts indiquent que les deux composantes devraient également ralentir au cours des prochains mois. Les coûts de logement finiront par refléter le ralentissement marqué du marché immobilier et devraient mécaniquement décélérer. Les indicateurs avancés du marché du travail marquent un ralentissement de la demande de main-d'œuvre. Nous nous attendons donc à ce que le taux de chômage augmente en 2023. La question clé est de savoir à quelle vitesse et à quel niveau le taux de chômage augmentera, car la durée et l'ampleur de la récession à venir en dépendront.

Compte tenu de nos perspectives d'inflation, la Fed devrait mettre fin à son cycle de hausses de taux durant le deuxième trimestre 2023. Le pic de resserrement devrait marquer le tournant pour les rendements américains et le dollar américain, et sera au cœur de notre allocation d'actifs en 2023. Nous nous attendons à ce que les rendements américains à 10 ans et l'indice dollar continuent leur escalade vers le sommet avant de pouvoir reculer plus franchement durant le premier semestre 2023. La détermination d'un calendrier exact est une tâche trop hasardeuse. Ainsi un positionnement agile et réactif constituera la clé de voûte de la gestion de portefeuille de 2023.

Surprises inflationnistes aux États-Unis et dans la zone euro



La décision de la Fed de reprendre le contrôle de l'inflation mènera probablement vers une contraction économique. Nous nous attendons à ce que l'économie américaine entre en récession vers le milieu de l'année, à mesure que le resserrement des conditions financières commence à se faire sentir et que le taux de chômage augmente. Jamais une récession n'a été aussi largement prédite par les experts. Aussi tentant que cela puisse être d'adopter un point de vue à contre-courant lorsque le consensus est si homogène, nos nombreux indicateurs économiques avancés ne laissent que peu de place à une telle approche.

En outre, toutes les courbes de rendement sont maintenant inversées. Cela constitue un signal historiquement fiable de récession dans les 8-12 mois à venir. Cela est précurseur d'un resserrement de la disponibilité du crédit, ce qui conduit généralement à un ralentissement de la croissance.

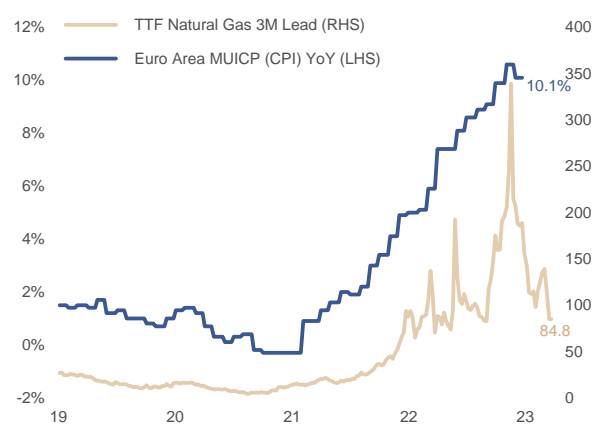
La réponse ultérieure de la Fed dépendra de la gravité du ralentissement, mais les marchés anticipent déjà des baisses de taux dès le troisième trimestre 2023. L'histoire montre que les fonds fédéraux stationnent à des niveaux record pendant une moyenne de 8 mois depuis 1988, allant de 4 mois en 1989 à 15 mois de 2006 à 2007. Ainsi, si la Fed devrait avoir fini son resserrement durant le premier semestre 2023, une déduction précise de la date de début du cycle d'assouplissement est impossible. Le tableau inflationniste actuel est très différent des autres cycles et la Fed devrait opérer une pause plus longue avant un changement de cap, et ainsi maintenir une politique restrictive pour l'ensemble de 2023. Les responsables de la Fed ont même indiqué qu'ils prévoyaient de maintenir les taux élevés jusqu'à ce qu'ils soient convaincus que l'inflation se dirige vers leur objectif cible de 2%. À notre avis, la Fed ne pivotera efficacement qu'après plusieurs rapports négatifs sur l'emploi, c'est-à-dire à un moment où l'économie sera déjà en position marquée de faiblesse. Il est important de noter que, comme le marché anticipera probablement le pivot de la Fed (comme il l'a fait à plusieurs reprises durant le deuxième semestre 2022), il est possible que la transition vers un régime de reprise se produise avant la fin de 2023, ce qui pousserait à nouveau à la hausse les actifs cycliques tels que les actions et les obligations à hauts rendements.

