



CBH | Investment
Management

RECHERCHE

QUARTERLY INSIGHT

4ème trimestre 2023



Face Lift - Larry Otoo
2010. Acrylic on canvas 118 x 146 cm
© CBH Private Collection
Photo: P. Bitz

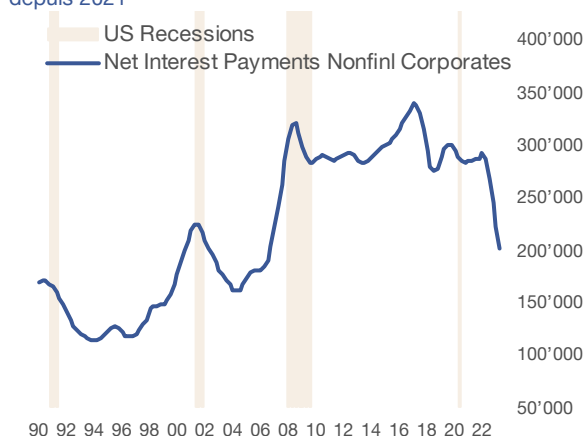
Sommaire

Pas différent, seulement plus long	1
Perspectives macroéconomiques globales	2
Allocation d'actifs	5
Actions	5
Taux	6
Crédit	6
Monnaies	7
Vues des classes d'actifs	9

Pas différent, seulement plus long

Le cycle économique postpandémique actuel est unique à bien des égards. La résilience de l'économie américaine a surpris les marchés financiers alors que de nombreux experts anticipaient une récession pour 2023. Malgré le resserrement le plus marqué de la Réserve fédérale (Fed) au cours des 50 dernières années, les conséquences économiques du choc de la Covid 19 ont entraîné un délai de transmission plus long vers l'économie réelle. Est-il possible que ce cycle ne diffère pas des précédents, mais que les conséquences d'une hausse des taux d'intérêt mettent plus de temps à se faire ressentir ?

Le fardeau de la dette des entreprises américaines a diminué depuis 2021



Nous prévoyons que plusieurs piliers de la résilience de l'économie américaine s'estomperont peu à peu et ceci pourrait freiner les dépenses des ménages et des entreprises. Nous commençons à distinguer certains des effets négatifs de la hausse des taux d'intérêt sur les finances des ménages et les emprunts des entreprises. Alors que la tendance désinflationniste devrait se poursuivre aux États-Unis, bien qu'à un rythme plus lent, le marché du travail reste tendu par rapport aux normes historiques. Certaines fissures apparaissent, mais il pourrait s'écouler un certain temps avant que des salaires plus bas et un chômage plus élevé ne soient observés.

La Fed approche de la fin de son cycle de resserrement exceptionnellement marqué, mais prépare le marché à une ère de taux directeurs « plus élevés pour plus longtemps ». Si la Fed devait maintenir des conditions monétaires strictes pendant une période prolongée, alors la probabilité d'une hausse des dommages économiques

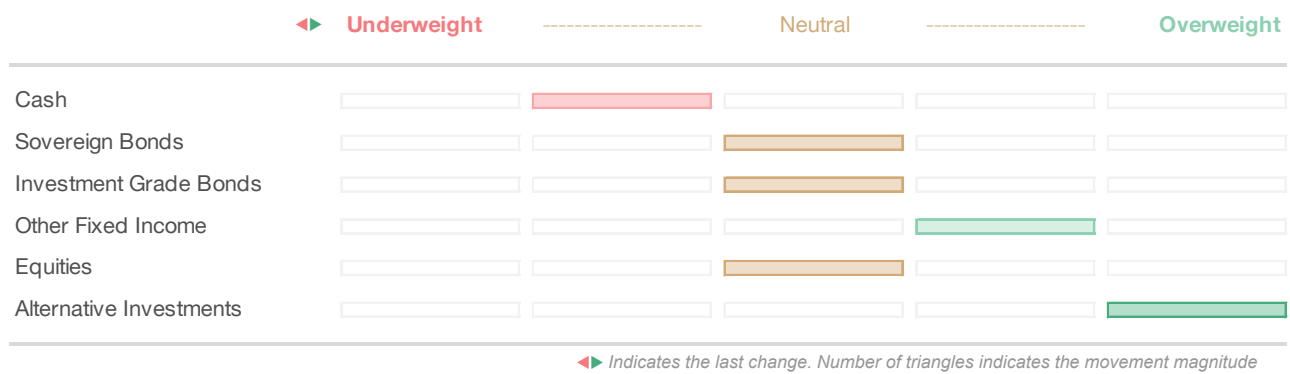
serait plus élevée. Par conséquent, bien que l'économie américaine soit restée robuste, elle pourrait ne pas demeurer immune face à un resserrement des conditions monétaires.

Dans ce contexte, les obligations offrent à nouveau un rendement décent et ont retrouvé une partie de leurs vertus de diversification. Les actions ont déjà subi un léger et bref recul des bénéfiques. De plus, la dynamique des bénéfiques estimés par les acteurs du marché est positive. Ce à quoi s'ajoute le battage médiatique relatif à l'intelligence artificielle générative (IA) influençant à la hausse les plus grandes sociétés cotées. Celles-ci affichent à l'heure actuelle une importance démesurée dans les indices de référence. Les nombreux bouleversements macro et micro offrent également un formidable ensemble d'opportunités pour les investissements alternatifs tels que les fonds spéculatifs et les investissements privés.

