

**100** years | Empowering  
Investors

**Vontobel**

# Investors' Outlook

Renouveau de l'espoir

Avril 2024



### 3 Éditorial

### 4 Stratégie d'investissement

Un coup d'avance

### 6 Points saillants du marché

Contrôler la température économique du Vieux Continent

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

### 12 Prévisions

### Édition

Banque Vontobel AG  
Gotthardstrasse 43  
8022 Zurich

### Rédaction

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

### Auteurs\*

**Stefan Eppenberger,**  
Head Multi Asset Strategy,  
Vontobel

**Frank Häusler,**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

**Michaela Huber,**  
Cross-Asset Strategist,  
Vontobel

**Christopher Koslowski,**  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

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

**Dan Scott,**  
Head of Vontobel Multi Asset,  
Vontobel

### Fréquence de parution

Dix fois par an  
(prochaine édition: mai 2024)

### Concept

MetaDesign AG

### Création et réalisation

Vontobel

### Images

Gettyimages,  
Vontobel

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

22 mars 2024

### Remarques

\* voir « Attestation des analystes » dans les  
« Remarques juridiques » à la page 13

# Renouveau de l'espoir



—  
**Dan Scott**  
Head of Vontobel Multi Asset,  
Vontobel

Chers lecteurs,

La véritable avalanche de données économiques qui a submergé les marchés au mois de mars a également permis aux investisseurs de déceler quelques lueurs d'espoir en provenance de Chine.

S'il est devenu courant de qualifier la Chine d'«ininvestissable», nul ne saurait toutefois ignorer le potentiel de ce qui sera bientôt la première économie mondiale.

D'autant que, après des années consacrées aux priorités géopolitiques et sécuritaires, les messages émis lors de la réunion annuelle du Congrès national du peuple y étaient essentiellement axés sur la croissance. L'objectif de croissance pour 2024 est ainsi maintenu à près de 5% et le gouvernement s'engage à opérer une transition vers une production de pointe et à atténuer les risques du marché immobilier. L'objectif d'inflation à la consommation est fixé à 3%.

Il s'agit-là peut-être du premier signe indiquant que les autorités chinoises souhaitent accorder à nouveau plus d'attention à l'économie. Même si l'absence de mesures de soutien majeures a jusqu'à présent déçu, l'atteinte de l'objectif d'inflation de 3% semble toutefois impossible sans relance budgétaire, réforme structurelle ou impulsion monétaire. Il appartiendra évidemment aux autorités chinoises de décider des mesures à prendre, mais il est clair qu'elles devront faire quelque chose.

Face aux défis auxquels la Chine est confrontée, certains observateurs établissent une comparaison avec le Japon des années 1990, lorsque le miracle économique avait marqué le pas pour déboucher sur la «décennie perdue».

.....  
→ **Webcast**

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

À cet égard, nous montrions le mois dernier qu'il existe en effet des similitudes notables, notamment sur le plan structurel, du fait de la faiblesse du taux de natalité et la diminution de la population en âge de travailler, de la faible demande des consommateurs et des difficultés du secteur immobilier. Au cours des deux premiers mois de l'année, ce dernier affichait ainsi des investissements en baisse de 9% par rapport à l'année précédente.

Certains éléments, tels que les obligations spéciales à très long terme et la volonté de la Banque populaire de Chine de réduire davantage le ratio des réserves obligatoires, constituent néanmoins des signaux positifs. En glissement annuel, la production industrielle chinoise a également bondi de 7% en janvier et février, et dépassé les anticipations qui tablaient sur un taux de 5%. Stimulées par le Nouvel An chinois, les ventes au détail se sont également révélées légèrement supérieures aux prévisions. Enfin, le redressement des investissements étrangers directs effectués en Chine, lesquels étaient, pour la première fois en 25 ans, passés en territoire négatif au troisième trimestre 2023, ne peut qu'inciter à se poser la question suivante: après s'être essoufflée, l'économie chinoise est-elle enfin en train de rebondir?

S'il est encore tôt pour l'affirmer, certains germes d'espoir peuvent laisser penser que c'est peut-être le cas. L'amélioration des flux de capitaux et les signes d'une volonté de faire ce qu'il faut au niveau national pour stimuler la croissance pourraient, sur ce point, permettre à la Chine de s'engager dans cette voie.

Ce numéro d'Investors' Outlook propose une analyse approfondie de l'économie de la zone euro, un examen poussé des prix des matières premières et présente le détail de notre allocation d'actifs.

Le chemin menant à la reprise économique peut être semé d'embûches, nous nous efforçons néanmoins toujours de l'aplanir pour nos clients.



—  
**Frank Häusler**  
Chief Investment Strategist,  
Vontobel

# Un coup d'avance

**Alors que la Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE) évaluent l'environnement économique et s'interrogent sur un calendrier de baisse de leurs taux, la Banque nationale suisse (BNS) est la première grande banque centrale à assouplir sa politique. Cela devrait contenir la vigueur du franc suisse. La Banque du Japon a, elle, procédé à son premier relèvement de taux en 17 ans, et mis fin aux intérêts négatifs tout en abandonnant le contrôle de la courbe des rendements en place depuis 2016.**

Les récents chiffres de l'inflation sont plus élevés que prévu, mais cela ne devrait pas constituer un problème majeur cette année. Le président de la Fed semble d'ailleurs partager ce point de vue. La Fed prévoit toujours trois baisses des taux d'intérêt d'ici fin 2024. Face à l'inflation qui persiste dans les services, les banques centrales pourraient s'engager dans des réductions un peu plus tardives et de moindre ampleur que prévu, mais plus importantes que ce qu'ont actuellement intégré les marchés.

