



CBH | Investment
Management

RECHERCHE

QUARTERLY INSIGHT

2^{ème} trimestre 2023



Face Lift - Larry Otoo
2010. Acrylique sur toile 118 x 146 cm
© CBH Collection privée
Photo: P. Bitz

Table des matières

Les banques centrales confrontées à un difficile exercice d'équilibre	1
Perspectives macro	2
Perspectives d'investissement	5
Actions	5
Taux	6
Crédit	6
Monnaies	7
Détail de l'allocation d'actifs	8

Les banques centrales confrontées à un difficile exercice d'équilibre

Les grandes banques centrales sont confrontées à un exercice d'équilibre difficile. Elles doivent faire face à une inflation sous-jacente persistante, à un ralentissement de l'économie et à des difficultés dans le secteur bancaire qui menacent la stabilité financière. L'ampleur et la rapidité des hausses de taux des banques centrales au cours des 12 derniers mois ne pouvaient que causer de graves dommages économiques et conduire à une certaine fissure dans le système financier à un moment donné. Le vieil adage selon lequel la Fed augmente les taux jusqu'à ce que quelque chose se brise semble se vérifier. La Fed a répété à maintes reprises que sa priorité constituait à lutter contre le choc d'inflation le plus élevé depuis 50 ans et qu'elle était prête à en payer le prix sous la forme d'une récession superficielle. Nous pensons que ces dommages économiques étaient un mal nécessaire afin que la Fed puisse juguler l'inflation rapidement. Les récentes fissures du système bancaire américain nous rappellent que les taux directeurs ont déjà atteint un niveau nettement restrictif.

Les marchés des taux intègrent le fait que la Fed atteindra le taux record des fonds fédéraux (FFR) à 5,25% lors de sa prochaine réunion en mai et commencera à réduire les taux dès juillet pour soutenir l'économie. À notre avis, cette vision ne prend pas suffisamment en compte le point de départ de l'économie et de l'inflation. Le resserrement du marché du travail annonce une récession pour faire baisser l'inflation sous-jacente. Il est donc probablement trop optimiste d'intégrer la possibilité que la Fed recule aux premiers signes de récession. Nous considérons également que les mesures actuelles des anticipations d'inflation sont assez optimistes. Par exemple, malgré une inflation sous-jacente persistante et un marché du travail restant extrêmement tendu, le point mort d'inflation à 10 ans est retombé à environ 2,3%. Encore plus préoccupant : le niveau des bourses, qui ne tiennent pas compte de la baisse des bénéfices de 30% généralement observée en période de récession. La croissance attendue des bénéfices pour 2023 aux États-Unis et en Europe est à peine négative, et la tendance négative à la révision des bénéfices montre des signes d'inversion.

Le dénominateur commun entre les marchés obligataires et boursiers est une attente d'une réduction des taux par la Fed provoquant ainsi un sauvetage économique avant la fin de l'année. À notre avis, les attentes des marchés en matière de baisse des taux sont trop optimistes et sous-estiment la gravité des arbitrages de longue date auxquels sont confrontées les banques centrales. La lutte contre l'inflation signifie l'apparition active d'une récession, et non sa disparition. Le risque au deuxième trimestre est que les espoirs accommodants des marchés soient refroidis, ce qui entraînerait une réévaluation de la trajectoire de la Fed, nuisant ainsi mécaniquement aux actifs risqués en faisant grimper les taux à court terme.

Convictions

La dynamique économique continue de ralentir aux États-Unis et dans la zone euro

Les prix du marché pour les réductions de la Fed cette année sont trop optimistes

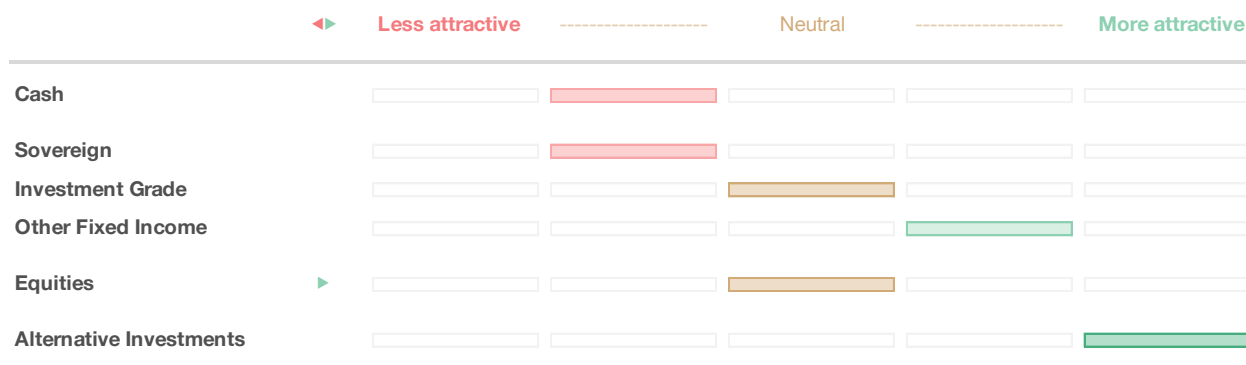
L'inflation sous-jacente restera tendue aux États-Unis et dans la zone euro