Cependant, nous restons neutres sur la classe actions. Nous continuons de privilégier les actions américaines, malgré la tension entre les perspectives macroéconomiques, qui favorisent les valeurs défensives, et la tendance haussière implacable des actions de croissance à méga-capitalisation. Nous sommes neutres concernant les actions européennes car les sombres perspectives macroéconomiques du Vieux Continent sont contrebalancées par des valorisations attrayantes. Nous restons également neutres à l'égard des actions des marchés émergents. Cependant, les évolutions macroéconomiques récentes nous poussent vers des points de dégradation. Au cours du troisième trimestre, la Chine est passée à neutre du fait d'un contexte économique détérioré accompagné par une dynamique des prix à la baisse. Bien que les actions japonaises soient de retour sur les radars des investisseurs mondiaux, nous considérons encore prématuré de vouloir réintégrer ce marché ayant souffert plusieurs décennies de sous-performance.

Au niveau obligataire, nous adoptons une position neutre sur les obligations souveraines, avec une approche « Barbell ». À l'avenir, les perspectives de pentification de la courbe des taux dicteront notre positionnement sur la courbe des bons du Trésor. Sur la dette d'entreprise, nous restons prudents à l'égard du haut rendement, car les écarts de crédit ne sont pas assez larges dans le contexte actuel de tensions financières croissantes du système. Nous privilégions donc les obligations d'entreprises « investment grade » (IG) comme principale source de revenus.

Allocation d'actifs



Perspectives macroéconomiques globales

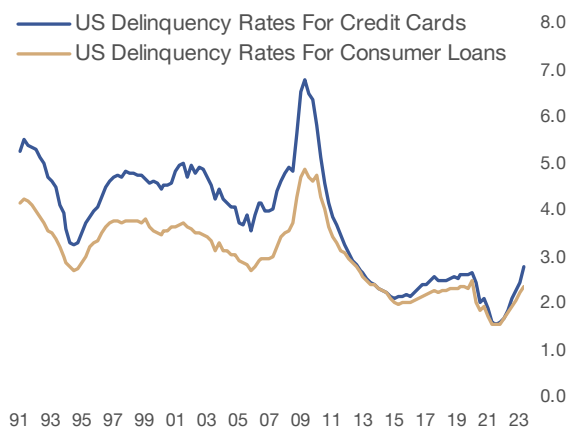
L'économie américaine reste prise dans des courants contraires

L'économie américaine s'est à nouveau montrée remarquablement résiliente au cours de l'été, et le troisième trimestre devrait afficher à nouveau une forte croissance. Malgré le resserrement de la politique monétaire le plus agressif depuis les années 80, ce cycle induit par la pandémie est unique et le délai de transmission à l'économie réelle semble être plus long que lors des épisodes de resserrement précédents. En conséquence, l'économie américaine semble avoir été moins sensible à la hausse des taux d'intérêt et a été maintenue à flot par trois principaux facteurs de soutien.

Premièrement, les ménages et les entreprises ont profité de la période de taux d'intérêt ultra-bas (du premier trimestre 2020 au premier trimestre 2022) pour refinancer agressivement leur dette à plus longue échéance, atténuant ainsi considérablement l'impact de la hausse des taux directeurs à court terme. Deuxièmement, les généreuses mesures de relance prises pendant la pandémie ont généré une importante épargne excédentaire des ménages, permettant d'absorber les chocs et de financer la consommation. Troisièmement, la pandémie a entraîné un resserrement sans précédent du marché du travail, la demande d'emplois se normalisant avec moins d'offres plutôt qu'avec des licenciements, cela maintient un marché du travail robuste.

Alors que le marché intégrait progressivement la résilience de l'économie américaine au 1er semestre, le discours consensuel est passé radicalement d'une récession certaine à un atterrissage en douceur. Cette vision optimiste s'est traduite à toutes les classes d'actifs, comme en témoignent les spreads de crédit serrés et les prévisions de bénéfices optimistes. Cependant, à l'approche de la fin de l'année, ce récit pourrait être ébranlé car bon nombre de facteurs présagent que la récente résilience s'amointrit. Ainsi, nous pensons que le resserrement de la Fed finira par nuire à l'économie américaine.

Stress financier croissant pour les consommateurs américains



Il est de plus en plus évident que le stress financier des ménages augmente à mesure que les taux plus élevés continuent de se répercuter sur les emprunteurs, ce qui augmente le fardeau du service de la dette. Cette tendance est mise en évidence par l'augmentation des taux de défaillance sur les cartes de crédit ainsi que sur les prêts automobiles. Les banques continuent de resserrer les normes de prêts, ce qui entraîne un ralentissement important de la croissance des prêts aux entreprises. Comme les entreprises devront se refinancer à des taux plus élevés, les dépenses d'investissement et la demande de main-d'œuvre en souffriront. Une note récente de la Fed a indiqué que la part des entreprises non financières en difficulté financière a atteint des niveaux plus élevés que lors des cycles de resserrement précédents, ceci en remontant aux années 70. Ce qui précède sous-entend que le cycle de défauts de paiement a probablement déjà commencé.

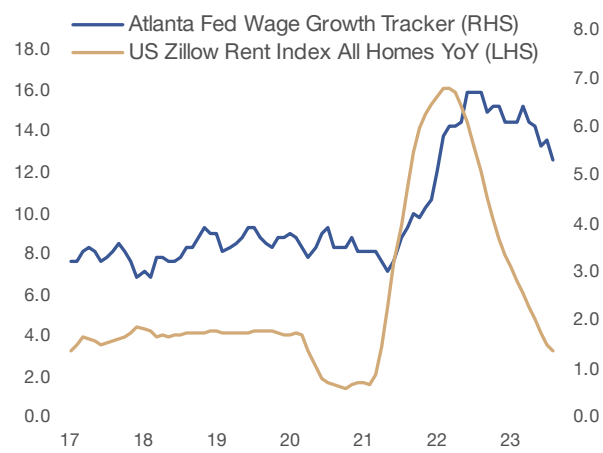
L'épargne excédentaire des ménages de l'ère de la pandémie est en voie d'épuisement. En outre, les paiements de la dette étudiante (46 millions de détenteurs totalisant USD 1,77 trillions), paiements suspendus depuis mars 2020, reprendront en octobre, entraînant un choc négatif sur le revenu disponible et ajoutant une pression supplémentaire sur les dépenses. Nous observons également des signes de faiblesse sur le marché du travail. La demande de travailleurs diminue en même temps que de plus en plus de personnes entrent sur le marché du travail. Ainsi, une baisse du ratio des offres d'emploi par rapport aux chômeurs est

actuellement observable. Un ralentissement significatif des conditions de travail cycliques (source : businesscycle.com) se profile, comme en témoigne une baisse de 7,6 % des emplois temporaires depuis le sommet de 2022 et une diminution progressive du nombre moyen d'heures hebdomadaires. Les employeurs s'adaptent progressivement à une demande plus faible.