Le contexte macroéconomique semble (encore) plus sombre en Europe. Premièrement, le rebond de la croissance post-pandémique a été plus faible en Europe, et le cycle inflationniste est exacerbé par la guerre et la crise énergétique qui en découle. Deuxièmement, la BCE a été en retard dans son travail de resserrement et s'est également lancée dans un cycle très agressif afin de mater l'hydre inflationniste. Les dépenses de consommation devraient faiblir au cours des prochains trimestres, car la confiance des ménages s'est effondrée compte tenu des

niveaux élevés d'inflation (deux chiffres dans certains pays) et de la baisse du revenu disponible. Les fortes incertitudes et le resserrement rapide des conditions de financement conduiront probablement les entreprises à réduire leurs embauches et leurs investissements au premier semestre 2023. Alors que l'IPC global a peut-être atteint un sommet lorsque les prix de l'énergie ont baissé par rapport au pic estival, l'inflation sous-jacente n'a peut-être pas atteint son sommet cyclique. En effet, les mesures budgétaires liées à la pandémie devraient affecter l'économie réelle en 2023 et 2024, et l'IPC de base accuse en moyenne un retard de 6 mois par rapport à l'IPC de base américain. De plus, le marché du travail est plus rigide en Europe continentale et pourrait prendre plus de temps à se refroidir. Cela explique probablement pourquoi Christine Lagarde a réaffirmé la position très belluciste de la BCE lors de la réunion de décembre et a averti que ce n'était pas encore le moment d'envisager un relâchement. La BCE prévoit un IPC de base de 4,2% en décembre 2023, et le marché évalue actuellement le taux directeur de la BCE à environ 3,5% seulement. La BCE a encore un long chemin à parcourir et pourrait resserrer jusqu'au quatrième trimestre 2023 pour atteindre 4% et plus, en fonction de la trajectoire de l'IPC de base.

Les prévisions précédentes sur l'ampleur du choc énergétique européen se sont avérées trop pessimistes, les évolutions ayant été plus favorables qu'initialement craintes. Les niveaux de stockage de gaz naturel ont atteint rapidement plus de 90%, à temps pour la saison de chauffage, car le GNL alternatif a afflué en Europe. Par coïncidence, une demande plus faible de la Chine et un temps doux ont apporté un certain soulagement. Par conséquent, le rationnement du gaz naturel n'est probablement plus nécessaire pour passer l'hiver. Les industries ont quelque peu réduit leur dépendance à l'égard du gaz naturel coûteux, ce qui n'a eu qu'une faible incidence sur la production (à l'exception des produits énergivores). Les campagnes visant à inciter les ménages à réduire leur consommation de gaz semblent également commencer à porter leurs fruits.

IPC global de la zone euro vs gaz naturel



Enfin, les gouvernements sont intervenus pour protéger partiellement les ménages avec des mesures fiscales généreuses pour limiter l'augmentation des factures de gaz et d'électricité. Cela dit, même si la phase aiguë du choc énergétique semble plus ou moins sous contrôle, la facture énergétique restera probablement plus élevée que par le passé pour les années à venir et pèsera sur la croissance.

En Chine, à la suite de la réunion du Politburo de décembre, le Conseil des Affaires d'Etat a publié des mesures en 10 points pour assouplir davantage les restrictions liées au COVID, ce qui, à notre avis, marque le début du processus de réouverture tant attendu de la Chine. À mesure que la situation liée au COVID-19 se stabilise et que l'économie se rouvre, il est probable d'assister à une forte reprise de la consommation en raison d'une demande longtemps refoulée. La croissance du PIB de la Chine devrait passer de 3,2% à 4,9% en 2023, et la poursuite de l'élan devrait permettre à la croissance de se prolonger jusqu'en 2024. En décembre, la Banque populaire de Chine (PBoC) a réduit le ratio de réserves obligatoires de 25 points de base et injecté 500 milliards de RMB sur le marché. Nous nous attendons à ce que le gouvernement chinois continue de fournir un soutien politique avec plus d'assouplissement monétaire durant le premier semestre 2023. En outre, ce, afin de soutenir, voire de relancer le marché immobilier, la PBoC a également accordé 200 milliards de RMB de prêts sans intérêt aux banques commerciales chinoises pour l'achèvement de projets de logement bloqués. Les banques ont donc offert des lignes de crédit de 2 milliards de RMB aux promoteurs immobiliers. La stabilisation du secteur du logement devrait donc favoriser l'activité de construction et ainsi, stimuler une demande plus large des consommateurs via un effet de richesse.

