

Vontobel

# Investors' Outlook

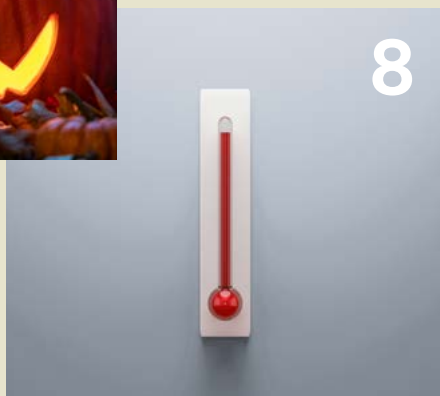
Certains ne l'aiment  
pas chaud



Novembre 2021



## 2 Sommaire



### 3 Éditorial

### 4 Stratégie d'investissement

Nous relevons les actions à surpondérer, malgré Halloween

### 6 Macro highlights

Les goulets d'étranglement retardent une partie de la croissance sans l'annuler

### 8 Point de vue

Atténuer le changement climatique ?  
Certaines sociétés ne font que cela

### 10 Gros plan sur les classes d'actifs

### 16 Prévisions

## Mentions légales

### Édition

Banque Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurich

### Rédaction

Martin Gelnar

### Auteurs\*

#### Reto Cueni, PhD

Chief Economist,  
Vontobel

#### Stefan Eppenberger

Equity & Commodity Strategist,  
Vontobel

#### Stephan Eugster

Portfolio Manager,  
Analyst boutique Sustainable Equities,  
Vontobel

#### Frank Häusler

Chief Investment Strategist,  
Vontobel

#### Michaela Huber

Economist,  
Vontobel

#### Mario Montagnani

Senior Investment Strategist,  
Vontobel

#### Sandrine Perret

Senior Economist,  
Fixed Income Strategist,  
Vontobel

#### Sven Schubert, PhD

Senior Investment Strategist,  
Head of Strategy Currencies,  
Vontobel

#### Dan Scott

Chief Investment Officer,  
Head of Impact & Thematics,  
Vontobel

### Fréquence de parution

Dix fois par an  
(prochaine édition : décembre 2021 /  
janvier 2022)

### Concept

MetaDesign AG

### Création et réalisation

Vontobel

### Images

Gettyimages,  
Vontobel

### Date limite de soumission des contributions pour cette édition

1<sup>er</sup> novembre 2021

### Remarques

\* voir page 15 « Remarques juridiques » :  
Attestation des analystes

# Certains ne l'aiment pas chaud

Chers lecteurs,

Dans le grand classique « Certains l'aiment chaud », Jack Lemmon et Tony Curtis intègrent un big band féminin pour échapper à la neige de Chicago et profiter de la chaleur de Miami. Aujourd'hui, leur train roulerait peut-être dans la direction opposée et le film s'appellerait « Certains ne l'aiment pas chaud ».

Notre atmosphère ne comporte que très peu de dioxyde de carbone, à peine quelques gouttes sur un plan d'eau. Aussi faible soit-il, le volume de ce gaz garantit une chaleur agréable sur notre planète ; sa moindre augmentation engendre néanmoins d'énormes problèmes. S'il est facile de mesurer la teneur des composants chimiques de l'atmosphère de la planète, il est beaucoup plus difficile de définir des règles mondiales pour réduire les émissions et d'obtenir de tous le respect des engagements en faveur du « zéro émission » et de l'Accord de Paris<sup>1</sup>.

## L'homme peut inverser les catastrophes d'origine humaine

Au moment où j'écris ces lignes, une nouvelle conférence sur le changement climatique se tient à Glasgow, en Écosse. La COP26 est la 26e conférence parrainée par les Nations unies en près de trois décennies pour concilier les points de vue et définir ce qui peut être fait en matière de changement climatique. Si certaines de ces conférences ont donné des résultats, de nombreuses autres n'ont eu pratiquement aucun impact. Alors à quoi bon, me direz-vous. Des cas existent pourtant de coopérations internationales ayant permis d'inverser des catastrophes d'origine humaine. Décrétée par le Protocole de Montréal<sup>2</sup>, l'interdiction des substances réduisant la couche d'ozone a ainsi permis de reconstituer la couche d'ozone protectrice de l'atmosphère mondiale. Mais de tels processus prennent du temps. Le Protocole de Montréal a été signé en 1987 après des années d'inaction.



—  
**Dan Scott**  
Chief Investment Officer,  
Head of Impact & Thematics,  
Vontobel

Si les traités multilatéraux peuvent faire avancer les choses, c'est aux entreprises que le travail de fond revient. Les essais très médiatisés d'une entreprise suisse pour capter le CO<sub>2</sub> et l'enfouir sous terre en Islande en est un des exemples les plus flagrants. Dans la plupart des cas, le développement d'écotechnologies est le fait de discrets innovateurs opérant dans des domaines moins médiatisés tels que la technologie du bâtiment. C'est également là que le secteur financier peut jouer un rôle : en tâchant d'identifier, pour les investisseurs, les gagnants « verts » d'aujourd'hui ou les champions de demain.

Permettez-moi de conclure sur cette célèbre réplique finale du film : « ah, personne n'est parfait », prononcée avec un superbe sang-froid malgré le désastre qui menace. Les gouvernements et les entreprises sont loin d'être parfaits, mais il leur arrive d'améliorer nos vies. Sur ce, je vous souhaite une bonne lecture, et vous prie de garder votre sang-froid.

---

### → Webcast

Pour visionner notre webcast sur les récents développements du marché, cliquez ici :  
**[vonto.be/macro-en-nov21](https://vonto.be/macro-en-nov21)**

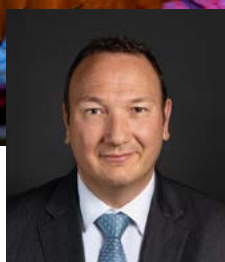
---

<sup>1</sup> L'Accord de Paris est un traité international juridiquement contraignant sur le changement climatique. Adopté le 12 décembre 2015 par 196 parties lors de la COP21 de Paris, il est entré en vigueur le 4 novembre 2016. Il vise à limiter le réchauffement mondial à bien moins de 2 °C, de préférence à 1,5 °C, par rapport aux niveaux préindustriels.