Néanmoins, certains vents favorables restent en place et pourraient soutenir le cycle économique américain. Malgré la fin de la désinflation « facile » découlant de la normalisation des chaînes d'approvisionnement et de la chute rapide des prix des produits de base, nous nous attendons à davantage de forces désinflationnistes à venir. Le revenu disponible réel devrait être soutenu par une baisse plus rapide de l'inflation que celle des salaires, ce qui renforcerait la confiance des consommateurs et les dépenses des ménages.

Alors que l'indice des prix à la consommation (IPC) de base diminue à un rythme plus lent que l'inflation globale en raison de la vigueur des services, les indicateurs avancés des loyers et du logement indiquent un assouplissement des pressions inflationnistes de cette composante qui représente 40 % du panier de base. Les données privées des sociétés de marché telles que Zillow montrent que la hausse des loyers a déjà considérablement ralenti, mais les données gouvernementales retardées n'ont pas encore confirmé cette tendance.

Principales composantes du point d'inflation sous-jacente à la baisse

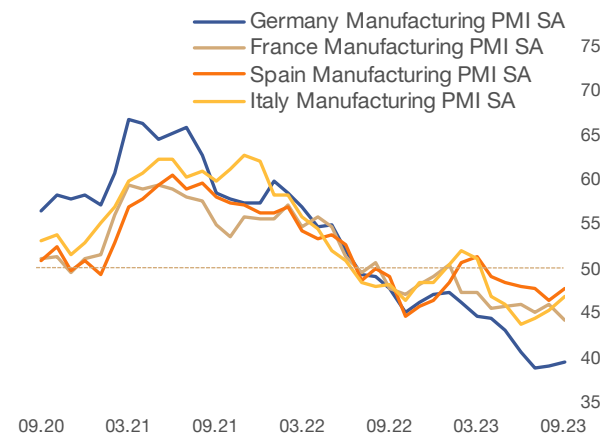


La Fed est confrontée à une tâche délicate de calibrage de sa politique monétaire qui se doit d'être suffisamment précise afin d'éviter que l'ensemble du système ne soit happé dans une contraction. Cependant, l'expérience passée montre qu'une fois que le cycle commence à ralentir sous l'impact de taux plus élevés, celui-ci a tendance à sombrer dans la récession. À mesure que les entreprises réduisent leurs coûts en réponse à l'impact décalé du resserrement monétaire, le chômage augmente et les ménages réduisent leurs dépenses, entraînant davantage d'austérité et de licenciements, action qui à son tour entraîne encore une plus grande prudence des ménages. Nous sommes d'avis que la probabilité d'une récession aux États-Unis au cours des 12 prochains mois s'apparente à un « pile ou face » en raison de l'équilibre entre les facteurs positifs et négatifs.

Ralentissement de l'économie de la zone euro

Alors que le resserrement monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) commence à avoir un impact sur l'économie, les prêts bancaires ralentissent et la masse monétaire diminue. En outre, les services, auparavant résilients, s'affaiblissent peu à peu, poussant probablement la zone euro (ZE) vers une contraction au troisième trimestre. Les données macroéconomiques se sont fortement détériorées dans la ZE au cours de l'été. L'Allemagne, la France, l'Italie et l'Espagne flirtent avec la récession. Certains indicateurs avancés sont profondément en territoire de contraction, et la croissance consensuelle du PIB pour 2024 a été révisée à la baisse de 1% à 0,8%. En Allemagne, moteur historique de la croissance régionale, l'activité industrielle ralentit. L'indice des directeurs d'achat (PMI) manufacturiers se situe en dessous de 40, impacté négativement par la détérioration du cycle en Chine, cycle impactant la demande à l'exportation. La question est maintenant de connaître la durée et l'ampleur de la contraction.

Indicateurs avancés en territoire de contraction



Alors que l'inflation globale continue de baisser dans un contexte de baisse significative des prix des produits alimentaires et de l'énergie, l'inflation sous-jacente reste plus tenace. Le marché du travail reste historiquement tendu et continue d'être un moteur de pressions inflationnistes. Les salaires continuent d'augmenter pour compenser les pertes de revenu réel observées au cours des dix-huit derniers mois. Combinée à l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre, cette tendance représente un défi pour la BCE qui s'efforce de ramener l'inflation à son niveau cible.

La BCE a donc relevé ses taux à 4 % lors de sa réunion de septembre et a laissé entrevoir un scénario « plus élevé pour plus longtemps », ce qui a entraîné de sombres perspectives de croissance pour la ZE. Longtemps nous avons spéculé sur le fait que la BCE augmenterait au moins jusqu'à 4%. En effet, celle-ci affichait un retard significatif dans sa lutte contre l'inflation. La récente flambée des prix du pétrole ajoute de l'huile sur le feu, et de nouvelles tensions sur les prix de l'énergie au cours de l'hiver demeurent une possibilité.