Réouverture de la Chine pour stimuler la croissance mondiale en 2023

Les rendements aux États-Unis et en Europe restent volatils

La croissance bénéficiaire sera négative cette année aux États-Unis et dans la zone euro

Le dollar américain s'affaiblit davantage



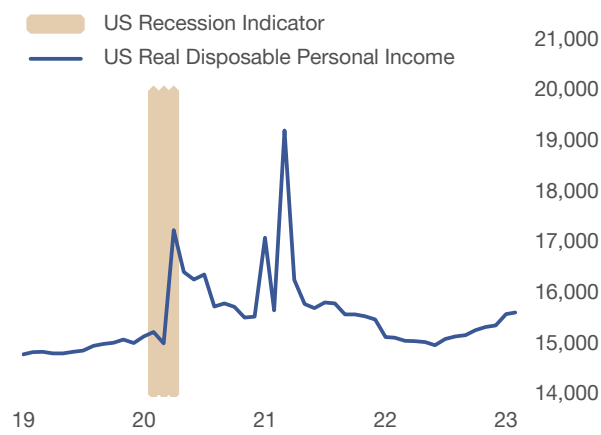
◀ Indicate the last change. Number of triangles indicates the movement amplitude

Perspectives macro

Perspectives macroéconomiques américaines

L'économie américaine a fait preuve d'une grande résilience au cours des derniers trimestres face au pire choc inflationniste jamais constaté depuis des décennies et face au cycle de resserrement le plus brutal de la Réserve fédérale de l'histoire moderne. Notre analyse indique que l'économie américaine a été soutenue par une consommation saine, qui a bénéficié du stock restant d'épargne excédentaire accumulé depuis la pandémie. En outre, le revenu disponible réel, une bonne mesure du pouvoir d'achat corrigé de l'inflation, a atteint un niveau plus élevé prépandémie. Celui-ci augmente à nouveau.

Revenu personnel disponible réel



Cela dit, nous nous attendons à ce que l'économie américaine poursuive son ralentissement au cours des prochains mois. Le canal de transmission de la hausse des taux directeurs à la baisse de l'activité de crédit, menant à une croissance économique plus faible puis à une baisse de l'inflation, se caractérise par de longs délais. Ces délais sont généralement supérieurs à 12 mois. Alors que la Fed a entamé son cycle de resserrement en mars 2022, les effets sur l'économie commencent tout juste à se ressentir. En outre, depuis le 4^{ème} trimestre 2022, le resserrement des normes de prêt a ralenti l'activité de crédit et a déjà freiné la volonté des entreprises envers de nouveaux investissements. Nous pensons que les récentes turbulences dans le système bancaire américain accéléreront le resserrement des normes de prêt et les conditions financières d'une ampleur équivalente à une hausse des taux d'intérêt d'au moins 50 pb.

Le marché a adhéré au récit de la désinflation mondiale, l'IPC global américain ayant culminé en juin 2022 à 9,05% et l'IPC de base à 6,63% en septembre 2022. En effet, la normalisation des chaînes d'approvisionnement dans un monde post-Covid continue d'être un facteur de soutien à la désinflation des biens, mais il est probable que l'effet de base de la baisse des matières premières ait fait son temps. Nous voyons même une certaine inflation des biens revenir, comme dans le cas des voitures d'occasion. Le véritable problème de l'inflation pour les banquiers centraux est la rigidité des mesures de base des pressions sur les prix. À titre d'exemple, l'inflation des services de

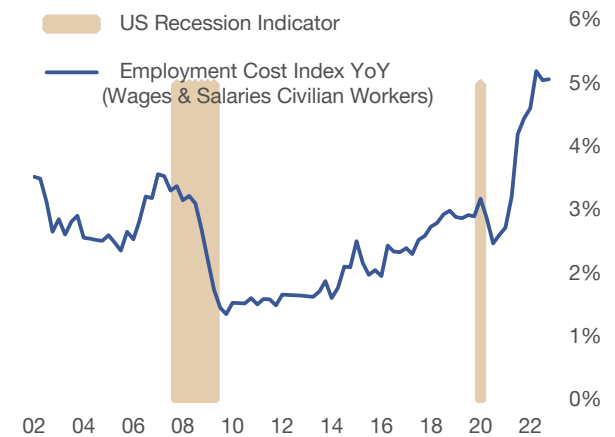
base hors logement (Supercore CPI) reste bien au-dessus des niveaux que la Fed peut probablement tolérer et s'est avérée très résistante. Celle-ci n'a effet que diminuée que de 0,33% de septembre 2022 à février 2023, passant respectivement de 6,46% à 6,13%. Le coupable derrière cette rigidité est le resserrement du marché du travail, qui interdit un ralentissement nécessaire de la croissance des salaires.