<sup>2</sup> [https://fr.wikipedia.org/wiki/Protocole\\_de\\_Montr%C3%A9al](https://fr.wikipedia.org/wiki/Protocole_de_Montr%C3%A9al)



**Frank Häusler**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel



**Mario Montagnani**  
Senior Investment Strategist,  
Vontobel

# Nous relevons les actions à surpondérer, malgré Halloween

Les enfants rentrent rarement bredouilles de leurs virées « trick or treat ». Il en va de même pour les économies qui frappent à la porte des banques centrales et des gouvernements. Si pour les enfants la chasse aux bonbons se termine après Halloween, ce n'est toutefois pas le cas pour les économies. Pour l'heure cependant, les autorités monétaires réduisent lentement leur générosité. Nous relevons néanmoins d'un cran le sous-segment des actions US, ce qui se traduit par une opinion globalement favorable sur les actions.

Pourquoi privilégions-nous cette classe d'actifs alors que la générosité des banques centrales et des gouvernements décroît de plus en plus ? Les récentes annonces de bénéfices n'ont pas été décevantes, signe que les sociétés parviennent à protéger leurs marges bénéficiaires en répercutant la hausse des coûts sur les clients. L'environnement de croissance « post-pic » peut soutenir le cours des actions, et le marché n'est pas trop effervescent. Pourquoi privilégions-nous plus particulièrement les

actions US ? Face aux sociétés européennes, les sociétés US sont moins cycliques, c.-à-d. moins sujettes aux fluctuations, et présentent une meilleure croissance des bénéfices. Et puis la composition sectorielle du marché boursier US est plus attrayante.

Dans les revenus fixes, nous réduisons encore les obligations d'entreprises IG tout en conservant une sous-pondération globale des obligations. Cette classe d'actifs est affectée par l'augmentation des taux et la faiblesse des écarts entre les rendements des émissions des États et des entreprises. Les cours des matières premières sont, eux, allés trop loin et trop vite. Les investisseurs seraient bien avisés d'attendre une baisse des cours, p. ex. lorsque la situation se sera normalisée. L'or demeure une bonne couverture contre la stagflation, qui ne constitue cependant pas notre scénario principal. Pour plus de détails, voir la p. 5 ou les p. 10 à 13 consacrées aux classes d'actifs.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
<b>1</b> <b>Liquidités</b>				→		Nous réitérons notre surpondération marginale sur des liquidités. Il est judicieux de disposer de certaines liquidités pour exploiter toute opportunité d'« achat à la baisse » susceptible de se présenter
<b>2</b> <b>Obligations</b>		→				Dans un contexte d'inflation élevée et de faiblesse des spreads, cette classe d'actifs demeure sous-pondérée. L'environnement actuel menace d'éroder la valeur des versements d'intérêts (fixes) des obligations. Au niveau des sous-segments, nous avons réduit à une double sous-pondération notre position sur les obligations d'entreprises IG. La faiblesse des marges et la longue durée entre autres rendent les titres d'entreprises IG vulnérables aux variations des taux. Nos points de vue restent inchangés pour toutes les autres sous-classes d'actifs. Nous apprécions la dette des marchés émergents en monnaie forte et sommes neutres sur les emprunts d'État et les obligations à haut rendement.
<b>3</b> <b>Actions</b>				↗		En renforçant la surpondération des actions US, nous sommes désormais globalement positifs sur les actions. En matière de qualité, croissance des bénéfices et marges bénéficiaires, les sociétés US sont souvent excellentes. Accent mis sur les secteurs de « croissance » et qui souligne l'attrait relatif du marché américain par rapport p. ex. à celui de la zone euro, plus exposée à la « vieille économie ». Si les actions peuvent sembler chères, les prix élevés nous semblent justifiés, car les bénéfices de la plupart des sociétés ont, malgré la hausse des coûts des matières premières, dépassé les attentes. Les marchés financiers semblent désormais intégrer la perspective d'un durcissement des politiques monétaires, d'une baisse des prévisions de croissance, d'une hausse de l'inflation et d'un ralentissement de la vaccination. Rappelons aussi qu'un environnement de croissance « post-pic » n'implique pas nécessairement des rendements négatifs pour les actions. Nous restons inchangés sur tous les autres sous-segments : neutres pour les actions suisses, japonaises et des marchés émergents ; négatifs pour les actions de la zone euro.
<b>4</b> <b>Or</b>				→		Légère surpondération réitérée sur l'or malgré la hausse potentielle des taux d'intérêt (surtout en termes réels, c.-à-d. moins le taux d'inflation). L'or permet la diversification et couvre les portefeuilles contre le risque géopolitique et l'inflation. Idem en cas de stagflation, aussi improbable soit cette dernière.
<b>5</b> <b>Matières premières</b>			→			Cette classe d'actifs a bénéficié de la réouverture de l'économie, des perspectives d'investissements de divers plans de décarbonation, ainsi que des déséquilibres de l'offre et de la demande. Nous restons néanmoins neutres pour l'instant. Le rallye massif dans cette classe d'actif comporte des risques de revers. Les prix pourraient aussi baisser rapidement si, p. ex. l'hiver est doux dans l'hémisphère Nord.
<b>6</b> <b>Stratégies alternatives</b>			→			Nous restons modestement sous-pondérés sur les hedge funds et neutres pour d'autres types d'investissements alternatifs, tels que les titres liés à des assurances, ce qui nous amène à avoir une position globalement neutre, et inchangée, sur les investissements alternatifs.

# Les goulets d'étranglement retardent un peu la croissance sans l'annuler

**Les pics de carbone et le sommet sur le climat font l'actualité. Nous mettons l'accent sur les pics et creux que présentent les graphiques économiques. Des signes montrent une diminution (lente) du nombre de goulets d'étranglement. Avec le refroidissement de l'économie, une partie de la croissance devrait s'en trouver retardée.**



—  
**Reto Cueni, PhD**  
Chief Economist,  
Vontobel



—  
**Michaela Huber**  
Economist,  
Vontobel



—  
**Sandrine Perret**  
Senior Economist,  
Fixed Income Strategist,  
Vontobel



—  
**Sven Schubert, PhD**  
Senior Investment Strategist,  
Head of Strategy Currencies,  
Vontobel