L'économie chinoise dans une situation difficile

La situation macroéconomique chinoise s'est considérablement détériorée au troisième trimestre. La confiance, l'activité industrielle, les exportations et la consommation ont encore ralenti. De plus, le chômage des jeunes est supérieur à 20%. L'économie flirte avec la déflation. Avec une croissance du crédit redevenue négative, l'objectif de croissance de 5% de Pékin pour cette année semble difficilement atteignable. En outre, le secteur immobilier reste faible. Ce secteur représente un tiers de l'économie. Cette fragile situation pourrait se répercuter sur d'autres secteurs de l'économie. Nous sommes également inconfortables de la cessation de publications statistiques du gouvernement chinois, statistiques qui divulguaient des tendances négatives.

Le marché immobilier chinois reste faible



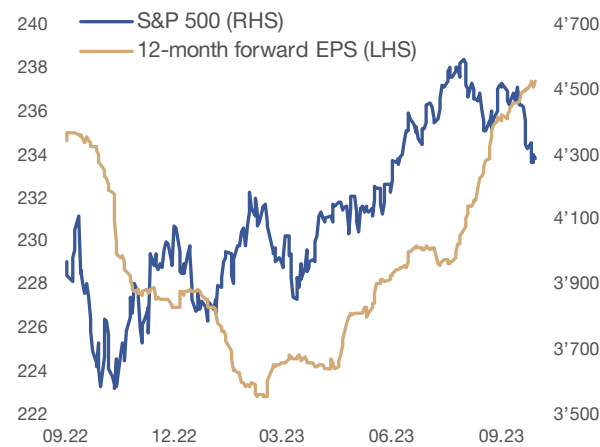
Le discours de la Chine continue de se concentrer sur des mesures politiques de soutien, mais pour l'instant, les autorités semblent avoir adopté une politique de mesures ciblées à petite échelle pour éviter d'alimenter de nouveaux excès. Le « grand bazooka » semble bien loin. Les décideurs chinois semblent privilégier le principe japonais du « Kaizen » plutôt que celui du « Kaikaku ».

Allocation d'actifs

Actions

Les bénéfices aux États-Unis ont été assez résilients en 2021 et 2022. Les entreprises ont tiré avantage de la hausse des coûts afin de renforcer leur pouvoir de fixation des prix et ainsi augmenter leurs marges bénéficiaires. Alors que le bénéfice par action (BPA) et la rentabilité ont atteint un sommet l'an dernier, ceux-ci ne se sont ensuite contractés que pendant trois trimestres consécutifs. Ce « mini » recul a probablement atteint son point le plus bas durant le 2ème trimestre 2023, les BPA n'ayant baissé que de 6 % contre -23 % en moyenne depuis les années 1990. Depuis février, la dynamique des bénéfices est à nouveau positive et les BPA prévisionnels sur 12 mois ont suivi une tendance à la hausse. Le marché boursier américain a progressivement intégré des perspectives macroéconomiques plus favorables.

Les prévisions de bénéfices ont été un soutien



Avec un ratio cours/bénéfice (P/E) prévisionnel à 12 mois se chiffrant à 18x, le S&P 500 est tendu. Certes, l'analyse est faussée par les valorisations élevées des actions de croissance à très grande capitalisation. Mais avec un P/E de 14x, ce même ratio pour l'indice S&P 500 « Equal Weight » semble en effet plus raisonnable et inférieur au niveau médian des 10 dernières années. Une vision plus granulaire révèle que plus de la moitié des secteurs américains se négocient dans le quartile supérieur de leur fourchette de valorisation historique. En bref et dans le meilleur des cas, la valorisation de l'ensemble du marché boursier américain est neutre et peu attrayante.

Le marché boursier américain a largement progressé grâce à l'expansion des multiples en 2023. Il est donc primordial que les prévisions de bénéfices ne souffrent d'aucun écueil au cours des prochains trimestres afin de soutenir la reprise. Cependant, l'estimation de 12 % de la croissance des bénéfices américains pour 2024 semble très optimiste. Cela expose le marché à des surprises négatives compte tenu des nombreux défis macroéconomiques qui l'attendent. À mesure que le resserrement monétaire se répercute sur l'économie réelle, nous nous attendons à ce que la hausse des coûts de financement pèse sur les marges bénéficiaires au cours des prochains trimestres. Le pouvoir de fixation des prix devrait s'affaiblir à mesure que les pressions inflationnistes s'estompent et que le contexte macroéconomique demeure difficile. De plus, les entreprises américaines pourraient avoir du mal à répercuter la hausse des coûts

de production une seconde fois en raison de la récente flambée des prix du pétrole.

Nos perspectives pour les marchés boursiers tiennent également compte de la structure du marché. Au niveau de l'indice global, les actions américaines connaissent une excellente année, avec le S&P 500 en hausse de 13,06 % et le Nasdaq 100, quant à lui, affiche une hausse de 35,37% à la fin du troisième trimestre. Mais en réalité, le S&P 500 Equal Weight est à peine en hausse de 1,78 %. Ce sont donc les actions de croissance à méga-capitalisation surnommées les « Magnificent 7 » (Mag7) qui ont contribué à raison de plus de 80 % aux gains du S&P 500 au cours des trois premiers trimestres de l'année. L'ampleur de la surperformance de l'indice Mag7 résulte en grande partie de l'accent mis par les investisseurs particuliers sur ce qu'ils considèrent être les « meilleures » actions. Cet enthousiasme a probablement été mis sous stéroïdes par l'engouement relatif au thème de l'Intelligence Artificielle.

Surperformance du Nasdaq par rapport aux petites capitalisations : un nouveau sommet



Cette domination d'une poignée de méga-capitalisations comme toile de fond ne peut pas être considérée comme saine. De plus, les investisseurs doivent tenir compte du fait que les indices de référence des actions américaines et mondiales affichent désormais un fort biais vers le thème de la croissance. La hausse des taux réels devrait donc peser sur les valorisations. Par conséquent, un risque majeur menace l'épine dorsale de la reprise actuelle.