IPC supercore



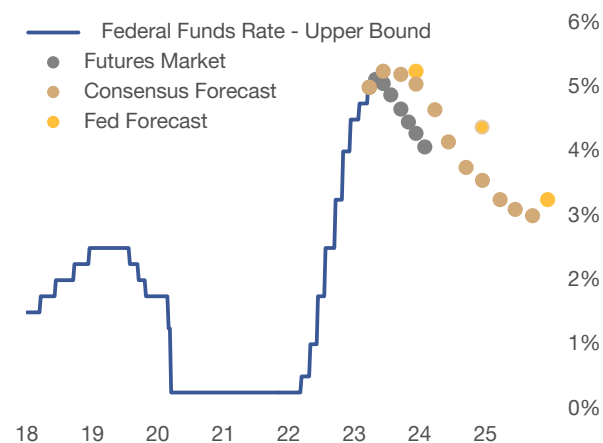
Le ratio des postes vacants par rapport aux demandeurs d'emploi a de nouveau bondi en décembre 2022 pour atteindre 1,96 (soit 1,96 emploi disponible pour chaque demandeur), ce qui reste très proche du sommet historique (1,99 en mars 2022). L'indice fiable du coût de l'emploi (salaires et traitements de tous les travailleurs civils de toutes les industries et professions confondues) était toujours de 5,1 % à la fin de 2022. Nous ne constatons qu'une décélération de la croissance des salaires que concernant les emplois peu spécialisés, tandis que la croissance des salaires des emplois hautement qualifiés est toujours en mode de surchauffe. Nous pensons donc qu'en raison des changements structurels du marché du travail induits par la pandémie, la pression sur les salaires mettra beaucoup plus de temps à s'atténuer, ce qui contribuera à maintenir l'inflation des services de base.

Indice du coût de l'emploi



La Fed a relevé le FFR à 5% (borne supérieure) lors de sa réunion de politique monétaire de mars pour la neuvième fois consécutive. Il a fait référence à une inflation toujours élevée et au fait que des hausses de taux supplémentaires étaient à l'ordre du jour, bien qu'avec moins de conviction – elle a abandonné la référence aux « hausses en cours » des taux d'intérêt, la remplaçant par « quelques hausses supplémentaires ». En outre, le président Powell a admis que les récentes fissures dans le système bancaire américain ont le potentiel de resserrer les conditions de crédit et pourraient donc faire une partie du travail. Cependant, celui-ci a maintenu ses objectifs de resserrement quantitatif de 60 milliards de dollars de roulement de trésorerie et de 35 milliards de dollars de « Mortgage Back Security » par mois. En relevant les taux et en maintenant le resserrement quantitatif tout en fournissant simultanément un soutien de liquidité aux banques, nous voyons des preuves que la Fed fait une distinction claire entre les objectifs de stabilité financière et de stabilité des prix. À notre avis, cette séparation contraste avec la réponse de la banque centrale aux faillites bancaires de 2008 et à la pandémie, lorsqu'elle a utilisé tous ses outils, y compris les baisses de taux, pour stimuler l'économie. À cet égard, l'augmentation récente du bilan de la Fed ne doit pas être considérée comme une forme d'assouplissement quantitatif (QE), car elle n'est pas liée à l'achat de titres sur des marchés ouverts mais plutôt au soutien de liquidité accordé aux banques.

Le parcours de la Fed



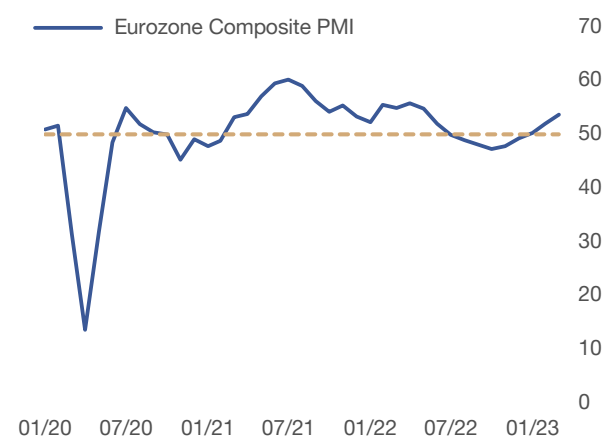
Les marchés n'ont pas tardé à intégrer les baisses de taux en raison des turbulences dans le secteur bancaire. Nous pensons qu'il s'agit de la vieille stratégie de l'époque où la Fed se précipitait pour sauver l'économie en cas de récession. Nous ne prévoyons pas un début d'un nouveau cycle d'assouplissement cette année. Cela dit, la Fed semble approcher de son taux terminal, car la reconnaissance croissante que les taux d'intérêt plus élevés commencent à mordre indique que le pic des taux d'intérêt approche. En outre, si l'on ajoute l'effet du resserrement quantitatif et la prochaine contraction des conditions de prêt du système bancaire, le taux directeur « parallèle » actuel est supérieur d'au moins 1 %. Nous reconnaissons que dans les cycles précédents, lorsque la Fed augmentait également agressivement, elle n'attendait pas longtemps avant de changer de cap (1 mois en '83-'84, 3 mois en '88-'89, 4 mois en '94-'95). Cependant, nous pensons que le scénario différera cette fois en raison

du contexte d'inflation persistante. Nous pensons que la Fed ne pourrait procéder aux baisses de taux prévues par les marchés que si un resserrement du crédit plus grave qu'attendu s'installe et provoque une récession plus profonde que prévu. Nous nous attendons donc à une ou deux hausses supplémentaires avant que la Fed ne fasse une pause jusqu'à l'année prochaine.