La Fed a également actualisé ses perspectives de croissance et envisage une croissance US de 2,1% en 2024, contre 1,4% en décembre. Malgré une croissance plus élevée, de prochaines baisses de taux sont de plus en plus probables. La BCE devrait également procéder à sa première baisse cet été.

En Chine, l'objectif d'une croissance à 5% et d'une inflation à 3% semble très ambitieux, tant à cause des effets de base que du fait que le pays flirte plus avec la déflation qu'avec l'inflation. Nous anticipons une relance budgétaire au cours des mois à venir.

Le Comité d'Investissement de Vontobel n'a pas modifié notre allocation d'actifs et nous restons donc surpondérés sur les actions et l'or. Vous trouverez de plus amples informations sur notre positionnement à la page 5.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
<b>1</b> <b>Liquidités</b>		→				Nous maintenons les liquidités à sous-pondérer, car, sur 9 à 12 mois, les bénéfices des autres classes d'actifs devraient être supérieurs.
<b>2</b> <b>Obligations</b>			→			Notre restons neutres sur les obligations, avec un biais défensif sur les sous-classes d'actifs. Nous restons surpondérés sur les emprunts d'État et les obligations des marchés émergents. Les emprunts d'État offrent une rémunération asymétrique pour un niveau de protection inchangé. La dette des marchés émergents semble plus attrayante que le haut rendement, pour lequel nous restons sous-pondérés. Elle devrait, à l'avenir, bénéficier de l'affaiblissement du dollar US en cas d'adoption d'une politique « accommodante » de la part de la Fed. Notre position négative sur les obligations à haut rendement tient aux spreads exceptionnellement bas du segment et à l'augmentation des défauts de paiement.
<b>3</b> <b>Actions</b>				→		Les marchés boursiers ont progressé et nous restons surpondérés. Les banques centrales pourraient changer de cap dès le mois de juin. Le Federal Open Market Committee (FOMC) l'a confirmé en mars: les taux d'intérêt ont été maintenus et trois réductions de taux sont prévues en 2024, malgré des perspectives de croissance améliorées et des prévisions d'inflation plus élevées. Cela devrait continuer à soutenir les actifs à risque à moyen terme. Nous privilégions toujours la qualité et la prévisibilité des bénéfices des actions US et suisses, où nous restons surpondérés. La BNS a surpris en abaissant son taux d'intérêt directeur en mars. Les décideurs suisses tentent ainsi de brider l'appréciation du franc, ce qui devrait favoriser les actions suisses défensives. Nous restons neutres sur les actions japonaises et celles des marchés émergents, et sous-pondérons toujours les actions européennes.
<b>4</b> <b>Or</b>				→		Nous restons modérément positifs sur l'or. Sa faible corrélation historique avec d'autres classes d'actifs en fait une couverture efficace en période d'incertitude. L'or peut aussi offrir une protection contre l'inflation et l'affaiblissement des monnaies fiduciaires (non adossées à un métal précieux). Il constitue, en outre, une valeur refuge en cas de tensions et d'incertitudes géopolitiques. Alors que le pivot des banques centrales se profile, l'or devrait encore bénéficier de politiques monétaires souples et de taux d'intérêt réels faibles à l'échelle mondiale. La demande des banques centrales, en particulier celles des marchés émergents, devrait continuer à stimuler l'or.
<b>5</b> <b>Matières premières</b>		→				Face aux perspectives mitigées de la croissance mondiale, nous restons prudents sur la classe d'actifs intrinsèquement cyclique que sont les matières premières. Nous restons sous-pondérés. Toute accélération inattendue de l'économie chinoise et toute escalade géopolitique dues aux attaques ukrainiennes contre les raffineries russes comporte toutefois des risques de hausse.
<b>6</b> <b>Stratégies alternatives</b>			→			Nous restons neutres sur les fonds alternatifs et l'immobilier. Au sein des fonds alternatifs, nous apprécions les titres liés à l'assurance. Leur performance étant liée à des événements d'assurance spécifiques, ils sont souvent faiblement corrélés avec les marchés financiers traditionnels. Cela peut réduire le risque global du portefeuille.

# Contrôler la température économique du Vieux Continent

Les économistes qualifient volontiers d'«homme malade de l'Europe» tout État européen éprouvant des difficultés économiques. En 2022 et 2023, les «hommes» semblent avoir été nombreux à être malades: première économie européenne et fortement exportatrice, l'Allemagne a ainsi été plombée par la faiblesse de la demande extérieure, la crise énergétique de 2022 consécutive à l'invasion de l'Ukraine, les difficultés de son marché immobilier et les mouvements de protestation à répétition. La France et l'Italie ont également été confrontées à la faiblesse de la demande industrielle et à des grèves.