En 2020, les confinements ont permis de purifier l'air des villes polluées et de désactiver d'importantes plaques tournantes du transport. Depuis, la reprise rapide a annulé ces effets tout en laissant les économies aux prises avec des pénuries dans le commerce, la fabrication et la production énergétique. Plutôt transitoires, ces pénuries repoussent toutefois les perspectives de croissance du second semestre 2021 à l'année 2022. Si elles exercent bien une importante pression à la hausse sur les prix, cela devrait toutefois s'atténuer après le passage à la nouvelle année. Pourquoi ? Parce que le rallye des prix de l'énergie va probablement cesser (voir colonne sur les matières premières p. 12) et que son impact sur l'inflation sera réduit du fait de l'infléchissement des effets de base<sup>1</sup>. Certains goulets d'étranglement relatifs aux puces informatiques semblent avoir atteint leur sommet, et les coûts de fret semblent en voie de stabilisation (cf. graph. 1). En outre, sans surchauffe du marché du travail (cf. graph. 2) et tant que l'inflation salariale sera maîtrisée, les grandes banques centrales ne resserreront leurs politiques monétaires que de manière lente et progressive. Nous maintenons donc notre prévision d'une reprise mondiale en cours des prochains trimestres, avec

des taux inférieurs aux taux extraordinaires récents, mais supérieurs aux moyennes pré-pandémiques.

Cela dit, les pénuries et les pressions inflationnistes seront élevées à l'approche de Noël et de l'hiver dans l'hémisphère nord. En cas de persistance ou d'aggravation des contraintes d'approvisionnement, de nouvelles hausses de prix pourraient entraîner une forte baisse de la demande. Une inflation durable et élevée pourrait inciter les banques centrales à accélérer et durcir le resserrement de leur politique, ce qui affecterait les marchés financiers. La situation de la Chine représente un autre risque important, tant du fait de la crise du promoteur immobilier Evergrande, que des initiatives réglementaires et des aspirations géopolitiques du pays.

### **Europe : une partie de la croissance repoussée à l'année prochaine**

La flambée des prix de l'énergie, les pénuries actuelles et la hausse des coûts de transport font grimper l'inflation. Le taux global devrait culminer autour de 4% à la fin de l'année avant de tomber sous l'objectif des 2% de la BCE l'été prochain. La BCE aura ainsi un peu de temps pour

1 L'inflation s'est envolée cette année, en partie du fait d'un effet de base lié à l'énergie. Ayant plongé après février 2020, ils sont restés faibles tout au long de 2020 et ont poussé l'inflation à la baisse. Cette année après février, la comparaison des prix en glissement annuel est donc partie d'une base très basse (celle de 2020), augmentant mécaniquement l'inflation tout au long de 2021. Cet effet s'inversera et atténuera la pression inflationniste des prix de l'énergie en 2022, sauf si ceux-ci augmentent encore beaucoup maintenant.

réduire progressivement son programme PEPP au cours du 1<sup>er</sup> semestre 2022 tout en mettant en place un nouveau dispositif similaire ou en augmentant ses achats d'actifs traditionnels pour atténuer l'effet de sevrage. La BCE devrait clarifier ces plans lors de sa réunion de décembre. Les pénuries persistantes de biens préfabriqués et de matières premières, ainsi que la hausse des prix de l'énergie et la difficulté à embaucher affectent négativement les entreprises européennes. Parallèlement, les mesures de relance budgétaire et monétaire demeurent massives. Une partie de la croissance anticipée ne devrait se matérialiser qu'au 1<sup>er</sup> semestre de l'année prochaine, de sorte que nous ajustons légèrement nos estimations de croissance (baisse à 5,0% pour 2021, relèvement à 4,4% pour 2022).

### États-Unis : vers une période étendue de dépassement de l'inflation

Les États-Unis n'ont pas échappé aux évolutions observées ailleurs. Par rapport au fort dynamisme du 1<sup>er</sup> semestre, leur croissance a ralenti au 3<sup>e</sup> trimestre. La demande intérieure semble augmenter au 4<sup>e</sup> trimestre, mais la hausse des coûts de l'énergie et les contraintes d'approvisionnement qui allongent les délais de livraison pourraient affecter la consommation privée avant la période de Noël. La hausse du pétrole et des denrées alimentaires devrait en outre affecter les prix à la consommation ces prochains mois. L'inflation IPC devrait rester élevée à 5% (cf. graph. 3) jusqu'au 1<sup>er</sup> trimestre 2022, puis diminuer au cours du trimestre suivant. La hausse des prix des services, l'incertitude concernant les loyers et les problèmes liés à l'offre rendent les perspectives d'inflation très incertaines. Les investisseurs ont toutefois eu quelques nouvelles positives. La Fed a indiqué une réduction progressive des achats d'actifs sur une période de huit mois, et le Congrès américain s'est entendu temporairement sur le plafond de la dette américaine au moins jusqu'au 3 décembre, éloignant ainsi le spectre d'un défaut de paiement américain.

### Japon : offre contrainte et baisse de la demande

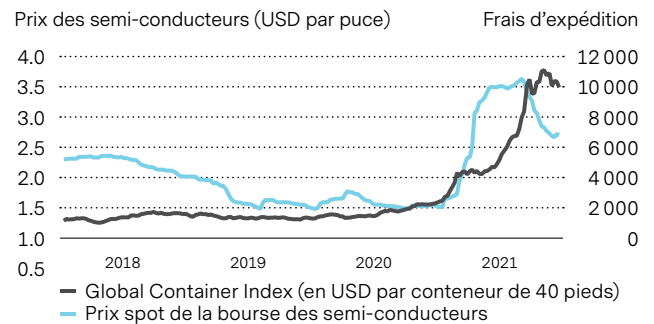
L'industrie manufacturière japonaise souffre des goulots d'étranglement de l'offre et de la baisse de la demande extérieure, ce qui affecte l'économie du pays. Les prix à la consommation se sont récemment animés, mais bien en dessous de l'objectif de 2% de la Banque du Japon. Cela réduit la capacité de l'autorité monétaire à durcir sa politique.