Principaux risques pesant sur nos perspectives

L'IPC de base américaine est plus stable que prévu et la Fed continue de resserrer les taux au-dessus de 5% plus longtemps

Le chômage américain dépasse les 5% et fait basculer l'économie vers une grave récession

Les cas de Covid en Chine augmentent à nouveau et le gouvernement abandonne ses plans d'assouplissement des restrictions et de réouverture(s)

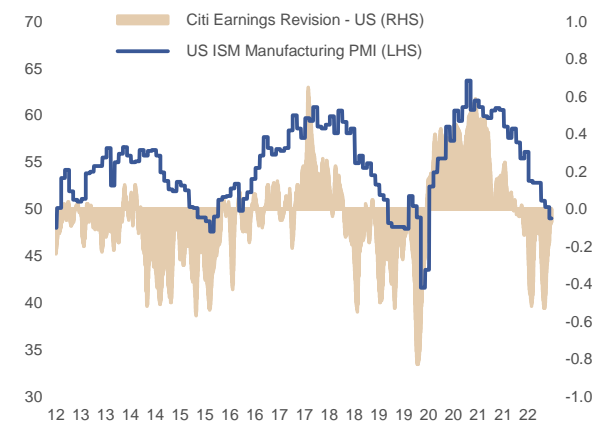
La guerre en Ukraine s'intensifie et les menaces d'utilisation d'armes nucléaires tactiques par la Russie s'intensifient

Allocation d'Actifs

Actions

Le S&P 500 a touché son point haut début 2022 et est en baisse de plus de 20% depuis. Le marché boursier s'est effondré à la suite du choc inflationniste et de la réaction de la Fed qui a entraîné une flambée des taux nominaux et réels. Bien qu'une partie de la baisse de cette année puisse également être attribuable au fait que le marché commence à intégrer les risques de récession, les investisseurs restent trop optimistes et envisagent toujours un atterrissage en douceur sans recul des bénéfices, ce qui constitue un contraste frappant avec nos perspectives macroéconomiques. Les indicateurs économiques avancés indiquent une baisse de la croissance des bénéfices en 2023, et nous pensons que les bénéfices risquent d'être en difficulté face au resserrement des conditions financières et à l'affaiblissement des fondamentaux. Ceci entraînera probablement de nouvelles dégradations et pèsera sur le sentiment et les flux. Les prévisions que les entreprises feront début 2023 pourraient être la source d'additionnelles révisions négatives bénéficiaires.

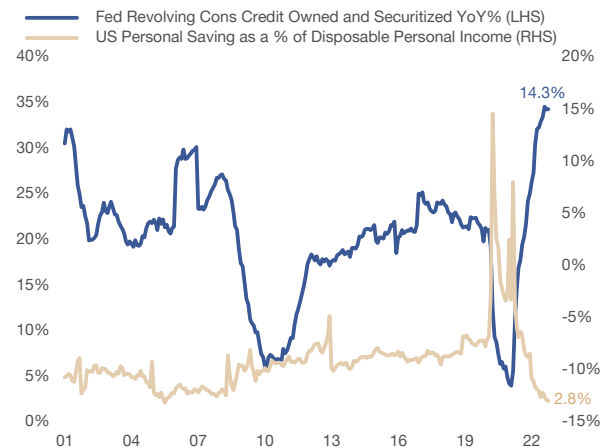
Révision des bénéfices américains par rapport à l'indice PMI manufacturier ISM



Selon nous, les rebonds ayant eu lieu au sein du marché baissier au deuxième semestre 2022 reposent sur l'espoir d'un atterrissage en douceur et sur le fait que les bénéfices resteront résilients malgré un évident ralentissement. Cependant, au cours des 100 dernières années, jamais un nouveau marché haussier cyclique n'a commencé avant qu'une récession n'ait eu lieu. En effet, les marchés boursiers atteignent généralement un creux lorsque l'économie est à peu près à mi-chemin d'une récession. Les consommateurs sont frappés par un effet de richesse négatif lié à la baisse de valeur des actifs financiers et à la hausse du coût de logement, à un moment où le taux d'épargne est à son plus bas niveau en 17 ans et où l'endettement des ménages est déjà supérieur au revenu disponible. L'utilisation des cartes de crédit par les consommateurs est un autre indicateur inquiétant de la véritable force du consommateur américain. Par conséquent, selon nous, le marché boursier

pourrait revenir sur les creux précédents au cours des prochains mois avant de commencer à se redresser plus tard dans l'année.

Taux d'épargne vs crédit à la consommation



L'analyse technique envoie un message plus mitigé. Bien que le reflux récent sur les principales résistances confirme que la tendance baissière reste en place, des signaux haussiers découlent de certains indicateurs d'ampleur et de sentiment. Bien qu'il ne s'agisse pas d'un outil de synchronisation du marché, la décote de valorisation la plus rapide depuis des décennies sur certains indicateurs a rendu les actions mondiales beaucoup plus attrayantes à long terme.

À l'aube de la nouvelle année, notre positionnement sur les actions demeure prudent, et nous maintenons donc une légère sous-pondération de la classe d'actifs. Nous sous-pondérons les marchés développés, sommes neutres vis-à-vis des marchés émergents et surpondérons le compartiment opportuniste. En effet, malgré nos perspectives prudentes pour le premier trimestre 2023, notre stratégie de gestion de portefeuille opportuniste nous permet d'identifier des niches attrayantes, et nous avons récemment initié une exposition sur les secteurs industriels et les biotechnologies américaines.