**Stefan Eppenberger**  
Head Multi Asset Strategy,  
Vontobel

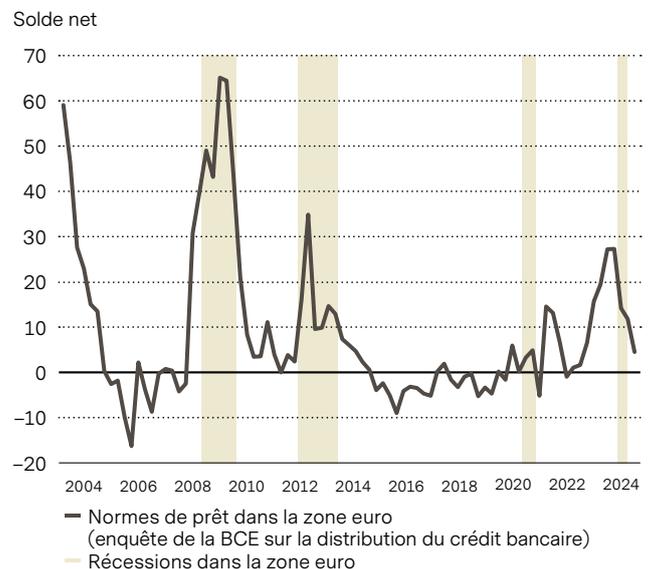


**Michaela Huber**  
Cross-Asset Strategist,  
Vontobel

Après deux ans de croissance inférieure à la moyenne, l'économie de la région semble connaître une certaine stabilisation. Cela tient à plusieurs raisons. D'une part, les effets les plus néfastes de la hausse des taux d'intérêt semblent désormais révolus. Selon l'enquête de la BCE sur la distribution du crédit bancaire, les banques européennes ont, ces derniers mois, considérablement assoupli leurs normes en matière de crédit (graph. 1). Les banques tablent par ailleurs sur une augmentation de la demande de crédit au second semestre.

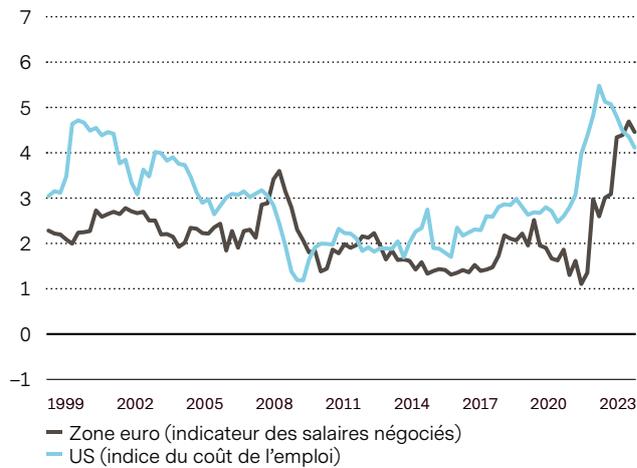
La baisse de l'inflation constitue un autre facteur positif. Les prix à la production européens évoluent en territoire négatif et ils ont encore, en glissement annuel, baissé de 8,6% au mois de janvier. Cela tient, pour partie, à la baisse des prix de l'énergie. L'évolution des prix à la consommation est également encourageante, car ceux-ci n'ont augmenté que de «seulement» 2,6% en février. Pour certains postes de dépenses, tels que les services, la hausse demeure néanmoins élevée, à près de 4%. Les services constituent la composante la plus complexe

**Graph. 1: Les banques de la zone euro ont considérablement assoupli leurs conditions de prêt**



### Graph. 2 : La croissance des salaires dans la zone euro a atteint son pic, mais reste trop élevée

Variation en % en glissement annuel



Source : LSEG, Vontobel ; données au 15 mars 2024.

de l'inflation, car dans les secteurs à forte intensité de main-d'œuvre, la hausse des salaires n'est répercutée qu'avec un décalage considérable.

### Stabilisation en l'absence d'accélération économique significative

Si la baisse des taux d'intérêt et de l'inflation devrait donner un coup de fouet à l'économie, cette dernière n'est guère soutenue sur plan budgétaire. Le Fonds monétaire international (FMI) estime ainsi que les dirigeants européens font preuve d'une certaine retenue budgétaire depuis deux ans.<sup>2</sup> Le FMI n'envisage d'ailleurs pas que cette retenue se transforme en impulsion positive dans les années à venir. Il est, en outre, peu probable que les consommateurs contribuent à une hausse significative dans un avenir proche. De fait, alors que la consommation privée US s'est révélée extraordinairement résistante, la situation est différente en Europe, car la crise énergétique y a provoqué un effondrement durable de la consommation privée.

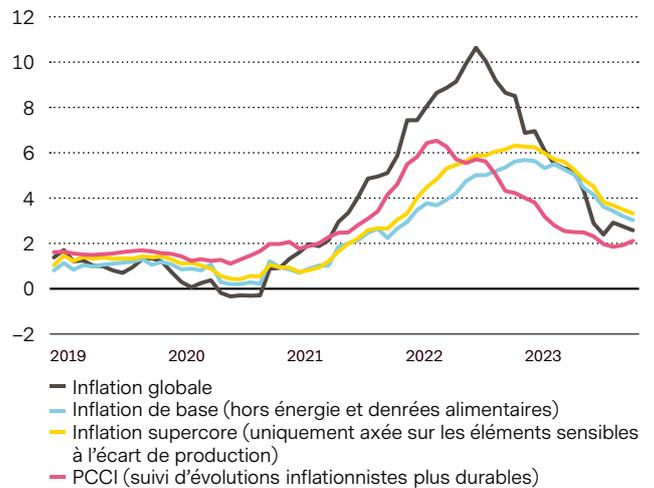
### La politique monétaire actuelle est trop restrictive

Quoi qu'il en soit, la BCE n'est pas pressée de réduire ses taux d'intérêt, et la présidente de la BCE, a, sur ce point, plusieurs fois indiqué que la poursuite d'une croissance vigoureuse des salaires (graph. 2) l'incitait, comme nombre de ses collègues, à attendre la publication des données salariales au deuxième trimestre. Le commentaire selon lequel « nous en saurons un peu plus en avril, et beaucoup plus en juin » pourrait laisser présager une première baisse des taux d'intérêt de la BCE en juin.