### Marchés émergents : Chine, Turquie et Brésil

En dépit du refroidissement de l'économie, le taux de croissance prévu de 6,6% reste admirable. L'Amérique latine et l'Europe de l'Est sont toutefois mieux loties que l'Asie, et que la Chine notamment, où le taux de croissance de 4,9% du 3<sup>e</sup> trimestre est loin des taux d'avant. Le ralentissement cyclique a été exacerbé par la rigueur du confinement et des mesures réglementaires limitant le pouvoir des grandes entreprises du pays. Les autorités chinoises ont déclaré que le sauvetage des promoteurs immobiliers en difficulté ne se ferait que si la crise menaçait d'autres secteurs. Aucune reprise vigoureuse soutenue par l'État n'est donc prévue cette année. Des pays comme la Turquie et le Brésil continuent, eux, de faire fuir

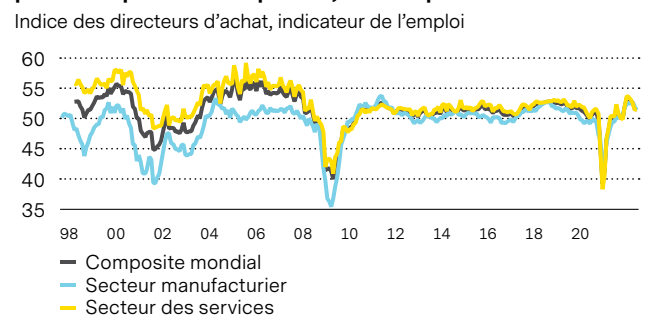
les investisseurs malgré la raisonnable solidité de leurs fondamentaux économiques. Après le limogeage de trois membres de la banque centrale, le président turc symbolise désormais le contrôle de l'État sur une banque centrale à l'indépendance nominale. Au Brésil, les gouvernements locaux semblent avoir contourné les règles budgétaires à un degré tel que le pays s'engage vers un endettement insoutenable. La croissance semble toutefois en passe d'y afficher son taux le plus élevé depuis 2010.

### Graph. 1 : Les prix des puces informatiques redescendent de leurs récents sommets



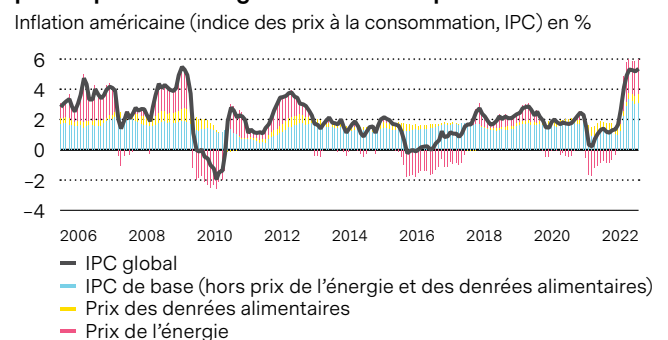
Source: DRAMexchange, Refinitiv Datastream, Vontobel

### Graph. 2 : Le secteur manufacturier et les services peinent à pourvoir les postes, mais la pression s'atténue

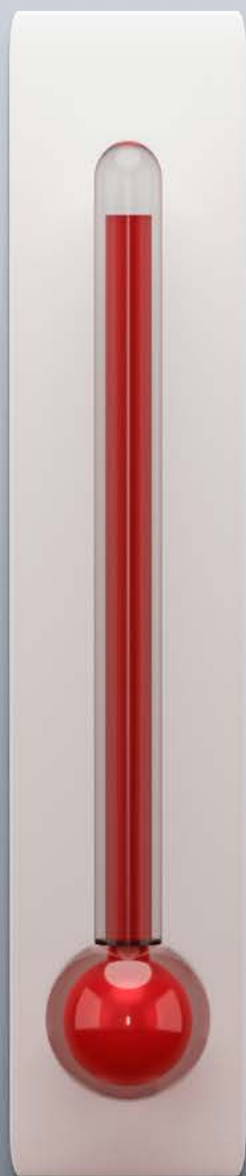


Source: IHS Markit, Refinitiv Datastream, Vontobel

### Graph. 3 : La hausse de l'inflation américaine est alimentée par les prix de l'énergie et l'indice des prix de base



Source: US Bureau of Labor Statistics, Refinitiv Datastream, Vontobel



**Atténuer le changement  
climatique ? Certaines  
sociétés ne font que cela**





—  
**Stephan Eugster**

Portfolio Manager,  
Analyst boutique Sustainable Equities,  
Vontobel

**Perpétuer le rêve d'un réchauffement climatique de seulement 1,5 °C, telle pourrait être la devise de la COP26 à Glasgow. Dans la lutte contre le changement climatique, la science est importante mais les outils qui le limiteront, voire l'inverseront, ne le sont pas moins. Dans le secteur de la construction, p. ex., certaines entreprises contribuent depuis longtemps à cet objectif, en coulisses et sans bruit.**

Le programme « Fit for 55 » de la Commission européenne entend réduire les émissions de gaz à effet de serre de l'Union européenne de 55% d'ici à 2030 par rapport à 1990. Cette impulsion réglementaire limitera notamment la quantité d'énergie utilisée pour la climatisation.

L'ancienne législation climatique visait essentiellement la décarbonation des secteurs énergétique et industriel. Les émissions des secteurs énergétique et industriel ont donc fortement diminué, mais les émissions des secteurs de la construction et des transports ont peu évolué, voire augmenté. Responsables de 35 % et 22 % des émissions de l'UE, ces deux secteurs risquent donc désormais d'avoir un coup de chaud avec l'introduction de nouvelles mesures.

#### **Gagner sa vie avec des pompes à chaleur à haute efficacité énergétique**

Au vu des objectifs climatiques de l'UE, la croissance du secteur européen des pompes à chaleur devrait être à deux chiffres au cours des cinq à dix prochaines années. L'un des pionniers du secteur, et des technologies de construction écologiques en général, est une entreprise suédoise avec 70 ans d'expérience qui emploie 16 500 personnes. Ses activités comprennent tout autant les technologies de chauffage à haute efficacité énergétique que les systèmes intelligents de commande de climatisation. Cette entreprise fabrique des pompes à chaleur géothermiques, air/eau et air d'échappement transférant la chaleur extérieure vers les intérieurs. Le chauffage provenant de sources durables est susceptible d'être exempté des hausses de prix causées par les nouvelles réglementations climatiques.

La croissance organique de la société s'est doublée d'acquisitions représentant environ 10% de la croissance annuelle des ventes ces dix dernières années. Ce rythme devrait pouvoir être maintenu à l'avenir, mais, du fait de l'attractivité du secteur, les prix des cibles d'acquisition risquent toutefois de monter. La stratégie vise à acquérir des entreprises plus petites pour accélérer l'installation de pompes à chaleur durables et étendre la portée géo-

graphique de l'entreprise. L'amélioration continue de l'efficacité énergétique est aussi un objectif important, avec des moteurs plus efficaces, des commandes plus intelligentes, de nouveaux réfrigérants écologiques pouvant transporter efficacement chaleur et froid sur des plages de température plus étendues, et présentant moins de risques en cas de fuite ou d'élimination.