Perspectives macroéconomiques de la zone euro

Malgré la morosité de la fin de l'année dernière concernant une récession imminente dans la zone euro, l'économie a été étonnamment résiliente, principalement grâce à l'effondrement des prix du gaz naturel. La gestion efficace de la capacité de stockage d'énergie et les conditions météorologiques clémentes ont entraîné une forte baisse du contrat de référence du TTF néerlandais de gaz naturel bien en dessous du niveau observé avant la guerre ukrainienne. L'économie de la zone euro s'est également montrée plus flexible que prévu, car les industries ont diversifié leurs sources d'énergie. Cette baisse des coûts de l'énergie a éliminé le risque de rationnement de l'énergie et a soutenu la consommation. Pour illustrer la dynamique récente de la zone euro, il suffit de regarder l'indice PMI composite, qui est revenu bien au-dessus du seuil de croissance de 50 et se chiffrait à 54,10 après un creux à 47,30 en octobre 2022. Même si l'économie de la zone euro a, de justesse, échappé à une croissance négative au 4^{ème} trimestre 2022, le consensus s'attend toujours à une légère baisse de -0,2% au 1^{er} trimestre 2023. Le resserrement des conditions financières et le maintien du niveau d'inflation sous-jacente devraient miner le pouvoir d'achat et la confiance des ménages.

Indice PMI composite de la zone euro



L'inflation dans la zone euro a culminé à 10,6 % en octobre 2022, et les forces désinflationnistes depuis lors ont été principalement alimentées par la baisse des prix de l'énergie. La situation est différente pour l'inflation sous-jacente, car nous ne nous attendons pas à ce que l'IPC de base diminue avant le 3^{ème} trimestre 2023 du fait que les prix des services augmenteront, en partie en raison des pressions salariales. Après avoir atteint un pic, lorsque l'Europe luttait contre la propagation du Covid-19, le taux de chômage de la zone euro a fortement baissé, passant de 8,5 % en août 2022 à 6,6 % en janvier 2023, et une mesure pondérée par le PIB du taux de chômage des

quatre plus grandes économies de l'UEM est à son plus bas niveau depuis 1981. Ce resserrement du marché du travail se traduit par des pressions salariales plus importantes dans l'ensemble du bloc. Le problème est que la croissance des salaires fait preuve d'une inertie beaucoup plus grande dans la zone euro qu'aux États-Unis en raison d'une plus grande proportion de salariés faisant partie de conventions collectives et d'accords salariaux multi périodes. Alors que les travailleurs négocient la compensation de l'inflation récente, nous constatons que la mesure de la rémunération par employé est passée de 3,4% au 3^{ème} trimestre 2021 à 5,8% au 4^{ème} trimestre 2022. Nous nous attendons à ce que cet ajustement à la hausse des salaires se poursuive au cours des prochains trimestres, bien qu'à un rythme plus modéré, car le resserrement monétaire de la BCE atténue une partie de la pression sur le marché du travail.

Rémunération par salarié de la zone euro

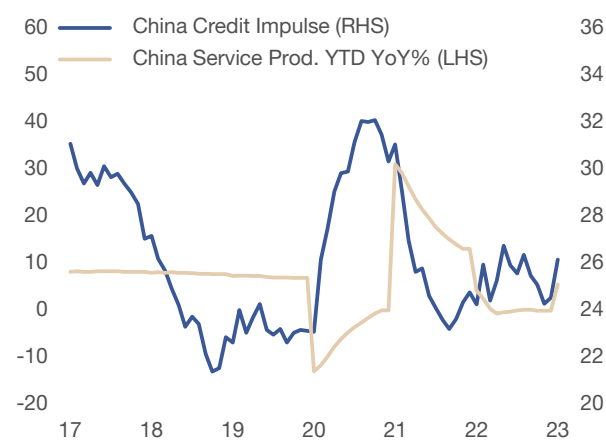


La BCE a poursuivi la normalisation de ses taux d'intérêt en relevant ses taux de 50 points de base en mars 2023, conformément à sa détermination à reprendre le contrôle de l'inflation. Les déclarations faites ne donnaient aucune indication significative sur les perspectives des taux directeurs au-delà de mars, soulignant simplement qu'une approche dépendante des données sera adoptée. En termes de resserrement monétaire, la BCE a déclaré que la baisse s'élèvera à 15 milliards d'euros par mois en moyenne jusqu'à fin juin 2023, et que son rythme ultérieur sera déterminé dans le temps. C'est sans doute une bonne chose que la zone euro économique Les perspectives se sont nettement améliorées, mais une économie plus résiliente signifie un marché du travail plus tendu, des pressions salariales plus fortes et une inflation plus tenace, ce qui devrait forcer la BCE à poursuivre le resserrement de sa politique monétaire. Le resserrement des normes de prêt dû aux tensions dans le système bancaire épargnera probablement à la BCE une ou deux hausses. A notre avis, les prix du marché sont encore trop accommodants et devront être ajustés. Les perspectives de l'économie de l'Eurozone orientale dépendent donc plus que jamais des perspectives de la politique monétaire de la BCE. Nous maintenons notre point de vue selon lequel le taux terminal dans la zone euro atteindra au moins 4% avant de marquer une pause.