Cette fixation sur les salaires semble toutefois déplacée. D'une part, parce que les salaires constituent l'un des indicateurs les plus à la traîne. De fait, la forte hausse récente des salaires peut être considérée comme une sorte de rattrapage des revenus réels (c.-à-d. des revenus

### Graph. 3 : Les mesures de l'inflation de base baissent régulièrement

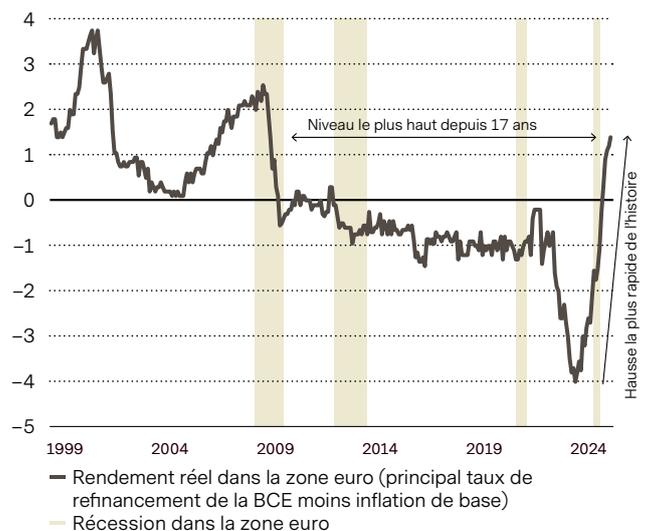
Variation en % en glissement annuel



Source : LSEG, Vontobel ; données au 15 mars 2024.

### Graph. 4 : Les rendements réels continuent d'augmenter (du fait, désormais, d'une inflation plus faible)

En %



Source : LSEG, Vontobel ; données au 15 mars 2024.

corrégés de l'inflation), car les salaires ne réagissent généralement qu'à l'inflation passée. La BCE ne devrait donc pas y accorder plus d'attention qu'il n'en faut. D'autre part, parce que certaines mesures de l'inflation de base sont déjà revenues à l'objectif d'inflation de 2% (graph. 3).<sup>2</sup> Enfin, parce que les taux d'intérêt réels (taux de refinancement de la BCE moins inflation de base) montrent qu'il est temps de réduire les taux d'intérêt : la BCE n'a pas relevé ses taux depuis plusieurs mois, mais les taux d'intérêt réels continuent d'augmenter du fait de la baisse de l'inflation (graph. 4), ce qui freine la reprise économique tant attendue.

<sup>1</sup> L'impulsion budgétaire est un chiffre clé, exprimé en pourcentage du produit intérieur brut, qui mesure la variation du budget budgétaire et son impact sur l'économie.

<sup>2</sup> Un exemple est l'indicateur « Composante persistante et commune de l'inflation » (CPCI), qui mesure l'inflation sous-jacente et persistante, selon la BCE.

# Premiers signes d'assouplissement



— **Christopher Koslowski**  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

**La baisse inattendue des taux de la BNS renforce les attentes d'un assouplissement monétaire mondial dès cet été. Les traders misent désormais sur une baisse des taux de la BCE en juin, suivie de la Fed et de la Banque d'Angleterre (BoE). Cette perspective stimule le marché obligataire.**

La Fed a maintenu inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux et a, malgré la hausse de l'inflation, signalé que trois baisses de taux de 25 points de base chacune semblaient probables pour 2024. Le résumé des projections économiques publié après la réunion du FOMC souligne la confiance des décideurs quant à la lutte contre l'inflation et à la garantie d'un atterrissage en douceur.

Si la fréquente mention d'un éventuel affaiblissement rapide du marché du travail entraînant une baisse plus rapide des taux a surpris, le président de la Fed a néanmoins précisé que ce scénario n'était pas celui du FOMC. Cela est d'autant plus vrai que le taux d'embauche est déjà inférieur aux niveaux pré-pandémiques, de sorte

qu'une augmentation des licenciements pourrait faire basculer l'embauche en territoire négatif et entraîner une hausse du chômage.

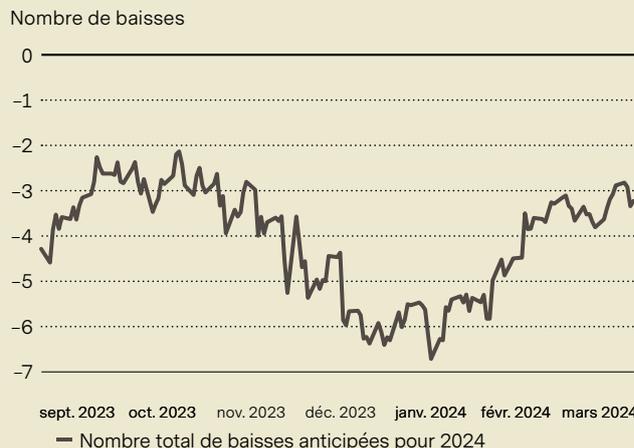
Le FOMC devrait commencer à réduire les taux en juin si l'inflation continue de progresser.

Les nouvelles données restent solides, mais pas assez pour propulser les rendements à un niveau significativement plus élevé, notamment à un moment où la Fed tend à assouplir sa politique. Le marché s'aligne désormais sur la Fed et mise sur trois réductions cette année (graph. 1). Plus la Fed maintient sa politique en suspens, plus l'impact sur l'économie est important; nous maintenons donc notre parti pris pour des rendements plus faibles. Dans ce contexte, nous privilégions toujours les emprunts d'État en les surpondérant. Aux niveaux actuels, les emprunts d'État fournissent une protection et offrent un gain asymétrique, avec une probabilité accrue de profit.