#### **Des méthodes alternatives encore en développement**

La réduction des frais de chauffage est une bonne idée ; les solutions seront-elles achetées (voir encadré) ? Cela dépendra notamment de l'importance des incitations financières, c.-à-d. des subventions, pour ces installations. Le risque existe aussi que d'autres solutions soient plus intéressantes. Même si elle n'en est encore qu'à ses débuts, la technologie du chauffage à l'hydrogène, p. ex., est déjà en cours de développement

#### **Comment vendre une technologie sophistiquée au public ?**

Les propositions de réduction des émissions comprennent un nouveau système d'échange d'émissions de l'UE pour les bâtiments et le transport routier, une nouvelle taxation de l'énergie en Europe et des objectifs d'énergies renouvelables plus élevés. Les prix du chauffage et de l'énergie risquent donc d'augmenter, ce qui est loin de réjouir les ménages ou les sociétés immobilières. Il y aura des débats houleux, comme en Suisse, p. ex., pays non-membre de l'UE. En juin, les électeurs suisses ont rejeté une proposition de règles plus strictes sur les émissions de carbone pour les bâtiments.

Comme pour la plupart des produits sophistiqués, les coûts initiaux pourraient être un obstacle. Les solutions devront donc tout à la fois présenter une haute efficacité énergétique et être rentables. Des initiatives et des efforts politiques et du secteur privé pourraient financer cela et contribuer à libérer plus rapidement et plus largement tout le potentiel de ces nouvelles technologies.

# Réduire l'exposition aux obligations d'entreprises Investment Grade



—  
**Sandrine Perret**  
 Senior Economist,  
 Fixed Income Strategist,  
 Vontobel

**Face à la hausse des prix de l'énergie et des prévisions d'inflation, les marchés financiers ont intégré un cycle de resserrement plus rapide de la part des banques centrales, entraînant une hausse des rendements obligataires. Ce sentiment devrait persister jusqu'aux premiers signes d'une baisse de l'inflation. Nous restons donc prudents sur la durée (sensibilité des obligations aux variations des taux d'intérêt) car les rendements devraient rester volatils.**

Ces dernières semaines, la plupart des taux régionaux de rendement à court terme ont nettement augmenté (cf. graph. 1). Aux États-Unis, les investisseurs anticipent des hausses plus rapides que prévu du taux des fonds fédéraux, et les rendements obligataires à deux ans se négocient désormais à 0,45%, soit le double des 0,2% de la fin août. Cette hausse est également visible sur d'autres marchés développés, notamment au Royaume-Uni, où une déclaration de la Banque d'Angleterre semble indiquer un resserrement imminent.

## Un environnement délicat pour les titres obligataires

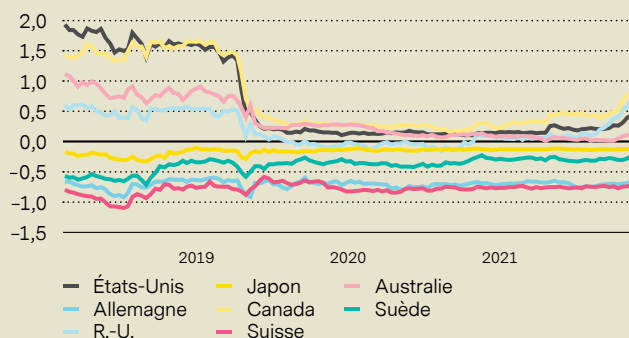
Avec la hausse des prix des matières premières, la pression à la hausse sur les prix se fera sentir plus longtemps que prévu. Mais le pic d'inflation actuel devrait rester temporaire (cf. section Macro highlights, p. 6). Cela étant, le niveau élevé de l'inflation et le manque de clarté quant au moment de sa baisse mettent les marchés obligataires dans une situation délicate. Surtout à un moment où la normalisation post-pandémique des politiques monétaires s'engage à l'échelle mondiale. Les marchés devraient donc continuer à anticiper des taux directeurs plus élevés et contribuer à des rendements fortement volatils.

## Point de vue favorable sur la dette des marchés émergents

Face à la pression sous-jacente accrue sur les prix et à la hausse des rendements obligataires, les actifs à revenu fixe longue durée, c.-à-d. plus sensibles à la hausse des rendements, ont sous-performé au 1<sup>er</sup> trimestre et à nouveau cet automne. Notre position négative sur les titres obligataires et la réduction de la durée dans les portefeuilles nous a trouvé bien préparés. Au vu de la nouvelle pression haussière sur les prix, nous avons réduit notre exposition aux obligations d'entreprises Investment Grade. Avec sa faible prime de rendement face aux émissions comparables et sa longue durée (cf. graph. 2), ce segment est particulièrement vulnérable dans cet environnement. Nous restons neutres sur les obligations d'entreprises à haut rendement et positifs sur la dette des marchés émergents en monnaie forte, où la prime de rendement est actuellement plus attractive.

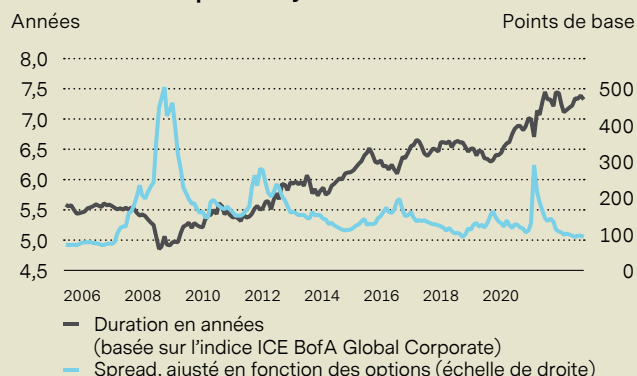
**Graph. 1 : Les taux d'intérêt à court terme intègrent une baisse du soutien de la politique monétaire**

Rendement des emprunts d'État à 2 ans en %



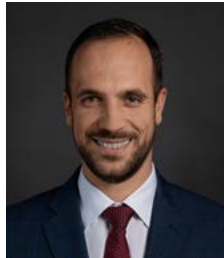
Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graph. 2 : Les actifs à faible rendement et longue durée ne sont pas attrayants actuellement**