Perspectives macroéconomiques en Chine

La Chine a décidé de revenir sur ses politiques strictes de zéro Covid qui ont entravé la croissance économique en début d'année. Le thème de la « réouverture de la Chine » a depuis pris de l'ampleur, et nous voyons en effet les données de mobilité à haute fréquence se normaliser rapidement. Nous constatons également une forte reprise des services. L'indice mensuel de la production de services s'établissant à 5,5% en glissement annuel en février, contre -0,1% en janvier. Le secteur immobilier se stabilise également, comme l'indique le ralentissement de la contraction de l'investissement immobilier au 1^{er} trimestre de cette année. De plus, les prix des maisons semblent avoir atteint un niveau bas.

Indice d'impulsion du crédit et de production de services en Chine



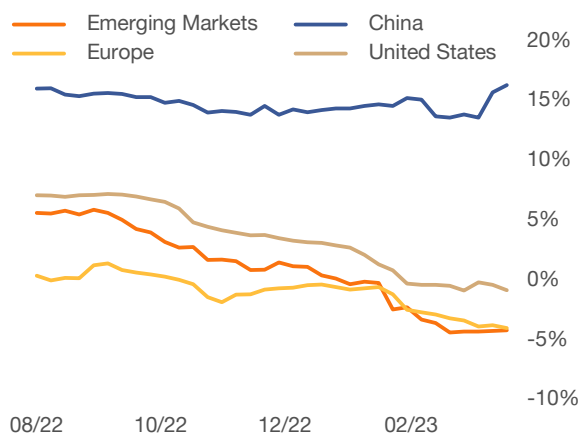
Il y a quelques semaines, l'Assemblée populaire nationale a fixé un objectif de croissance modeste de 5%, mais le PIB de la Chine a dépassé l'objectif après les deux précédents remaniements gouvernementaux en 2012-13 et 2017-18. La situation actuelle ne devrait pas être différente. Dans le même temps, les décideurs politiques semblent prêts à adopter une position pragmatique sans assouplissement majeur, mais optant pour une stratégie de mesures ad hoc. Dans l'ensemble, la reprise de l'économie chinoise devrait contribuer à soutenir l'économie mondiale. Toutefois, comme le rebond est principalement tiré par les services intérieurs et moins par les importations, la stimulation pour d'autres économies, comme celle de la zone euro, devrait être plus limitée que par le passé. Néanmoins, il sera le principal moteur de la croissance du PIB mondial cette année.

Perspectives d'investissement

Actions

Les actions des marchés développés sont confrontées à de forts vents contraires macroéconomiques, car nous nous attendons à ce que la dynamique économique des États-Unis et de la zone euro continue de ralentir à la suite du resserrement de la politique monétaire qui commence à se faire sentir et ainsi qu'en parallèle, des normes de prêt plus contraignantes. Cela devrait se traduire par une baisse des bénéfices cette année. Toutefois, les prévisions de bénéfices des entreprises ne reflètent même pas un risque de récession modeste, car la croissance attendue des profits se chiffre un léger -1 % pour les États-Unis et à -4 % pour l'Europe. Les prévisions de bénéfices ont certes nettement baissé depuis le top du marché début 2022, mais la dynamique baissière des révisions semble marquer une pause.

Croissance des bénéfices en 2023 (attendus)



Historiquement, les marchés action atteignent des creux au cours de la seconde moitié d'une récession. Cependant, nous ne devrions pas baser notre stratégie d'investissement sur le fait qu'une récession est en cours. En effet, historiquement, l'annonce d'une récession par le National Bureau of Economic Research (NBER) a eu un décalage moyen de 8 mois. Comme la durée moyenne d'une récession depuis 1960 est de 12 mois (à l'exclusion de la contraction de Covid de 2 mois), alors, lorsqu'une récession est reconnue, les marchés actions devraient déjà avoir atteint un creux par anticipation. Depuis 1980, 6 récessions se sont produites aux États-Unis, et le rendement moyen sur 1 an du S&P 500 post officialisation du NBER a été d'environ 15%. Il est donc primordial d'examiner les indicateurs cycliques avancés ainsi que s'aider de l'analyse technique.

Notre analyse technique des marchés actions des pays développés conduit à des perspectives plus optimistes que celles de notre recherche macroéconomique. Il y a plus de signaux indiquant que le creux du marché baissier a été observé en octobre 2022 que ceux d'indiquant une visite de nouveaux plus bas. En effet, les prix indiciaires ont

cassé à la hausse la tendance baissière construite à partir du top et de la moyenne mobile à 200 jours sur de nombreux indices clés, tendance généralement observée au début d'un nouveau mouvement haussier. Tendanciellement, le récent comportement du S&P500, du Nasdaq100 et même du Russell 2000 est plutôt de bon augure, même s'il est prématuré d'y voir une nouvelle tendance haussière.