## Le resserrement des spreads impose la prudence sur les marchés du crédit

Si les rendements des bons du Trésor restent élevés, les spreads de crédit ne compensent nullement l'augmentation des défaillances. Le fort resserrement des spreads coïncide avec des anticipations accrues de baisse des taux directeurs et d'atterrissage en douceur. Ces 25 dernières années, seuls 6% des jours de négociation présentaient un resserrement supérieur (graph. 2). Il semble difficile de justifier une prise de risque supplémentaire, de sorte que nous sous-pondérons les obligations à haut rendement.

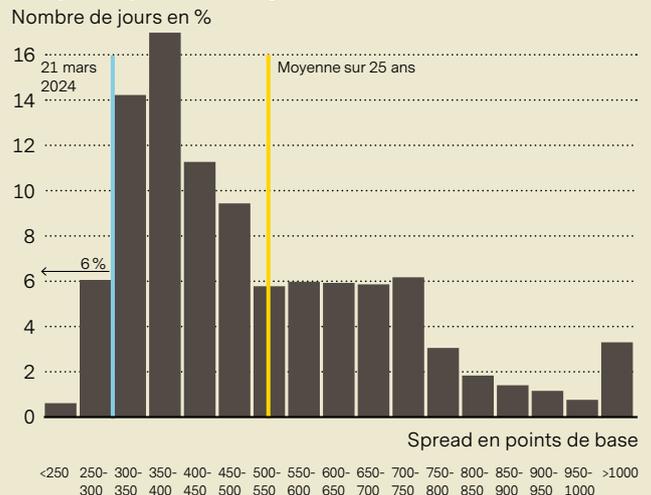
**Graph. 1: Les marchés s'alignent sur la Fed et anticipent trois baisses en 2024**



Remarque: Les chiffres négatifs reflètent le nombre attendu de baisses de taux d'intérêt d'une variation de 25 points de bases.

Source: Bloomberg, Vontobel; données au 21 mars 2024.

**Graph. 2: Nombre de jours négociés dans la fourchette de spread pour les obligations à haut rendement**



Source: Bloomberg, Vontobel; données au 21 mars 2024; période: 25 dernières années.

# Le marché des actions en pleine floraison



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

**Malgré les pressions inflationnistes, les tensions géopolitiques et la trajectoire incertaine des taux d'intérêt, les marchés boursiers ont poursuivi leur progression. Les solides bénéfices des entreprises et l'évolution des politiques des banques centrales ont alimenté l'optimisme.**

Plusieurs indices se sont distingués: le MSCI All Country World Index a dépassé son record historique de décembre 2021; le S&P 500 a, pour la première fois, franchi la barre des 5200 points. Fin février, le Nikkei 225 a également dépassé son record historique de 1989 (graph. 1).

Et le rallye s'est amplifié au cours du mois dernier. Depuis la mi-février, les allocations d'actions des gestionnaires d'actifs institutionnels mondiaux ont augmenté, indique l'enquête de Bank of America auprès des gestionnaires de fonds mondiaux. La rotation sectorielle et de style a été forte, avec un accent sur les secteurs de la valeur et du rendement tels que la finance, la santé, les produits de base, l'énergie et l'immobilier. Cela s'est traduit par des

allocations accrues en actions européennes et des marchés émergents, qui ont surperformé les titres US. Cela a également été le cas pour les actions chinoises et suisses.

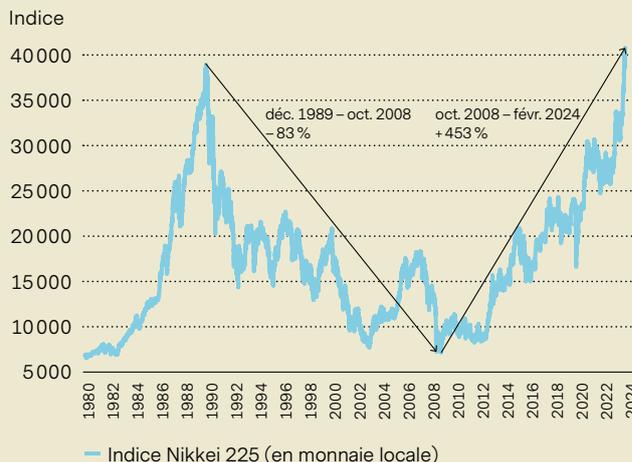
## Qu'est-ce que cela signifie ?

Le sentiment des investisseurs particuliers est devenu haussier en novembre, indique l'enquête sur le sentiment des investisseurs de l'American Association of Individual Investors (AAII). La plupart des marchés sont en outre confrontés au surachat, ainsi qu'à des multiples de valorisation très élevés pour certains marchés et secteurs.

D'aucuns pourraient donc se demander si la reprise ne repose pas sur l'irrationalité. Nous ne le pensons pas. Il faut prendre acte des changements fondamentaux et structurels radicaux qu'ont connu le marché des actions au cours de la dernière décennie. L'exemple du secteur technologique US montre ainsi que l'émergence de nouvelles mégatendances structurelles s'est traduite par une forte croissance des revenus et des marges, ainsi que par la génération de flux de trésorerie disponibles, souvent restitués aux actionnaires sous la forme de rachats. Cette situation n'est guère comparable à la bulle Internet de l'an 2000 (graph. 2).