Dans le spectre des marchés développés, nous privilégions toujours la qualité des actions américaines, en particulier les secteurs défensifs tels que les produits de base, la santé et les « dividend aristocrats ». À notre avis, les actions de sociétés ayant des bilans solides et des flux de trésorerie sains et peu cycliques offriront aux investisseurs une plus grande résilience de portefeuille. La méfiance est également de mise à l'égard des sociétés technologiques et de croissance de grande capitalisation (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Tesla) malgré de fortes décotes. La transition de leadership sur le marché boursier américain persistera pendant un certain temps. Les actions d'Europe continentale auront une récession à négocier avant les États-Unis et les risques géopolitiques extrêmes resteront de mise. Bien que les actions de la

zone euro n'aient jamais été aussi attrayantes par rapport aux actions américaines, les incertitudes restent élevées et nous nous attendons à de meilleures opportunités plus tard en 2023.

Bien que nous sous-pondérions les actions, nous sommes neutres à l'égard des marchés émergents en raison de nos perspectives positives à moyen terme pour la Chine et de nos attentes quant à la possibilité d'un plafonnement du dollar américain. Au cours de la deuxième phase de l'année, lorsque la Fed aura infléchi sa politique, affaiblissant ainsi le dollar, nous nous attendons à ce que les actifs émergents bénéficient de forts vents favorables macroéconomiques. Nous continuons de privilégier l'Asie et la Chine en particulier, mais au fur et à mesure que l'année avance, et en fonction de l'évolution du contexte macroéconomique, nous pourrions ajouter d'autres régions ou des pays spécifiques.

Position tactique sur la biotechnologie américaine

En raison de la flambée des taux réels, les actions du secteur biotechnologique ont fortement souffert et chuté d'environ 40% entre le quatrième trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2022. Au plus bas du mois de mai, plus de 20 % de l'indice NASDAQ Biotechnology (valorisation globale de 11 milliards USD) se négociait en dessous de ses liquidités (20 milliards USD de trésorerie). Il n'y a jamais rien eu de tel dans les données depuis 2002. Nous prédisons ainsi un creux sectoriel. Nous constatons maintenant que les investisseurs retournent vers les parties les plus prometteuses du secteur des biotechnologies cotées pour saisir les opportunités offertes par des valorisations attrayantes. L'indice NASDAQ Biotechnology est actuellement en hausse de plus de 20% par rapport aux creux de mai et a montré une force relative par rapport au S&P 500 et au Nasdaq 100. L'une des raisons de cette force réside peut-être dans la nécessité pour les grands fabricants de médicaments de remplir leurs pipelines en raison des expirations de brevets. Les grands acteurs comme Pfizer ou Johnson & Johnson sont assis sur près de 300 milliards de dollars de liquidités, alimentant les perspectives d'une frénésie d'achats. Les biotechs sont généralement rachetées par de grandes sociétés pharmaceutiques qui ont le pouvoir de financer d'importants et onéreux essais cliniques de phase 3, puis de commercialiser les traitements réussis. Dans l'ensemble, nous pensons que le secteur a peut-être touché le fond et amorcé une nouvelle tendance haussière

Taux

En 2023, nous entrevoyons des opportunités sur les taux car les titres à revenus fixes de haute qualité offrent désormais des rendements plus attrayants avec des risques plus faibles. Notre optimisme à l'égard des obligations américaines découle du niveau actuel des rendements, qui est le plus élevé depuis des années, et du fait que la Fed approche de la fin de son cycle de resserrement, l'inflation ayant probablement atteint un sommet aux États-Unis. Les rendements réels plus élevés (rendements nominaux ajustés en fonction des anticipations d'inflation) des bons du Trésor américain dits

« sans risque » signifient également que les investisseurs ne sont plus obligés de rechercher des rendements supérieurs à l'inflation dans des segments plus risqués du marché.