Source: Refinitiv Datastream, ICE Bank of America Index, Vontobel

# Nous pensons qu'il est temps de se pencher de nouveau sur les actions



—  
**Stefan Eppenberger**  
Equity & Commodity Strategist,  
Vontobel

**Si les actions peuvent effectivement redescendre de leurs sommets, des entreprises peuvent encore surprendre avec des marges bénéficiaires en hausse. Les actions présentant plus d'opportunités que de risques, l'allocation est revenue à surpondérer.**

Après le quasi doublement des cours ces 12 derniers mois, une consolidation semblait inévitable. L'essoufflement de l'économie mondiale, le ralentissement de la croissance des bénéfices des entreprises et les problèmes d'endettement du groupe chinois Evergrande inquiètent aussi. La Fed a en outre clairement indiqué que sa politique monétaire souple prendrait bientôt fin en raison de la hausse des prévisions d'inflation. Les marchés d'actions ont donc reculé, le rapport cours/bénéfices estimés par action sur 12 mois est passé de 20 (son sommet cette année) à moins de 18. Le nouveau cap de la Fed devrait continuer à être défavorable aux actions au cours des mois à venir.

Dans l'environnement économique actuel, les actions restent toutefois attrayantes. Sans récession ces 12 prochains mois, leurs rendements devraient être positifs malgré le ralentissement de l'économie. Ce fut le cas lors de périodes similaires en 2004, 2010 et 2014.

Marquée par une forte hausse des prix des matières premières, la période allant de 2010 au début 2011 était comparable à la situation actuelle. Certains métaux avaient atteint des sommets historiques et les prix du pétrole dépassaient les 100 dollars US par baril. Les entreprises étaient sur le qui-vive et craignaient que la hausse des coûts de production dépasse celle des ventes, ce qui aurait réduit les marges bénéficiaires.

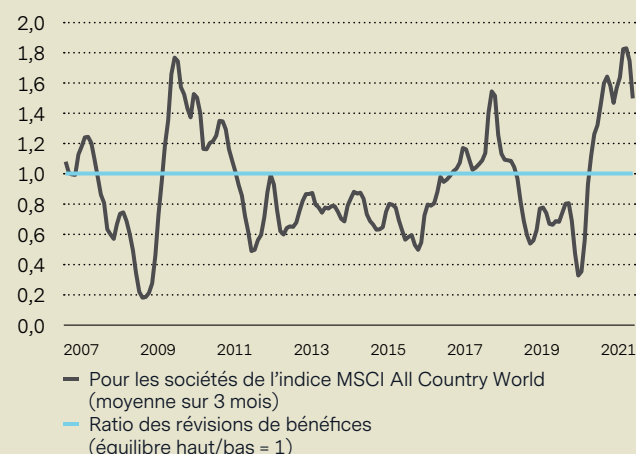
### Les actions devraient défer les pronostics

Avec la forte augmentation des coûts de l'électricité (cf. section Matières premières, p. 12), un tel scénario n'est pas exclu aujourd'hui. En même temps, la comparaison avec 2010 est aussi rassurante : les entreprises avaient réussi à répercuter les hausses sur leurs clients et à augmenter leurs marges, de sorte que leurs bénéfices avaient dépassé les prévisions jusqu'à l'été 2011 (cf. graph. 1). Les derniers rapports publiés laissent présager une évolution similaire cette année.

D'autres raisons nourrissent aussi l'intérêt pour les actions. Les mois difficiles d'août et de septembre sont passés et un rallye de fin d'année pourrait suivre. L'optimisme aussi revient sur les marchés boursiers (cf. graph. 2). Nombre d'investisseurs qui avaient pris des bénéfices ont attendu la correction pour revenir. Comme nous, qui surpondérons maintenant à nouveau notre allocation en actions.

**Graph. 1 : Les prévisions de bénéfices continuent de suggérer une amélioration des bénéfices des entreprises**

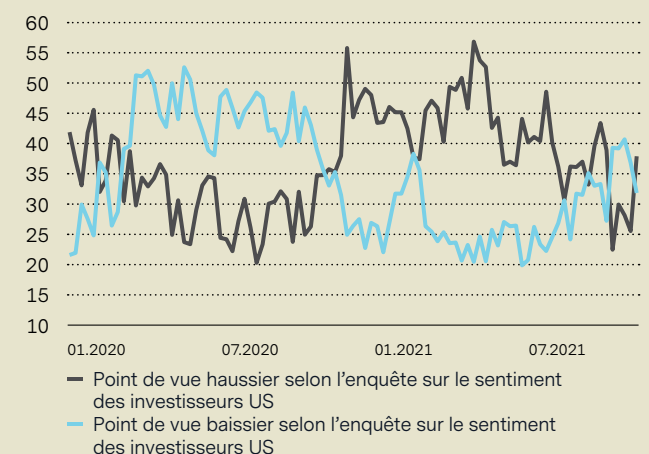
Ratio des révisions à la hausse / baisse des estimations de bénéfices



Source: IBES, Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graph. 2 : Les investisseurs sont partagés sur les perspectives du marché des actions**

Pourcentage d'investisseurs misant sur un mouvement haussier / baissier



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

# Le climat préoccupe, l'énergie aussi



—  
**Stefan Eppenberger**  
Equity & Commodity Strategist,  
Vontobel

**Si le climat fait les gros titres, la hausse des prix de l'énergie préoccupe aussi les entreprises. Cela alimente l'inflation au détriment des taux de croissance et des revenus disponibles. Pour que les prix baissent, il faudrait augmenter la production ou réduire la consommation d'énergie, ce qui n'est guère souhaitable.**

Dans un contexte de forte baisse des stocks et de rebond économique post-Covid, nous assistons actuellement à une explosion des prix des énergies fossiles. L'exceptionnelle froideur hivernale de l'hémisphère nord amoindrit les stocks. Les prix de l'électricité ont donc temporairement doublé en Europe (cf. graph. 1).

La flambée des prix tient aussi aux problèmes d'approvisionnement. En Chine et en Indonésie, des inondations ont impacté la production de charbon ; au Brésil, des sécheresses ont asséché des barrages hydroélectriques, et le manque de vent en Europe a entraîné une diminution de l'énergie offshore. Certaines centrales ont également eu du mal à revenir à leur pleine capacité du fait des mesures imposées par les autorités publiques pour lutter contre la pandémie.