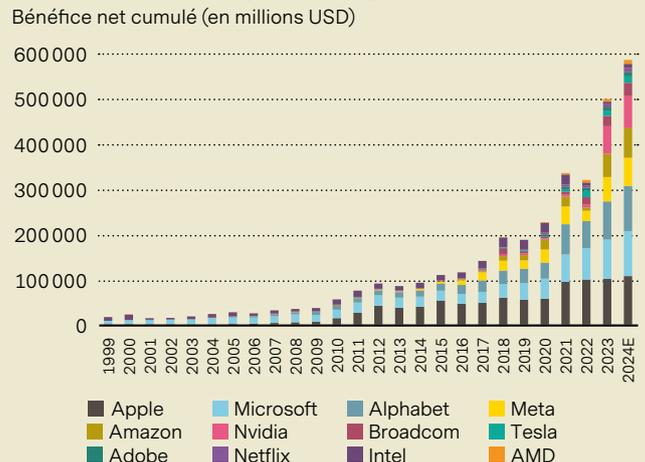
L'inflation devrait continuer à baisser et conduire les banques centrales à réduire leurs taux cette année. Or l'histoire nous enseigne que les marchés réagissent généralement bien à ces mouvements. Nous restons surpondérés sur les actions. Découvrez le détail de notre allocation d'actifs en page 5.

**Graph. 1: Le Nikkei 225 atteint un record après plus de trois décennies**



Source : LSEG, Vontobel ; données au 21 mars 2024.

**Graph. 2 : Bénéfices cumulés des 12 plus grandes entreprises technologiques / méga-capitalisations US**



Source : LSEG, Vontobel ; données au 21 mars 2024.

# Les vents de la géopolitique favorisent le pétrole



—  
**Michaela Huber**  
Cross-Asset Strategist,  
Vontobel

**Le contexte géopolitique a soutenu les prix du pétrole en mars (graph. 1). Alors que le soutien occidental à l'Ukraine s'amenuise, la situation semble de plus en plus tourner à l'avantage de la Russie. Dans le même temps, cependant, les attaques ukrainiennes contre les infrastructures pétrolières russes se sont intensifiées.**

La réduction des capacités de raffinage russe exacerbe la situation pour les produits pétroliers, car si la Russie ne peut pas raffiner son pétrole, ses stocks augmenteront. La Russie a en outre annoncé une augmentation de ses exportations de pétrole. Cette évolution est positive pour les produits pétroliers; mais pas nécessairement une bonne nouvelle pour le pétrole lui-même. Si le conflit ne s'intensifie pas, le pétrole devrait se maintenir à plus de 80 USD le baril.

### Le cuivre remonte (un peu)

La récente hausse des cours du cuivre tient essentiellement à une menace sur l'offre. Les fonderies de cuivre chinoises déficitaires s'étant mises d'accord pour réduire leur production, le métal rouge a brièvement flirté avec la barre des 9000 USD. En l'absence de détail concret, le

rallye a toutefois perdu de son élan. Du côté de la demande, des faiblesses persistent. Les investissements du secteur immobilier chinois, important pour le cuivre, ont ainsi chuté de 9% entre janvier et février. La forte hausse des stocks chinois pose également question (graph. 2). En l'absence de mesures de relance ou de chocs d'offre significatifs, le potentiel de hausse semble limité.

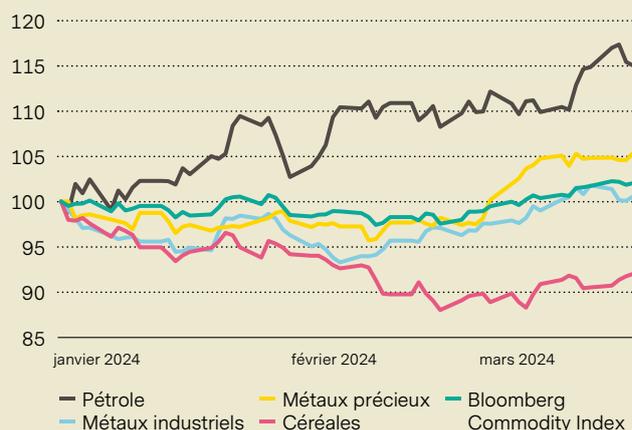
### L'or brille

L'or a atteint un record historique à plus de 2200 USD l'once en mars. Alors que les fonds négociés en bourse (ETF) sur l'or continuent d'enregistrer des sorties (2,9 milliards USD de capitaux retirés par les investisseurs au cours du seul mois de février selon World Gold Council), la forte demande des banques centrales a plus que compensé cette situation. La banque centrale chinoise a ainsi acheté de l'or pour le 16e mois consécutif en février et détient actuellement près de 72 millions d'onces (+390 000 en février).

Mais les consommateurs chinois ne sont pas non plus en reste malgré les prix élevés. Cela pourrait tenir au contexte économique du pays. Même s'il est difficile de prévoir la demande future des banques centrales (d'autant que les données à ce sujet sont publiées avec un certain retard), l'or devrait bénéficier de la perspective de l'affaiblissement du dollar US et de la baisse des taux d'intérêt réels US. Avec la guerre en Ukraine, les tensions au Moyen-Orient et les prochaines élections présidentielles US, la situation géopolitique devrait également jouer un grand rôle au cours des prochains mois.

**Graph. 1: Performance des matières premières depuis le début de l'année**

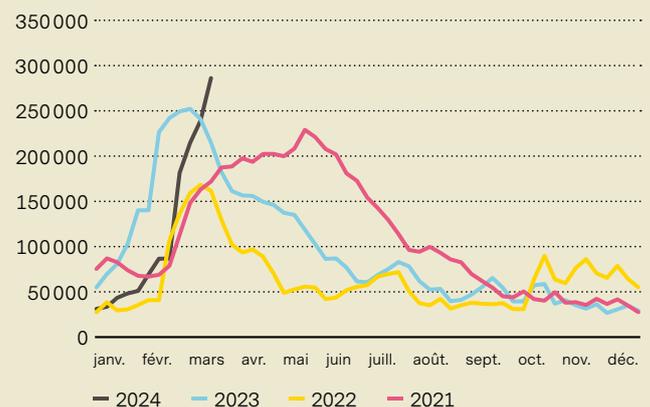
Rebasé à 100 = début 2024



Source : LSEG, Bloomberg, Vontobel ; données au 21 mars 2024.