Rendement des sociétés IG américaines à court terme et des bons du Trésor américain

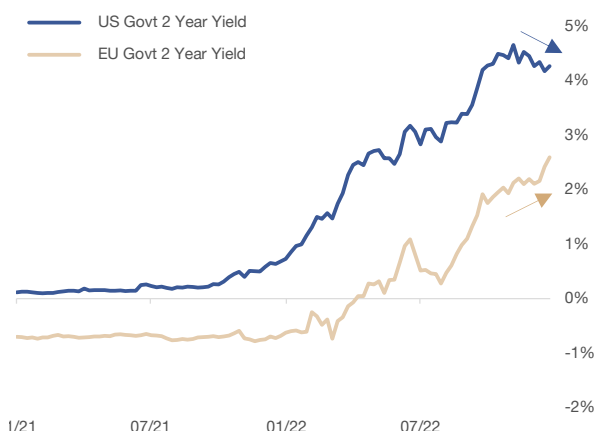


Nous nous attendons à ce que les rendements américains se négocient largement dans le cadre d'un processus de plafonnement au cours des prochains mois. Si la Fed maintient ses taux proches de 5% ou plus durant tout 2023, nous prévoyons que l'extrémité la plus longue de la courbe reste volatile et les rendements des bons du Trésor à 10 ans testeront potentiellement à nouveau les sommets de 2022 au cours du premier semestre 2023. En outre, comme l'a récemment montré l'élargissement surprise par la Banque du Japon de ses marges de contrôle des rendements sur les obligations d'État japonaises à 10 ans, les marchés financiers étant interconnectés, on constate que l'action extérieure des banques centrales peut encore avoir des retombées (temporaires) sur le marché des bons du Trésor américain. Ceci est d'autant plus valable compte tenu de l'énorme quantité de bons du Trésor américain détenue par les banques centrales du monde entier, la BOJ in primis. Nous avons l'intention de profiter d'éventuelles hausses des rendements afin d'allonger les maturités tout en maintenant la qualité de crédit. Compte tenu du fait que nous nous attendons à ce que le rendement à 10 ans tombe durablement en dessous de 3,50% avant la fin de 2023, des fenêtres d'opportunités pourraient s'ouvrir afin de générer du revenu couplé à des gains en capital.

La situation est différente de l'autre côté de l'étang. La BCE a confirmé sa position ultra-belluciste lors de la réunion de politique monétaire de décembre, et la banque centrale de la zone euro a probablement un long chemin à parcourir avant de réussir à contrôler l'inflation. Nous pensons que la BCE devra augmenter à au moins 4% son taux directeur, car elle prévoit que l'IPC de base sera de 4,2 % en décembre 2023. Nous continuons donc de privilégier le marché monétaire en Euro par rapport aux obligations en même monnaie pour le premier trimestre 2023. Des opportunités plus attrayantes devraient se profiler pour nous permettre d'allonger les maturités des

obligations d'État de base de la zone euro plus tardivement en 2023.

Rendement à 2 ans aux États-Unis et dans la zone euro



Crédit

Les obligations d'entreprises de haute qualité sont notre classe d'actifs génératrice de revenus préférée car nous estimons que l'écart de crédit est dorénavant suffisamment généreux pour les émetteurs de haute qualité malgré les perspectives macroéconomiques moroses. Les obligations d'entreprises américaines « investment grade » offrent des rendements attrayants qui se situent entre 4% et 5% sans risque de durée excessivement élevé. En revanche, alors que les États-Unis (et l'Europe) sont confrontés à un ralentissement économique et à une récession potentielle, nous restons prudents quant aux risques de crédit à haut rendement. Malgré la valorisation attrayante du haut rendement, nous pensons que ce n'est pas encore le moment de surpondérer la classe d'actifs, car les spreads de crédit sont susceptibles de s'élargir davantage et les taux de défaut de grimper dans un contexte de récession. La patience est donc de mise sur ce segment.

L'assouplissement des pressions inflationnistes, la réduction du resserrement des politiques et les perspectives d'un affaiblissement du dollar américain sont de bon augure pour la dette émergente en 2023. Les banques centrales des principaux marchés émergents ont augmenté leurs taux d'intérêt avant les contreparties de leurs marchés développés pour vaincre l'inflation et protéger leurs monnaies. Par conséquent, ces pays sont en avance dans le cycle et disposent de plus de munitions pour soutenir leur économie avec des baisses de taux potentielles. En outre, les dettes des marchés émergents devraient bénéficier fortement de l'assouplissement potentiel de la politique COVID de la Chine. Les investisseurs à long terme peuvent bénéficier d'opportunités attrayantes créées par la liquidation généralisée de cette catégorie d'investissement. Cependant, cela ne constitue pas une remise en cause de notre approche défensive. En progressant dans le spectre de la qualité de crédit, nous nous concentrons ainsi sur les titres ayant de faibles exigences de refinancement et de solides bilans.