Aussi privilégions-nous une position défensive en ciblant les sociétés de qualité, à faible volatilité et à dividendes élevés. Les actions cycliques ainsi que petite et moyennes capitalisations sont plus à risque au vu de nos perspectives macroéconomiques. Quant au débat croissance versus valeur, il continuera probablement d'être motivé par la direction des rendements obligataires. Les sociétés technologiques de grande capitalisation ont maintenant de solides attributs de qualité compte tenu de leur taille, de leur liquidité et de leur niveau de rentabilité. Ainsi, le Nasdaq100 pourrait également bien se comporter dans un tel environnement. Nous voyons également des poches d'opportunités dans les secteurs de la biotechnologie et la consommation non discrétionnaire. Les actions des marchés émergents devraient continuer de bénéficier de la poursuite attendue de l'affaiblissement attendu du dollar américain et de l'impact positif de la réouverture de la Chine. Le marché s'attend à une croissance des profits supérieure à 15% en Chine. En outre, les révisions des bénéfices sont déjà en hausse. Cependant, malgré l'attrait des actions chinoises, nous nous abstenons d'en augmenter le poids à ce stade compte tenu de la forte volatilité et de notre position déjà surpondérée.

En résumé, il semble que le marché actions soit positionné pour une contraction économique légère et brève ainsi que pour des réductions de taux de la Fed ; il semble déjà anticiper une reprise. À notre avis, les marchés actions des marchés développés n'évaluent pas correctement les dommages économiques attendus, car ils accordent une très grande foi au concours providentiel de Fed. Il existe cependant un risque de déception face à une trajectoire plus belliciste qu'attendue de la Fed. Si tel devait être le cas, alors les actifs risqués subirait des dommages. En raison de la divergence entre nos perspectives macroéconomiques et techniques, nous maintenons donc une position neutre envers les actions, ce en privilégiant un biais défensif.

Focus sur China Tech

Après avoir passé près de deux ans à s'effondrer en raison de la répression de Pékin effaçant plus de 80% de la valeur du secteur du sommet au creux, nous pensons que les actions Internet chinoises sont enfin sur la voie de la guérison et constituer l'une des histoires de redressement les plus remarquables de cette année. La Chine a finalement mis fin à sa politique zéro Covid récemment, ce qui stimulera probablement la croissance et favorisera davantage les dépenses discrétionnaires. Les entreprises Internet chinoises sont mises à profit dans l'histoire de la réouverture du pays, car elles sont en liens directs avec les consommateurs chinois.

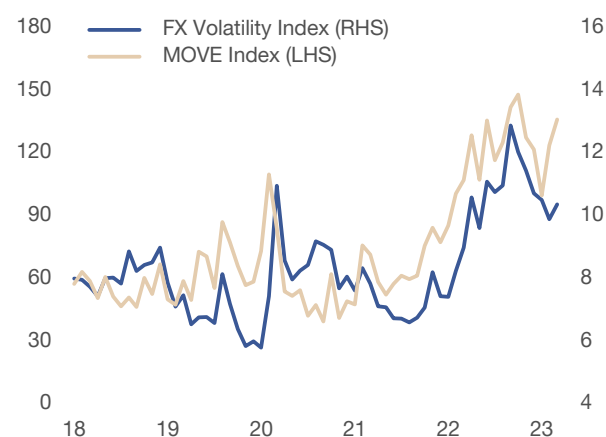
Les sociétés Internet chinoises ont également pris les mesures nécessaires pour apaiser Pékin, affaiblissant potentiellement considérablement les obstacles réglementaires pour l'année. Un haut responsable chinois a récemment déclaré que les autorités chercheraient à fournir davantage de soutien envers les entreprises technologiques ainsi qu'une plus grande prévisibilité quant à la supervision du secteur de la technologie à l'avenir.

En termes de valorisations, le secteur se négocie à un important escompte historique et ainsi que par rapport à ses pairs américains, ce malgré de solides fondamentaux. Nous pensons que la majeure partie du mouvement des prix des sociétés Internet chinoises au cours des dernières années n'a pas été provoqué par des motivations fondamentales. Par conséquent, ces sociétés présentent l'une des opportunités de croissance à long terme les plus convaincantes pour les investisseurs aujourd'hui, même si le chemin de leur gloire antérieure risque d'être long.

Taux

Les perspectives concernant les taux américains s'inscrivent dans le paysage macroéconomique complexe. Les incertitudes sur l'évolution de ces derniers restent élevées, comme en témoigne la volatilité accrue du marché des bons du Trésor américain (indice MOVE), qui a récemment atteint les niveaux observés lors de la crise financière mondiale de 2008. Ces incertitudes découlent de la divergence entre les attentes du marché concernant les « Fed Fond Rates » futures et les projections officielles de la Fed (ou communément appelé le « dot plot »). À la suite de l'éruption des tensions du système bancaire américain, les anticipations de la trajectoire des futures actions de la Fed se sont fortement inversées. Les opérateurs de marché s'attendent actuellement à une baisse des taux dès le second semestre de cette année pour atteindre 4,30% à la fin de 2023. Ceci contraste significativement avec le « dot plot » publié par la Fed lors de sa dernière réunion, qui prévoit que le FFR sera de 5,15 % à la fin de l'année. À notre avis, les chances de constater une réduction des taux par la Fed en 2023 sont peu probables. Nous nous attendons à ce qu'il augmente une ou deux autres fois au cours de l'été, puis que celui-ci reste stationnaire pendant un certain temps avant de commencer à baisser l'an prochain.