Enfin, la récente crise énergétique met aussi en évidence l'insuffisance des investissements dans les énergies dites

anciennes. Ces dix dernières années, les prix étaient trop bas pour attirer les investissements. L'accent ayant été mis sur les sources durables, les « vieilles énergies » drainent également moins de capitaux.

## Plus de charbon chinois, c'est plus de gaz disponible ?

Hormis des températures clémentes, qu'est-ce qui pourrait briser la hausse des prix et atténuer la crise énergétique ? Il existe plusieurs scénarios. Les principaux producteurs – Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) pour le pétrole, et Russie pour le gaz – pourraient, p. ex., augmenter leur production. Récemment indiquée par le gouvernement chinois, une forte augmentation de la production de charbon en Chine est encore plus probable. Cela réduirait la dépendance de la Chine à l'égard du gaz qui serait alors disponible en plus grande quantité.

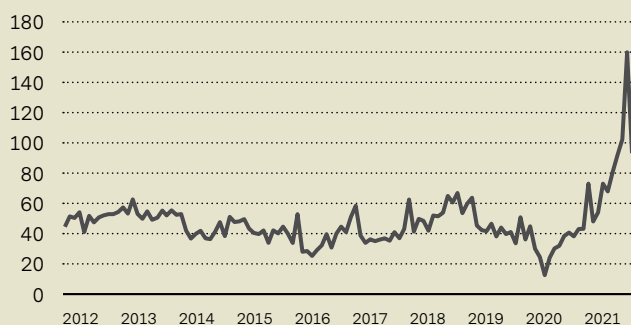
Le monde occidental n'envisage ni le redémarrage des centrales au charbon, ni une augmentation majeure de la production du pétrole et du gaz de schiste américains. Les politiques écologiques actuelles de l'administration Biden risqueraient d'entraver ces efforts. Aux États-Unis, malgré les prix records, le nombre de forages américains augmente à peine, car certains projets de pipelines sont bloqués (cf. graph. 2).

## La demande d'énergie va-t-elle baisser ?

Si la hausse des prix de l'énergie se poursuit, il arrivera probablement un moment auquel les entreprises et les ménages réduiront leur consommation, ce qui freinerait nettement les taux de croissance mondiaux. En même temps, cela confirmerait l'adage selon lequel le moyen le plus sûr de parvenir à une baisse des prix des matières premières réside dans une hausse des prix des matières premières.

**Graph. 1 : La hausse des coûts de production a provoqué l'envol des prix de l'électricité ces 12 derniers mois**

En EUR par mégawattheure

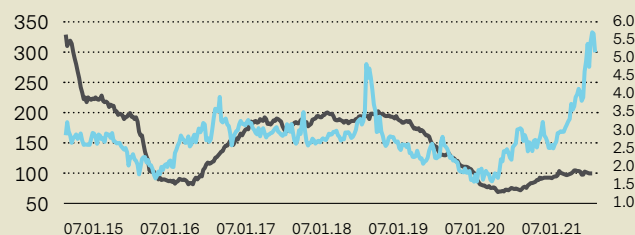


— Prix européens de l'énergie cotés à la Bourse de l'énergie d'Amsterdam

Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graph. 2 : Même les cours record du pétrole et du gaz ne stimulent pas le forage dans l'industrie US des schistes**

Nombre d'installations En USD par million de British thermal units



— Forage de gaz naturel de schiste aux États-Unis  
— Prix du gaz naturel aux États-Unis (échelle de droite)

Source: Energy Information Administration, Refinitiv Datastream, Vontobel

# Le franc suisse teste la patience de la banque centrale



—  
**Sven Schubert, PhD**  
Senior Investment Strategist,  
Head of Strategy Currencies,  
Vontobel

**Malgré les efforts déployés par la Banque centrale pour freiner la hausse, l'appréciation de la monnaie Suisse semble devoir se poursuivre sur le long terme. À court terme, le franc pourrait néanmoins céder un peu de terrain face au dollar US. Les risques mondiaux qui avaient déprimé les monnaies cycliques telle que l'euro se sont réduits en octobre.**

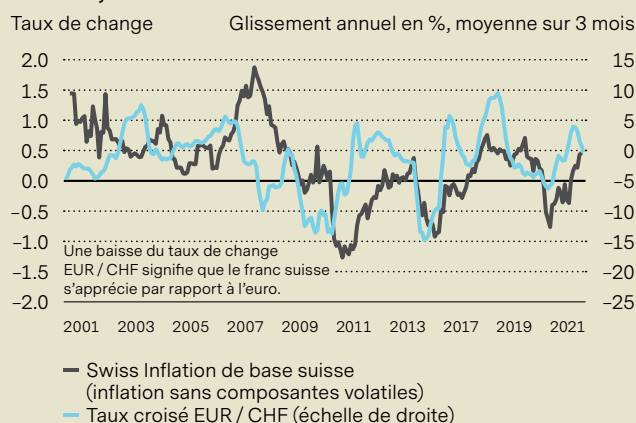
Le franc suisse s'est montré dynamique et s'est rapproché d'un niveau où la Banque nationale suisse (BNS) intervient généralement pour éviter que son appréciation ne se traduise par une faible inflation de base (cf. graph. 1). La BNS a beau déployer tous ses efforts, elle pourrait finalement devoir livrer une bataille perdue d'avance contre la faiblesse des taux d'inflation suisses par rapport à ceux de la zone euro, qui soutiennent le pouvoir d'achat des Suisses et le franc. D'autant que, en matière de dynamisme économique, la Suisse dépasse actuellement ses voisins et même les États-Unis. Or cela fait 20 ans que l'économie Suisse est plus performante malgré le biais que constitue l'appréciation du franc (cf. graph. 2). Le taux croisé de la paire EUR / CHF devrait peu fluctuer à court terme, mais les pics de l'euro constitueront des opportunités de vente.

Depuis le pic du taux de change EUR / USD à env. 1,2250 en juin, l'euro a, face au dollar, baissé graduellement pour s'établir à 1,1540 début octobre. Cela tient à l'« agressivité » croissante de la Fed et aux craintes que l'effondrement du groupe chinois Evergrande n'affecte l'économie mondiale et les monnaies cycliques comme l'euro. En Chine, la situation semble toutefois s'être stabilisée. Le gouvernement devrait y maintenir les récentes mesures d'allègement telles que l'assouplissement des normes de prêt pendant un certain temps, ce qui pourrait aider l'euro. La paire EUR / USD devrait toutefois s'affaiblir un peu sur 12 mois, car le resserrement de la politique monétaire de la Fed interviendra probablement avant celui de la BCE. La paire USD / CHF devrait être plutôt stable à court terme, sachant que le franc pourrait perdre un peu sur 12 mois, car la BNS ne devancera probablement pas la BCE et la Fed.