Bien que nous puissions assister à des prises de bénéfices salutaires sur les Mag7, ce groupe affiche un biais de qualité qui devrait permettre à sa surperformance de persister plus longtemps dans le contexte actuel. Cette situation pourrait permettre d'amortir, voire d'absorber, les vents contraires macro et microéconomiques au cours du dernier trimestre de l'année. Compte tenu de cet équilibre des actions américaines, les actions mondiales devraient continuer à traiter dans une fourchette latérale jusqu'à la fin de l'année.

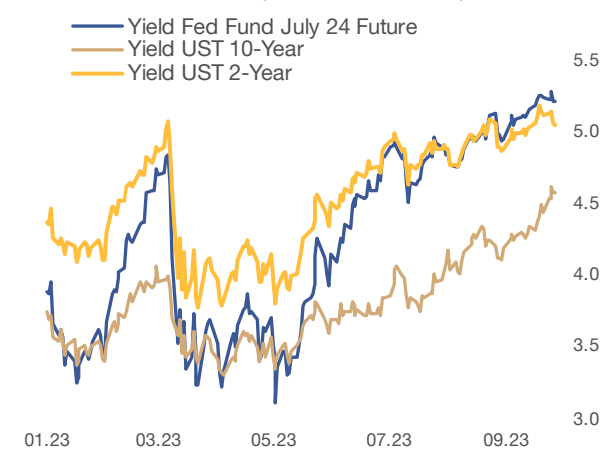
Concernant les actions hors États-Unis, nous maintenons notre position neutre pour l'Europe. Si les valorisations sont certes attrayantes, le contexte macroéconomique

s'est récemment dégradé. De plus, tant que les flux s'orientent vers les sociétés de croissance, les actions européennes risquent de continuer à sous-performer en raison de leur qualité plutôt de « valeur ». Nous abaïssons le poids des actions chinoises à neutre. Le modèle de croissance chinois semble remis en question. Cela dit, nous reconnaissons que le marché des actions chinoises est peu sensible aux conditions macroéconomiques locales. Il est à noter que les valorisations restent attrayantes, le ratio cours/bénéfice à 12 mois de l'indice MSCI China étant inférieur à 10. De plus, le marché chinois ayant été le moins performant de l'année, le sentiment est déjà très déprimé.

Taux

Bien que la Fed soit probablement proche de son taux terminal, elle devrait maintenir son taux directeur élevé pendant une plus longue période que lors des cycles précédents, ce, principalement en raison de la résilience du marché de l'emploi. Les marchés s'étant ajustés pour refléter les attentes d'un atterrissage en douceur et d'un taux directeur "plus élevé pendant plus longtemps", le rendement du contrat sur les fonds fédéraux de juillet 2024 a bondi de 3,1 % en mai à 5,2 % à la fin du mois de septembre. En outre, la pente de la courbe des rendements (delta des taux 10 et 2 ans) s'est considérablement accentuée depuis la fin du mois de juillet. En effet, le rendement à 10 ans a bondi tandis que le rendement à 2 ans est resté relativement stable. le nouveau sommet atteint du rendement des bons du trésor US à 10 ans marque un tournant macroéconomique important, pouvant invalider l'opinion générale selon laquelle les taux maximaux auraient été vu en 2022. Cette diminution de la pente baïssière est plutôt étrange à ce stade du cycle. Elle est certainement due aux inquiétudes concernant la dynamique budgétaire américaine, à l'augmentation de l'offre d'obligations américaines et à la révision à la baisse de la notation du gouvernement fédéral américain.

Forte réévaluation de la trajectoire de la Fed depuis mai



Nous reconnaissons qu'il est tentant d'augmenter la durée à ce stade, étant donné que les rendements obligataires atteignent généralement leur maximum à l'approche de la dernière hausse d'un cycle de resserrement. Toutefois, étant donné que les rendements à plus long terme ont connu un rebond décisif en septembre et que la courbe peut potentiellement s'accroître, nous pensons qu'il est préférable de rester

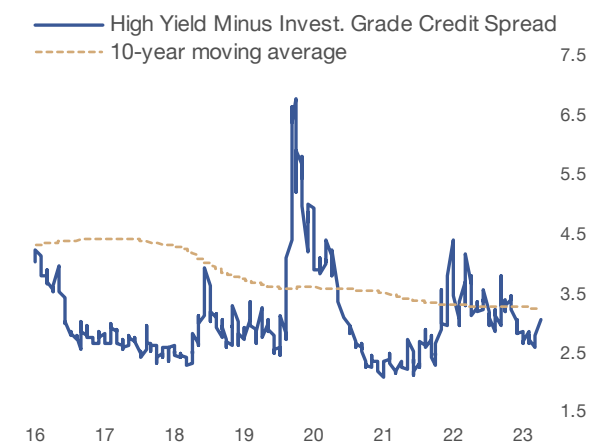
patient. Malgré le discours "plus haut pour plus longtemps", la Fed devra à un moment donné réduire les taux afin d'amortir le choc du ralentissement qu'elle aura provoqué. La courbe des taux américains devrait donc se « pentifier », car les baïsses de taux seront probablement concentrées sur la partie courte de la courbe plutôt que sur la partie longue. Ceci devrait entraîner une surperformance des échéances courtes. Les obligations à courte durée semblent un bon véhicule de diversification contre les actions dans la configuration actuelle.

L'évolution des attentes de la BCE a été moins spectaculaire, passant seulement de 3,3 % à 3,7 % entre fin juillet et mi-septembre, restant plutôt stable malgré la hausse surprise à 4 % lors de sa dernière réunion. Selon nous, il est plus probable que la BCE ait atteint la fin de son cycle de resserrement en septembre. Ceci s'explique par le fait que le cycle économique est en train de s'effondrer. Dans l'intervalle, nous maintenons une position de durée courte car la courbe de la zone euro (EZ) reste inversée et devrait s'accroître, ce qui entraînera probablement une surperformance des obligations souveraines à court terme. Toutefois, si le rendement des Bunds allemands à 10 ans atteignait 3 %, une approche de type « Barbell », c'est-à-dire investissant à la fois dans des obligations d'État de la ZE à court terme et à long terme, deviendrait alors adéquate. Mais ceci est musique d'avenir.