Bons du Trésor américain vs volatilité des devises



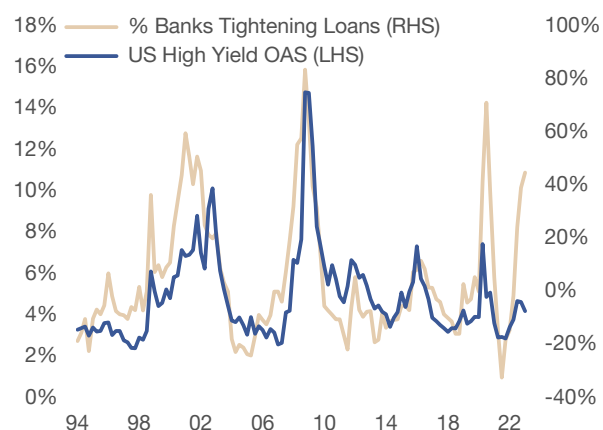
Les rendements à court terme devraient évoluer avec les attentes de politique monétaire, et nous pensons donc que le rendement à 2 ans aux États-Unis pourrait remonter au cours du 2^{ème} trimestre 2023. Les choses sont certes plus compliquées concernant l'évolution du rendement à 10 ans. Théoriquement, nous devrions observer une hausse des rendements. Les investisseurs exigent une rémunération plus élevée pour les détenir, compte tenu de la persistance et de la volatilité de l'inflation. Si l'inflation sous-jacente continue d'être élevée et persistante, il est également probable que les anticipations d'inflation s'ajusteront à la hausse. Ceci devrait se traduire par des rendements obligataires plus élevés pour les échéances plus longues. Cela dit, nous prévoyons que le rendement à 10 ans aux États-Unis demeure volatil et se limite à la fourchette de prix observée durant deuxième trimestre.

Dans la zone euro, nous constatons une détente des risques liés à la stabilité financière et un retour progressif de l'inflation sous-jacente. Il est possible de voir une hausse des rendements sur la partie courte de la courbe en euros, compte tenu de la hausse intégrée par les marchés récemment. Notre positionnement reste donc pour l'instant avec une durée plus courte que l'indice de référence. Progressivement une durée neutre sera implémentée à mesure que la BCE approche de la fin de son cycle de resserrement.

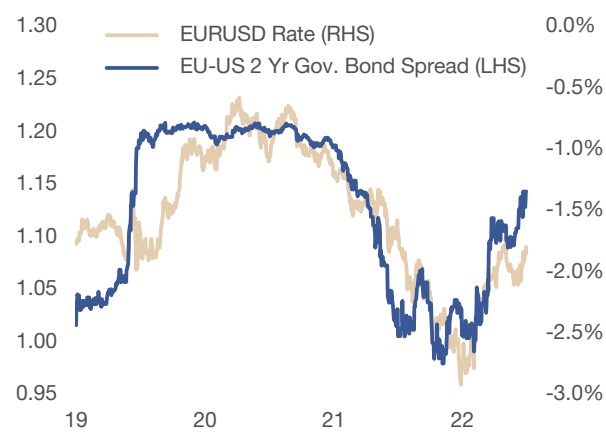
Crédit

Les marchés du crédit sont restés résilients en raison de la surabondance de confiance concernant une réduction par la Fed des taux de référence afin d'une sauvegarde de l'économie. Nous pensons que les écarts de crédit ne reflètent pas pleinement les risques macroéconomiques, et nous considérons que le découplage des normes de prêt pourrait réactiver l'écartement des « spreads » de crédit. Nous restons donc sous-pondérés aux obligations à haut rendement (HY) aux États-Unis ainsi que pour la zone euro. Les « spreads » se sont élargis ces dernières semaines, mais ils ne sont toujours pas assez attractifs à long terme pour représenter une opportunité. Même s'il existe des poches d'opportunités, des coûts de financement plus élevés, une économie plus faible et une faible liquidité du marché continueront à exercer des pressions sur cette classe d'actifs.

« Spreads » de crédit à haut rendement vs resserrement des normes bancaires



EURUSD vs différentiel à 2 ans



Nous sommes plus à l'aise sur le segment « Investment grade » (IG). Celui-ci devrait être plus résistant à un nouvel élargissement des risques, en particulier dans le cas d'un resserrement important des conditions de crédit, amenant par voie de conséquence, une récession, plus tôt que tard. En outre, le portage actuel de la dette IG est suffisamment attrayant pour justifier une position neutre tant aux États-Unis qu'en Europe.