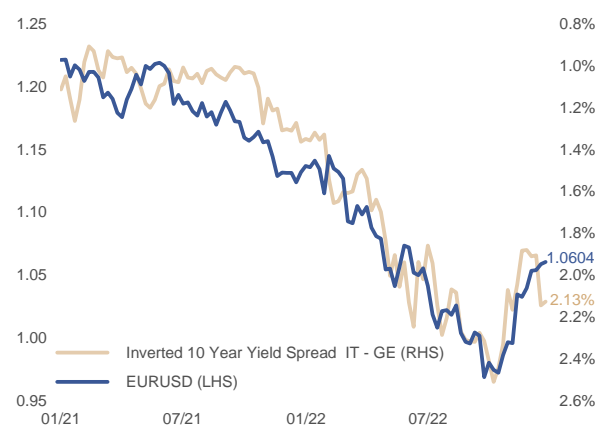
Forex

La tendance du dollar est toujours essentielle pour les relations entre actifs, mais il semble qu'elle sera encore plus importante en 2023, car de nombreuses connexions inter-marchés sont influencées par la direction du billet vert. Bien que le dollar ait atteint un sommet, nous ne prévoyons pas de forte baisse, mais nous nous attendons à ce que l'EURUSD se négocie dans la fourchette comprise entre 1,00 et 1,10 durant le premier trimestre de l'année. Le consensus se positionne vers la fin du cycle haussier du dollar puisque que la Fed devrait atteindre le pic de la hausse des taux prochainement, plafonnant ainsi les rendements américains. En outre, la tendance des différentiels de taux à court terme, ainsi que la dynamique de la trajectoire relative de la politique monétaire se sont récemment inversées en faveur de l'euro. Le dollar n'a jamais été aussi cher par rapport à l'euro depuis la création de la monnaie commune sur la base de la parité de pouvoir d'achat (OCDE).

Bien que nous soyons d'accord sur le fait que l'air s'amenuise pour une poursuite de la hausse du billet vert, nous pensons que les étoiles ne sont pas encore alignées pour l'euro de l'autre côté de l'équation.

Premièrement, des taux directeurs plus élevés génèrent des courants contraires pour l'euro. D'une part, l'écart de rendement par rapport au dollar est favorable, mais d'autre part, il exerce une pression à la baisse sur les actifs risqués et élargit les écarts souverains périphériques. Deuxièmement, les prévisions de croissance sont toujours en faveur des États-Unis et pourraient être un frein substantiel à la baisse du dollar. En effet, la zone euro devrait entrer en récession avant les États-Unis. Enfin, les incertitudes persistantes liées à la guerre ukrainienne et à la crise énergétique devraient limiter les flux de capitaux dans les actifs libellés en euros.

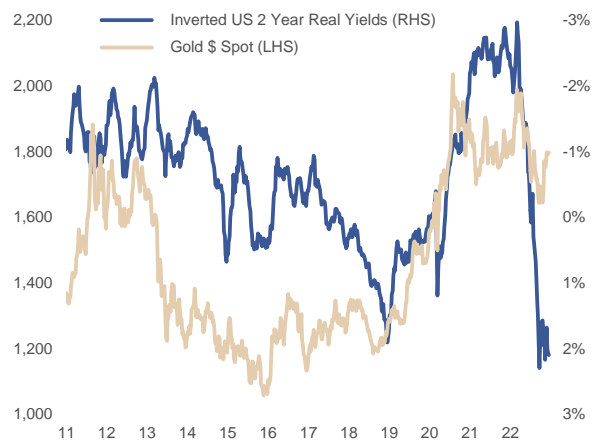
EURUSD vs Écart de rendement à 10 ans Italie-Allemagne



Malgré les achats record des banques centrales au deuxième trimestre 2022, l'or continue de paraître surévalué par rapport au niveau impliqué par les rendements réels et nominaux actuels. En outre, les taux réels aux États-Unis sont orientés à la hausse, car l'inflation ralentit plus rapidement que les taux nominaux,

agissant comme un fort vent contraire pour le métal jaune. Cependant, à court terme, la clé pour l'or – et pour tous les métaux précieux par ailleurs – sera probablement le dollar. Si l'USD se dépréciait de manière significative, cela pousserait mécaniquement tous les métaux précieux cotés à la hausse et déclencherait par effet domino d'importants flux de portefeuille. A ce jour, nous restons neutres sans exposition, mais nous pourrions prochainement revoir notre scénario haussier concernant les métaux précieux.

Rendement réel américain à 2 ans vs or en dollars



Allocation d'actifs détaillée

	Less attractive		Neutral		More attractive
Sovereigns	EUR Short & Mid Term		USD Long Term	USD Short & Mid Term	
	EUR Long Term				
Investment Grade		USD Long Term		USD Short & Mid Term	
		EUR Long Term		EUR Short & Mid Term	
Other Fixed Income				High Yield	
				Convertibles	
				Senior Loans	
Equities		North America		China	
		Europe	Emerging Markets	US Biotech ▶ new	
				US Industrials ▶ new	
Alternative Investments		Gold		Multi Assets	
				HF CTA	
				HF Global Macro	
Currencies		EUR	CHF		
			USD ◀		

◀▶ Indicate the last change. Number of triangles indicates the movement amplitude

Présence géographique

CBH est présent à Genève, Zurich, Londres, Luxembourg, en Israël, à Hong Kong, à Rio de Janeiro, à São Paulo et aux Bahamas. En raison de son exposition internationale, elle est sous la surveillance consolidée de la FINMA en Suisse et ses sociétés affiliées sont supervisées par la CSSF au Luxembourg, la FCA au Royaume-Uni, la Central Bank of Bahamas, la SFC à Hong Kong et la CVM au Brésil.