Crédit

Les obligations à haut rendement (HY) ont fortement surperformé en 2023. Cette classe d'actifs a bénéficié des anticipations d'un scénario d'atterrissage en douceur. Ces anticipations ont dopé tous les actifs à risque. Le scénario haussier pour le HY repose principalement sur un taux de défaillance faible, une génération de revenus d'exploitation stable et des besoins de refinancement limités à horizon 2025-2026. Bien que ces attentes puissent être un facteur explicatif de la récente performance, la situation pourrait changer à l'avenir. C'est pourquoi nous maintenons nos perspectives prudentes en matière de crédit, car l'impact négatif du resserrement monétaire commence tout juste à se faire sentir. Le financement devenant plus cher, les entreprises les plus endettées sont en difficulté et nous observons une nette augmentation du nombre de dépôts de bilan et du taux de défaillance. Malgré ces risques macroéconomiques, le marché HY est profondément ancré dans un territoire d'atterrissage en douceur et les écarts (ou « spreads ») de crédit restent trop serrés. Le marché HY mondial peut être considéré comme peu attractif compte tenu des risques macroéconomiques croissants non compensés par les primes de risque.

[Le haut rendement américain semble encore cher par rapport à l'investissement américain de qualité](#)



C'est pourquoi nous continuons à nous concentrer sur le crédit d'entreprise de qualité, principalement dans l'espace intermédiaire « Investment Grade » (IG) des entreprises. Cette classe d'actifs offre un portage attrayant sur une période plus longue et devrait bénéficier d'une appréciation des prix. En outre, le crédit intermédiaire d'entreprise devrait être mieux protégé contre les tensions financières croissantes.

Nous sommes moins optimistes en ce qui concerne la dette émergente (EMD) en devises fortes. La hausse des taux d'intérêt américains et l'appréciation du dollar ont historiquement été les principaux détracteurs de cette classe d'actifs. De plus, le complexe est soumis aux flux de portefeuille et nous craignons qu'il ne souffre de la prochaine période de stress. Les difficultés économiques de la Chine renforcent notre prudence. Néanmoins, nous pensons qu'il existe des opportunités idiosyncratiques attrayantes dans les devises locales des EMD, car certains pays émergents, comme le Brésil, sont en avance sur le cycle monétaire et disposent d'une marge de manœuvre pour un futur assouplissement monétaire.

Bien que nous soyons prudents à l'égard des obligations HY mondiales, les investisseurs à la recherche de revenus pourraient se tourner vers ce type d'obligations de courte durée. Nous pensons que la courbe de rendement, toujours inversée, offre des opportunités intéressantes sur la partie courte, ceci car les rendements traitent à leur plus haut niveau depuis dix ans. Les prix de départ sont encore historiquement bas. À l'époque des taux d'intérêt nuls, les entreprises ont émis des obligations à faible coupon qui se négocient aujourd'hui avec une forte décote par rapport à leur valeur nominale. En effet, les rendements ayant considérablement augmenté au cours de l'année écoulée, ces obligations devraient bénéficier de l'effet "pull to par", ce qui signifie que les prix convergeront vers le pair à l'échéance. Ainsi, des plus-values en capital latentes peuvent être prises, indépendamment des fluctuations des taux d'intérêt. Les obligations HY de courte durée ont une probabilité réduite d'être affectées négativement par un ralentissement économique. Une autre caractéristique positive est la moindre sensibilité aux taux d'intérêt, rendant ainsi la classe d'actifs moins volatile que l'ensemble des obligations HY.

Monnaies

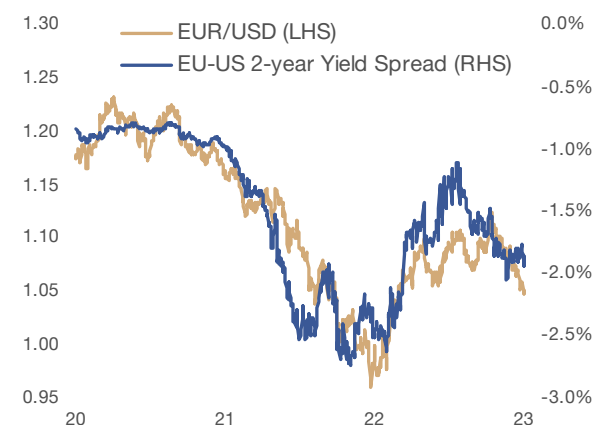
Depuis la mi-juillet, le dollar a gagné près de 7 %, bénéficiant des deux vents contraires que sont respectivement, des prévisions de croissance économique plus fortes et un taux final de la Fed perçu à un niveau

plus élevé. L'orientation de la Fed restant restrictive, l'écart résidant entre les taux du marché monétaire en USD et en EUR pour la fin 2024 s'est élargi d'environ 1 %, ceci en faveur du billet vert.

L'économie américaine s'étant avérée plus résistante que prévu, l'enthousiaste discours sur « l'exceptionnalisme américain » fait un retour en force au troisième trimestre. L'attention du marché s'est déplacée de la trajectoire relative de la politique monétaire vers les perspectives de croissance. Témoin de ce changement, l'EURUSD a chuté à la suite de la révision à la baisse des estimations de croissance de la BCE lors de sa réunion de septembre.