**Graph. 2: Les stocks de cuivre chinois suggèrent une demande modérée**

Stocks de cuivre à Shanghai en tonnes



Source : LSEG, Vontobel ; données au 21 mars 2024.

# La BNS ouvre la saison des baisses de taux



— **Christopher Koslowski**  
Senior Fixed Income & FX Strategist,  
Vontobel

**La banque centrale suisse a pris les devants en abaissant son taux d'intérêt directeur de 0,25 points, de 1,75 % à 1,5 %, le 21 mars. Cette décision place la BNS en tête de ses homologues mondiaux, dont des baisses de taux similaires sont anticipées dans un avenir proche.**

La mesure a surpris de nombreux analystes qui tablaient sur un maintien du taux directeur à 1,75 %. Selon le président de la BNS, Thomas Jordan, l'efficacité des mesures visant à maîtriser l'inflation au cours des deux dernières années et demie a facilité cette étape. La BNS a aussi abaissé sa prévision d'inflation à 1,4 % pour 2024, contre 1,9 % en décembre.

La BNS n'a jamais hésité à surprendre le marché par de soudaines mesures, et cette baisse s'inscrit dans cette tendance. L'abaissement du plafond du franc suisse par rapport à l'euro en 2015 et la hausse inattendue de 50 points de base des coûts d'emprunt en 2022 en constituent d'illustres antécédents. La trajectoire de la politique de la BNS pour le reste de l'année suggère une poursuite de l'assouplissement, avec près de deux autres baisses prévues (graph. 1), ce qui porterait le taux directeur à 1 % à la fin de l'année.

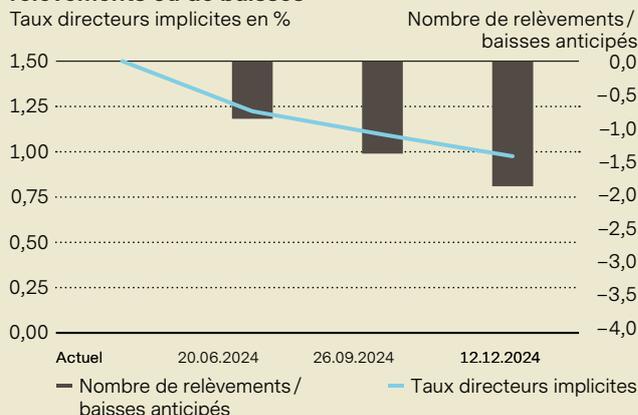
Le franc suisse a perdu du terrain à la suite de cette décision et son affaiblissement devrait se poursuivre face au dollar US et à l'euro dans les mois à venir, car la faiblesse de l'inflation suisse permet à la BNS d'être encore plus accommodante.

## L'élection présidentielle US en ligne de mire

Le taux de change euro-dollar est largement influencé par les mesures anticipées de la part des banques centrales. Mais les prochaines élections présidentielles US devraient également jouer un rôle croissant, notamment parce que Donald Trump devance le président Joe Biden dans les récents sondages (graph. 2). Si Trump l'emportait en 2024, les mesures de réductions d'impôts et la politique favorable aux entreprises qu'il préconise pourraient ne pas avoir les mêmes effets qu'en 2016, car les taux d'imposition actuels sont faibles et parce que les déficits budgétaires sont importants.

L'impact attendu d'une politique combinant mesures fiscales et monétaires pourrait se traduire par une fiscalité plus restrictive et un assouplissement monétaire, ce qui pourrait favoriser le taux de change euro-dollar. Un second mandat de Trump pourrait aussi conduire à une appréciation du dollar US du fait d'investissements refuges, de politiques étrangères agressives et des inquiétudes quant aux regains de tensions commerciales.

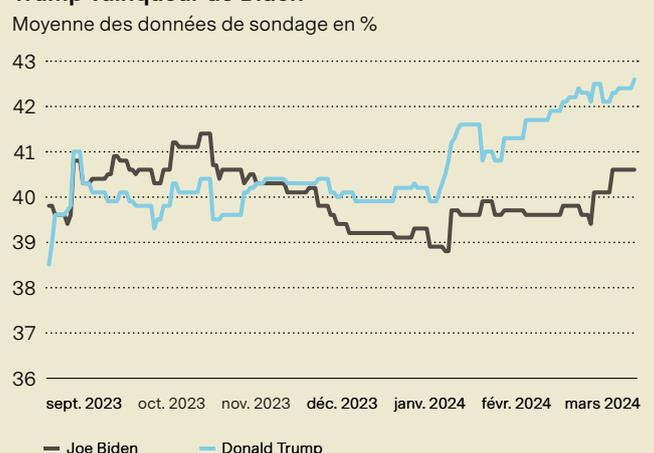
**Graph. 1: Taux implicite au jour le jour et nombre de relèvements ou de baisses**



Remarque : Les chiffres négatifs représentent des baisses anticipées, tandis que les chiffres positifs représentent des relèvements anticipés (aucun relèvement n'est actuellement anticipé).

Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 21 mars 2024.

**Graph. 2 : Les sondages d'opinion donnent (actuellement) Trump vainqueur de Biden**



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 21 mars 2024.