## Risques spécifiques à chaque pays dans les économies émergentes

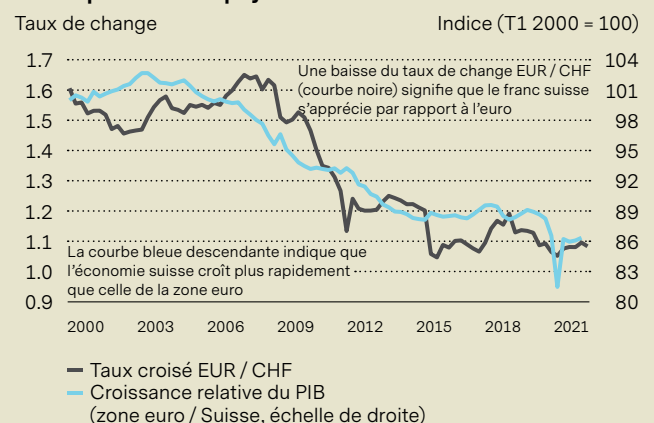
Les récentes pénuries d'approvisionnement semblent se résorber, et certains pays comme la Russie et la Chine ont pris des mesures visant à contenir la flambée des prix des matières premières. C'est une bonne nouvelle pour les économies émergentes où les fondamentaux, tels que les soldes de la balance courante, se sont améliorés ces dernières années. Mais les risques spécifiques aux pays restent préoccupants, notamment au Brésil et en Turquie. La sous-performance du real brésilien tient à l'incertitude économique et aux questions entourant le respect des règles de plafonnement des dépenses du pays par les gouvernements locaux. La livre turque a chuté suite à une importante baisse du taux directeur intervenu après le limogeage de trois membres de la banque centrale par le président turc.

**Graph. 1 : Quand le franc suisse augmente, l'inflation diminue, et vice-versa**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

**Graph. 2 : La forte appréciation du CHF n'a pas affecté la compétitivité du pays**



Source: Refinitiv Datastream, Vontobel

## Conjoncture et marchés financiers 2019 – 2022

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, les emprunts d'État à dix ans, les taux de change et les matières premières de 2019 à 2020, ainsi que les prévisions de Vontobel pour 2021 et 2022.

<b>PIB (EN %)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>PRÉVISION 2021</b>	<b>PRÉVISION 2022</b>
Zone euro	1,6	-6,5	14,2	5,0	4,4
États-Unis	2,3	-3,4	12,2	5,7	4,0
Japon	0,0	-4,7	7,7	2,3	2,5
Royaume-Uni	1,7	-9,7	23,6	6,7	5,2
Suisse	1,3	-2,5	7,7	3,5	2,8
Chine	6,0	2,3	4,9	7,7	5,7
<b>INFLATION (EN %)</b>					
Zone euro	1,2	0,3	3,4	2,4	1,9
États-Unis	1,8	1,2	5,4	4,4	3,2
Japon	0,5	0,0	0,2	-0,1	0,2
Royaume-Uni	1,8	0,9	3,1	2,4	2,6
Suisse	0,4	-0,7	0,9	0,6	0,7
Chine	2,9	2,5	0,7	0,8	1,7
<b>TAUX DE LA BANQUE CENTRALE (EN %)</b>					
EUR	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
USD	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
GBP	0,75	0,10	0,10	0,10	0,50
CHF	-0,69	-0,76	-0,75	-0,75	-0,75
CNY	4,35	4,35	4,35	4,35	4,35
<b>RENDEMENT DES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS (EN %)</b>					
EUR (Allemagne)	-0,2	-0,6	-0,1	-0,2	0,0
USD	1,9	0,9	1,6	1,7	1,9
JPY	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
GBP	0,8	0,2	1,1	1,1	1,3
CHF	-0,5	-0,5	-0,1	-0,1	0,1
<b>TAUX DE CHANGE</b>					
CHF/EUR	1.09	1.08	1.07	1.09	1.07
CHF/USD	0.97	0.88	0.92	0.94	0.96
CHF/100 JPY	0.89	0.86	0.81	0.85	0.88
CHF/GBP	1.28	1.21	1.27	1.27	1.23
CHF/AUD	0.68	0.68	0.69	0.69	0.66
USD/EUR	1.12	1.22	1.16	1.16	1.12
JPY/USD	109	103	114	110	108
USD/AUD	0.70	0.77	0.75	0.73	0.70
CNY/USD	6.95	6.51	6.86	6.45	6.50
<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>					
Pétrole brut (Brent, USD/baril)	66	52	86	80	80
Or (USD/once troy)	1521	1898	1807	1800	1800
Cuivre (USD/tonne métrique)	6149	7749	9857	10000	12000

# 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). Bank Vontobel AG est placée sous la surveillance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA, Einsteinstrasse 2, 3003 Berne (finma.ch/f/). Les auteurs mentionnés en deuxième page du présent document attestent que cette étude reflète intégralement et précisément leur opinion quant aux instruments financiers et sociétés émettrices analysés et qu'ils n'ont perçu aucune rémunération directe ou indirecte en contrepartie de leurs appréciations ou opinions spécifiques formulées dans la présente analyse financière. La rémunération des auteurs de la présente analyse financière ne dépend pas directement du volume d'affaires d'investissement banking généré entre Vontobel et les sociétés émettrices analysées. Les auteurs de la présente analyse financière ne détiennent aucun droit de participation dans les sociétés analysées. Les sociétés émettrices analysées n'ont pas eu accès à la présente analyse financière avant sa diffusion ou sa publication. Certaines contributions distinctes ne se réfèrent pas directement ou indirectement à des instruments financiers concrets ou à des sociétés émettrices précises et ne constituent pas une analyse financière. Elles peuvent donc émaner d'auteurs extérieurs aux secteurs compétents en matière d'analyse financière. Ces auteurs ne sont pas concernés par les restrictions applicables en matière d'analyse financière, ni par l'attestation ci-dessus, et ne figurent donc pas parmi les analystes financiers mentionnés en deuxième page du présent document.

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

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

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

### **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.





Banque Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurich  
Suisse  
[vontobel.com](http://vontobel.com)