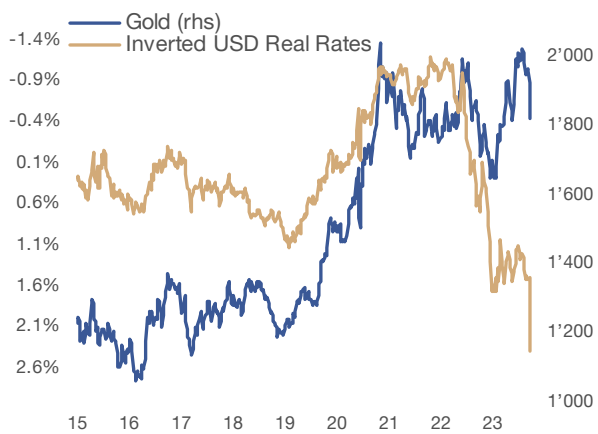
L'économie américaine devrait donc poursuivre sa surperformance par rapport à la zone euro au quatrième trimestre. Le dollar devrait lui-aussi demeurer bien soutenu jusqu'à la fin de l'année. Néanmoins, suite à la récente chute de l'EURUSD, nous pensons que le niveau des 1,04 devrait tenir. Le point positif pour l'euro est que, dans un monde où les prévisions de croissance sont le principal moteur des taux de change, les prévisions de croissance de la zone euro sont déjà désastreuses par rapport aux États-Unis et probablement bien intégrées dans les prix. Par conséquent, nous nous attendons à ce que le marché devienne plus sensible à de positives surprises macroéconomiques de la zone euro.

L'EUR/USD reste influencé par les attentes relatives aux banques centrales



Notre prudence à l'égard de l'or reste de mise. L'or s'est décollé des taux réels entre novembre 2022 et mai 2023, principalement en raison de la demande de valeurs refuges suite aux turbulences bancaires régionales aux États-Unis et à la crainte d'une récession. Depuis, l'or semble revenir à sa relation avec les taux réels. Nous continuons d'assister à un recul de l'inflation qui va de pair avec une augmentation progressive des taux réels. Ce mouvement constitue un puissant frein pour le métal jaune. En outre, le regain de vigueur du billet vert devrait encore peser sur l'or. La dynamique des prix s'est nettement infléchie à la baisse à la fin du mois de septembre, avec la rupture du support clé de USD 1880/once. Un tableau technique plus large dévoile un double sommet dans la zone des USD 2050-2100/once. Aussi, les investisseurs continuent de réduire leur exposition. Ceci est observable dans la quantité en circulation du plus grand ETF de lingots d'or qui a chuté à un niveau non-observé depuis janvier 2020. L'once se traitait alors en dessous de USD 1600/once.

L'or semble s'être recouplé avec les taux réels



Convictions macroéconomiques

- La Fed et la BCE s'approchent de la fin de leur cycle de resserrement et nous nous attendons à ce que le taux directeur maximal soit maintenu plus longtemps que lors des cycles précédents.
- Les prévisions de baisse des taux de la Fed et de la BCE au premier semestre 24 sont repoussées ultérieurement.
- Augmentation des tensions du système financier en raison du resserrement monétaire des banques centrales.
- Les actions des pays développés resteront volatiles car elles sont prises entre deux courants.
- Les actions liées à l'IA resteront sous les feux de la rampe au quatrième trimestre.