# 12 Prévisions

## Conjoncture et marchés financiers 2022 – 2025

La liste suivante présente les valeurs effectives, cours de change et prix pour le produit intérieur brut (PIB), l'inflation et les prévisions d'inflation, les taux directeurs de la Banque centrale, les emprunts d'État à dix ans, les taux de change et les matières premières de 2022 à 2023, ainsi que les prévisions du consensus pour 2024 et 2025.

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

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

<b>TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
EUR	2,50	4,50	4,50	3,60	2,80
USD	4,50	5,50	5,50	5,25	4,20
JPY	-0,10	-0,10	-0,10	0,01	0,10
GBP	3,50	5,25	5,25	5,10	3,85
CHF	1,00	1,75	1,50	1,52	1,06
AUD	3,10	4,35	4,35	4,35	3,70
CNY	3,65	3,45	4,35	4,25	-

<b>RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
EUR (Allemagne)	2,6	2,0	2,43	2,18	2,09
USD	3,9	3,9	4,28	3,97	3,73
JPY	0,4	0,6	0,74	0,86	0,95
GBP	3,7	3,5	3,99	3,82	3,56
CHF	1,6	0,7	0,72	0,83	0,83
AUD	4,1	4,0	4,09	4,06	3,78

<b>TAUX DE CHANGE</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
CHF / EUR	0,99	0,93	0,98	0,97	1,00
CHF / USD	0,94	0,84	0,90	0,89	0,89
CHF / 100 JPY	0,72	0,60	0,59	0,61	0,64
CHF / GBP	1,12	1,07	1,14	1,12	1,14
USD / EUR	1,06	1,10	1,09	1,09	1,11
JPY / USD	130,00	141,00	151,00	145,00	139,00
USD / AUD	0,67	0,68	0,66	0,67	0,69
GBP / EUR	0,88	0,87	0,86	0,86	0,86
CNY / USD	6,91	7,10	7,20	7,15	7,10

<b>MATIÈRES PREMIÈRES</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>ACTUEL</b>	<b>CONSENSUS SUR 3 MOIS</b>	<b>CONSENSUS SUR 12 MOIS</b>
Pétrole brut Brent, USD par baril	86	77	86	83	83
Or, USD par once troy	1824	2063	2188	2050	2100
Cuivre, USD par tonne métrique	8372	8559	8928	8500	9182

<sup>1</sup> Dernier trimestre disponible

<sup>2</sup> Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 21 mars 2024

# Remarques juridiques

## Annexe à la publication et mentions légales

### 1. Attestation des analystes

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

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

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

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

# 14 Informations légales

### 3. Directives et informations propres à certains pays

La diffusion et la publication du présent document, ainsi que les placements évoqués, peuvent être soumis dans certaines juridictions à des restrictions en vertu des lois et prescriptions locales. La diffusion du présent document et des informations qu'il contient n'est autorisée que dans les pays où la banque qui en est l'auteur, ou le diffuseur, dispose des licences correspondantes. Sauf indication contraire dans le présent document, on ne saurait présumer que la banque qui en est l'auteur, ou le diffuseur, dispose desdites licences dans un pays donné. Veuillez noter les informations ci-dessous, propres à certains pays, qui doivent être strictement respectées. À l'exception des canaux de diffusion spécifiques décrits ci-après, le présent rapport est considéré comme diffusé par la société indiquée en page de couverture.

#### Additional information for US institutional clients

In the United States of America, this publication is being distributed solely to persons that qualify as major US institutional investors under SEC Rule 15a-6. Vontobel Securities, Inc. accepts responsibility for the content of reports prepared by its non-US affiliate when distributed to US institutional investors. US investors who wish to effect any transaction in securities mentioned in this report should do so with Vontobel Securities, Inc. at the address hereafter and not with Bank Vontobel AG: Vontobel Securities, Inc., 1540 Broadway, 38th Floor, New York, NY 10036, Tel 1 212 792 5820, Fax 1 212 792 5832, e-mail: vonsec@vusa.com. Vontobel Securities Inc. New York, with headquarters at Vontobel Securities AG, Gotthardstrasse 43, CH-8022 Zurich, Tel +41 58 283 76 17, Fax +41 58 283 76 49, is a broker-dealer registered with the Securities and Exchange Commission and a member of the National Association of Securities Dealers. Bank Vontobel Zurich is a foreign broker dealer which is not delivering services into the USA except for those allowed under the exemption of SEC Rule 15a-6.

#### Additional information for UK clients

Bank Vontobel AG is a company limited by shares with a Swiss Banking license which has no permanent place of business in the UK and which is not regulated under the Financial Services and Markets Act 2000. The protections provided by the UK regulatory system will not be applicable to the recipients of any information or documentation provided by Bank Vontobel AG and compensation under the Financial Services Compensation Scheme will not be available. Past performance is not indicative of future performance. The price of securities may go down as well as up and as a result investors may not get back the amount originally invested. Changes in the exchange rates may cause the value of investments to go down or up. Any literature, documentation or information provided is directed solely at persons we reasonably believe to be investment professionals. All such communications and the activity to which they relate are available only to such investment professionals; any activity arising from such communications will only be engaged in with investment professionals. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely upon such communications. Any contact with analysts, brokers or other employees of Bank Vontobel AG must be conducted with Bank Vontobel AG directly and not through offices or employees of Vontobel affiliates in London/UK.

#### Information for Italian investors

This research document prepared by Bank Vontobel AG is distributed according to EU rule 2016/958 by Vontobel Wealth Management SIM S.p.A, Milano authorized and regulated by Consob, via G.B. Martini, 3 – Roma.



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