Genève

Siège
CBH Bank
Bd Emile-Jaques-Dalcroze 7
Case postale
1211 Geneva 3, CH
cbhbank.com
t +41 22 839 01 00

Zurich

Succursale
CBH Bank
Bahnhofstrasse 82
P.O. Box 1213
8021 Zurich, CH
cbhbank.com
t +41 44 218 15 15

Luxembourg

SICAV
1618 Investment Funds
106, route d'Arlon
L-8210 Mamer
Grand Duché de
Luxembourg
1618am.com

Londres

Filiale
CBH Wealth UK Limited
18 Savile Row,
Londres W1S 3PW, UK
cbhbank.com
t +44 207 647 1300

Hong Kong

Filiale
CBH Asia Limited
Suite 2001, 20th Floor,
K11 ATELIER, 18-24
Salisbury Road, Tsim Sha
Tsui, Kowloon, Hong
Kong, HK
cbhbank.com
t +852 2869 0801

Nassau

Filiale
CBH Bahamas Ltd.
CBH House, East Bay
Street
P.O. Box N-1724
Nassau, N.P., Bahamas
cbhbank.com
t +1 242 394 61 61

Rio de Janeiro

Asset Management Co.
1618 Investimentos
Av. Ataulfo de Paiva,
204 Salas 305 a 308
Leblon, Rio de Janeiro/RJ
CEP: 22440-033, Brésil
1618investimentos.com
t +55 21 3993 6901

São Paulo

Asset Management Co.
1618 Investimentos
Rua Iguatemi, 192
Itaim Bibi, São Paulo -SP
CEP: 01451-010
Brésil
1618investimentos.com
t +55 11 4550 4401

Tel Aviv

Bureau de Représentation
CBH Bank
Rehov Tuval 40
Ramat Gan
5252247 Israël
cbhbank.com
t +972 73 793 62 22

Disclaimer

Ce document est publié à des fins d'information uniquement et ne constitue ni une offre, ni une incitation, ni une recommandation de la part de CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA (ci-après « CBH ») ou de tout autre membre de son Groupe. En particulier, cette publication ne constitue pas un prospectus et ne doit pas être interprétée comme un conseil ou une proposition d'investissement. Cette publication ne crée pas non plus de relation bancaire entre vous et CBH. Pour tout conseil en matière d'investissement, vous devez consulter un conseiller en investissement.

Les informations de cette publication sont d'ordre général et sont basées sur des connaissances exclusives, des informations fournies par des tiers et des sources accessibles au public. Ce document ne résulte pas uniquement d'une recherche financière indépendante, c'est pourquoi les exigences légales en matière d'indépendance de la recherche financière ne s'appliquent pas. Les informations et opinions exprimées dans cette publication ont été publiées par CBH à la date de rédaction et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. En particulier, les prix indiqués s'entendent à la date de la présente publication et sont également susceptibles d'être modifiés sans préavis.

Les investissements dans les classes d'actifs mentionnées dans cette publication peuvent ne pas convenir à tous les destinataires et ne pas être disponibles dans tous les pays. Cette publication n'est pas destinée à être distribuée ou utilisée par une personne ou une entité qui est citoyenne ou résidente d'une localité, d'un état, d'un pays ou toute une autre juridiction où une telle distribution, publication, mise à disposition ou utilisation serait contraire à la loi ou à la réglementation. Cette publication a été préparée sans tenir compte des objectifs, de la situation financière ou des besoins d'un investisseur spécifique. Avant de conclure toute transaction, les investisseurs doivent s'assurer que celle-ci est adaptée à leur situation et à leurs objectifs.

Veillez noter que la valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent aussi bien baisser qu'augmenter et qu'ils ne sont pas garantis. Par conséquent, il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas le montant initial investi; la valeur d'un investissement peut chuter de manière soudaine et importante; les performances passées ne préjugent pas des performances futures; et les niveaux et les bases d'imposition, ainsi que les exonérations fiscales, peuvent changer de temps à autre. Les variations des taux de change peuvent avoir un effet négatif sur le prix, la valeur ou le revenu d'un investissement. En cas de doute, il est recommandé aux investisseurs de recourir aux conseils d'un professionnel, notamment en matière fiscale. La valeur des investissements et les revenus qu'ils génèrent peuvent baisser comme augmenter et ne sont pas garantis. Par conséquent, les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant initialement investi; la valeur d'un investissement peut baisser de manière soudaine et significative; les performances passées ne sauraient présager des performances futures et ne sont pas indicatives d'un investissement spécifique; et les taux et la base d'imposition, ainsi que les exonérations fiscales, sont susceptibles d'évoluer dans le temps. Les variations de taux de change peuvent avoir un effet défavorable sur le prix, la valeur ou le revenu d'un investissement.