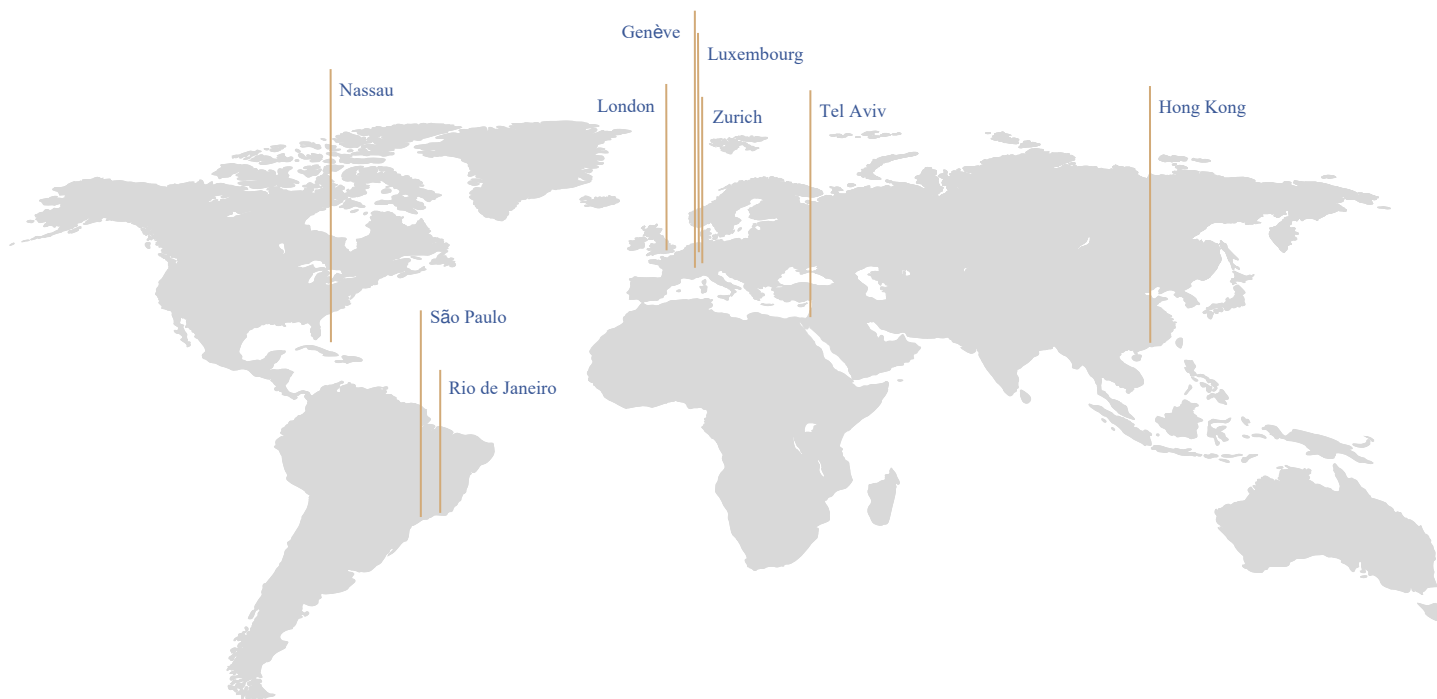
Vues des classes d'actifs

	Less attractive	Neutral	More attractive
Sovereign		EUR Long Term	USD Short & Mid Term
			EUR Short & Mid Term
Investment Grade		EUR Long Term	USD Short & Mid Term
			EUR Short & Mid Term
Other Fixed Income		High Yield	
		Convertibles	
		Financial Subordinated	
Equities		United States	US Large Cap Growth
		Europe	
		Emerging Markets	
Alternative Investments		Gold	Multi Assets
			HF CTA
			HF Global Macro
Currencies		CHF	
		USD ▶	
		◀ EUR	

◀▶ Indicates the last change. Number of triangles indicates the movement magnitude

Présence géographique

CBH est présent à Genève, Zurich, Londres, Luxembourg, en Israël, à Hong Kong 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.



Geneva

Siège
CBH Bank
Bd Emile-Jaques-Dalcroze 7
P.O. Box
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

London

Filiale
CBH Wealth UK Limited
2-4 Cork Street,
London W1S 3LG, 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, Brazil
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
Brazil
1618investimentos.com
t +55 11 4550 4401

Tel Aviv

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

Disclaimer

Cette publication a été préparée pour le compte de CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Elle ne constitue pas un conseil en placement, ni une incitation, ni une offre d'achat ou de vente d'un quelconque instrument financier. Si les précautions nécessaires ont été prises pour assurer que les informations contenues dans le présent document ne sont ni fausses ni trompeuses au moment de sa publication, CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA ne garantit aucunement leur véracité ou leur exhaustivité. Les informations contenues dans la présente publication peuvent être modifiées sans préavis.

Les opinions exprimées dans ce rapport reflètent fidèlement les opinions personnelles des économistes, analystes et conseillers concernés concernant les titres ou les émetteurs cités et la rémunération passée, présente ou future des analystes n'est en aucune mesure liée directement ou indirectement à l'inclusion de recommandations ou d'opinions particulières dans le présent rapport. CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, ses dirigeants et ses salariés déclinent toute responsabilité en cas de perte directe ou indirecte résultant de l'utilisation du présent document ou de son contenu.

CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, ses dirigeants, ses salariés, ses comptes liés et discrétionnaires peuvent, dans une mesure non précisée ci-dessus et dans la mesure permise par la loi, détenir des positions longues ou courtes ou d'autres intérêts dans des transactions ou des placements (y compris des instruments dérivés) mentionnés dans le présent document. De plus, CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA peut fournir ou proposer des services bancaires, d'assurance ou de gestion d'actifs aux sociétés mentionnées dans le présent document.

Les placements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques significatifs, ne sont pas nécessairement disponibles dans tous les pays, peuvent être peu liquides et peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. La valeur des placements ci-mentionnés ou les revenus qui en découlent peuvent fluctuer et/ou être affectés par l'évolution des taux de change. La performance passée ne saurait préjuger des résultats futurs.

Les investisseurs doivent prendre leurs propres décisions sans se fonder sur le présent document. Seuls les investisseurs disposant des connaissances et de l'expérience suffisante des questions financières pour en évaluer le bien-fondé et les risques sont aptes à considérer un placement dans les recommandations, émissions ou marchés évoqués dans le présent document. Les autres personnes ne sauraient agir sur la base de la présente Publication.

Les recommandations de la Banque sont basées sur son usage exclusif d'analyses secondaires commençant généralement par les titres de qualité « investment grade », qui sont ensuite étudiés selon différents critères.

La présente publication est protégée par des droits de propriété intellectuelle. Sa reproduction, distribution ou publication par quiconque à quelque fin que ce soit sans l'autorisation expresse préalable de CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA est interdite. Tous droits réservés.

Informations importantes sur la distribution

Suisse - Cette publication est distribuée par CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, une entité agréée et réglementée par la 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. Il s'adresse donc uniquement aux personnes désignées ou considérées comme non-résidentes.

Hong Kong - Cette publication est distribuée par CBH Asia Ltd pour son propre compte à ses clients. CBH Asia Ltd est une société agréée auprès de la SFC et enregistrée auprès de la MPFA et de l'Autorité des Assurances de Hong Kong.

Royaume-Uni - Cette publication est distribuée aux clients de CBH Europe Ltd, agréée et réglementée au Royaume-Uni par la FCA [FRN 514546]. Le présent document est destiné à des fins d'information générale et n'est pas considéré comme une recherche en investissement. Pour de plus amples informations sur les communications de CBH Europe Ltd, vous êtes invités à consulter notre site Web ou à contacter votre chargé de relations.

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

Cette publication peut contenir des informations obtenues de tiers, y compris 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, le caractère complet, l'actualité ou la disponibilité de toute information, y compris les notations, et ne sont pas responsables des erreurs ou omissions (par négligence ou autrement), quelle qu'en soit la cause, ou des résultats obtenus de l'utilisation de ces contenus. Les fournisseurs de contenu tiers excluent toute 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 particulier. 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 toute personne à toutes fins sans l'accord exprès préalable de CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Tous les droits sont réservés.

Données au 3 octobre 2023
Publié le 16 octobre 2023

Creativity within Excellence

CBH | Compagnie Bancaire Helvétique

Asset Management
Boulevard Emile-Jaques-Dalcroze 7
P.O.Box
CH - 1211 Geneva 3

am@cbhbank.com
www.cbhbank.com