Aucune déclaration n'est faite quant à l'exactitude et l'exhaustivité de cette publication. Les erreurs éventuelles ou le caractère incomplet des informations contenues dans cette publication ne constituent pas un motif de responsabilité. Ni CBH ni aucun autre membre de son Groupe ne sont responsables des informations contenues dans cette publication.

Cette publication ne peut être distribuée que dans les pays où sa distribution par les entités locales de CBH est légalement autorisée. Cette publication n'est pas destinée aux personnes relevant d'une juridiction où (en raison de leur nationalité, de leur résidence ou autre) de telles publications sont interdites. Cette publication est protégée par des droits de propriété intellectuelle. Sa reproduction, sa diffusion ou sa publication par

toute personne, à quelque fin que ce soit, sans l'autorisation écrite expresse et préalable de CBH est interdite. Tous droits réservés.

Informations importantes concernant la distribution

Suisse - Cette publication est distribuée par CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, une entité agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) en Suisse.

Bahamas - Cette publication est distribuée aux clients de CBH Bahamas Ltd. et n'est pas destinée à être distribuée à des personnes désignées comme citoyens ou résidents des Bahamas aux fins des règlements et règles sur le contrôle des changes en vigueur aux Bahamas. Elle est donc uniquement destinée aux personnes qui sont désignées ou considérées comme non-résidentes.

Hong Kong - Ce document est publié par CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, et distribué par CBH Asia Limited à ses clients pour son propre compte. CBH Asia Limited est une société agréée auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (SFC) et enregistrée auprès de la Mandatory Provident Fund Schemes Authority (MPFA) et de l'Insurance Authority (IA).

Royaume-Uni - Cette publication est distribuée aux clients de et par CBH Wealth UK Limited, autorisée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority [FRN 514546]. Ce document est destiné à des fins d'information générale et ne doit pas être considéré comme une recherche en investissement. Pour obtenir des informations complètes sur les communications de CBH Wealth UK Limited, veuillez contacter notre site internet ou vous adresser à votre Gestionnaire.

États-Unis - Ni la présente publication ni aucune copie de celle-ci ne peuvent être envoyées, introduites ou distribuées aux États-Unis d'Amérique ou à toute Personne américaine.

Cette publication peut contenir des informations obtenues auprès de tiers, notamment des notations, des changements de notation, des prix et d'autres données. La reproduction et la distribution de contenus de tiers sous quelque forme que ce soit sont interdites, sauf autorisation écrite préalable du tiers concerné. Les fournisseurs de contenu tiers ne garantissent pas l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualité ou la disponibilité de toute information, y compris les notations, et ne sont pas responsables des erreurs ou omissions (par négligence ou autre), quelle qu'en soit la cause, ou des résultats obtenus par l'utilisation de ces contenus. Les fournisseurs de contenu tiers ne donnent aucune garantie, expresse ou implicite, y compris, mais sans s'y limiter, toute garantie de qualité marchande ou d'adéquation à une finalité ou à un usage particuliers. Les fournisseurs de contenu tiers ne sont pas responsables des dommages directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, spéciaux ou consécutifs, des coûts, dépenses, honoraires juridiques ou pertes (y compris les pertes de revenus ou de bénéfices et les coûts d'opportunité) découlant de l'utilisation de leur contenu, y compris les notations. Les notations de crédit sont des déclarations d'opinion et ne constituent pas des déclarations de fait ou des recommandations d'achat, de détention ou de vente de titres. Elles ne portent pas sur la valeur de marché des titres ou sur l'adéquation des titres à des fins d'investissement, et ne doivent pas être considérées comme un conseil en investissement.

Cette publication fait l'objet d'une protection des droits d'auteur et des bases de données et ne peut être reproduite, distribuée ou publiée par quiconque à quelque fin que ce soit sans l'autorisation écrite expresse préalable de CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Tous les droits sont réservés.

Données au 27 décembre 2022
Publié le 28 décembre, 2022
Mis à jour le 3 janvier 2023

Creativity within Excellence

CBH | Compagnie Bancaire Helvétique

Asset Management
Boulevard Emile-Jaques-Dalcroze 7
Case postale
CH - 1211 Genève 3

am@cbhbank.com
www.cbhbank.com