La valeur dans la dette émergente (EMD) semble plus porteuse que le segment « High Yield ». Les décideurs des grandes économies émergentes ont rapidement adopté des politiques monétaires restrictives afin de contrecarrer les pressions inflationnistes afin de se prémunir contre des dévaluations de leurs monnaies domestiques face à celles des pays développés. Les pays émergents disposent désormais de munitions pour l'avenir. Un billet vert plus faible devrait également être bénéfique pour la dette émergente. Toutefois, compte tenu de la sensibilité des marchés émergents face aux fluctuations du sentiment en matière de risque, nous préférons jouer la prudence concernant la classe d'actifs et privilégions du cas par cas pour les portefeuilles personnalisés. Ainsi nous éviterons les émetteurs les plus endettés, qui devraient montrer des difficultés à se refinancer.

Monnaies

Les modèles quantitatifs montrent que la politique monétaire relative a été le principal moteur des mouvements de l'EURUSD au cours de l'année écoulée. Nous prévoyons que la BCE continuera de relever ses taux ce, même après que la Fed aura cessé de les augmenter. Le différentiel de taux devrait donc soutenir la valeur de la monnaie unique face au billet vert, avec une éventuelle cassure au-dessus du seuil des 1,10.

L'or a récemment franchi la barrière psychologique clé des 2000 dollars par once et pourrait bien se diriger vers le précédent sommet historique de 2070 dollars. Un repli sous les 1950 dollars offrirait un point d'entrée attrayant. D'un point de vue fondamental et ce à moyen terme, le pic probable des rendements réels américains devrait contribuer à propulser le métal jaune de nouveaux sommets.

Allocation d'actifs détaillée

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

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

Présence géographique

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



Genève

Siège

CBH Bank
Bd Emile-Jaques-Dalcroze 7
Case postale
1211 Genève 3, CH

cbhbank.com
t +41 22 839 01 00

Zurich

Succursale

CBH Bank
Bahnhofstrasse 82
Case postale 1213
8021 Zurich, CH

cbhbank.com
t +41 44 218 15 15

Luxembourg

SICAV

1618 Investment Funds
106, route d'Arlon
8210 Mamer, L

1618am.com

Londres

Filiale

CBH Wealth UK Limited
2-4 Cork Street
Londres W1S 3LG, UK

cbhbank.com
t +44 207 647 1300

Hong Kong

Filiale

CBH Asia Limited
Suite 2001, 20th Floor,
K11 Atelier, 18-24 Salisbury Road,
Tsim Sha Tsui, Kowloon
Hong Kong, HK

cbhbank.com
t +852 2869 0801

Nassau

Filiale

CBH Bahamas Ltd.
CBH House, East Bay Street
P.O. Box N-1724
Nassau, N.P., Bahamas

cbhbank.com
t +1 242 394 61 61

Rio de Janeiro

Filiale

1618 Investimentos
Av. Ataufo de Paiva,
204
Leblon
CEP: 22440-033
Rio de Janeiro - BR

1618investimentos.com
t +55 21 3993 6901

São Paulo

Filiale 1618 Investimentos

1618 Investimentos
Rua Iguatemi, 192
Itaim Bibi
CEP: 01451-010
São Paulo - BR

1618investimentos.com
t +55 11 4550 4401

Tel Aviv

Bureau de représentation

CBH Bank
Rehov Tuval 40
Ramat Gan
5252247 Israël

cbhbank.com
t +972 77 693 51 28

Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

Important Distribution Information

Suisse - Cette publication est distribuée par CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA, une entité agréée et réglementée par la FINMA, en Suisse.

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

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

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

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

Cette publication peut contenir des informations obtenues de tiers, y compris des notations, des changements de notation, des prix et d'autres données. La reproduction et la distribution de contenus de tiers sous quelque forme que ce soit sont interdites sauf autorisation écrite préalable du tiers concerné. Les fournisseurs de contenu tiers ne garantissent pas l'exactitude, le caractère complet, l'actualité ou la disponibilité de toute information, y compris les notations, et ne sont pas responsables des erreurs ou omissions (par négligence ou autrement), quelle qu'en soit la cause, ou des résultats obtenus de l'utilisation de ces contenus. Les fournisseurs de contenu tiers excluent toute garantie expresse ou implicite, y compris, mais sans s'y limiter, toute garantie de qualité marchande ou d'adéquation à une finalité ou à un usage particulier. Les fournisseurs de contenu tiers ne sont pas responsables des dommages directs, indirects, accessoires, exemplaires, compensatoires, punitifs, spéciaux ou consécutifs, des coûts, dépenses, honoraires juridiques ou pertes (y compris les pertes de revenus ou de bénéfices et les coûts d'opportunité) découlant de l'utilisation de leur contenu, y compris les notations. Les notations de crédit sont des déclarations d'opinion et ne constituent pas des déclarations de fait ou des recommandations d'achat, de détention ou de vente de titres. Elles ne portent pas sur la valeur de marché des titres ou sur l'adéquation des titres à des fins d'investissement, et ne doivent pas être considérées comme un conseil en investissement. Cette publication fait l'objet d'une protection des droits d'auteur et des bases de données et ne peut être reproduite, distribuée ou publiée par toute personne à toutes fins sans l'accord exprès préalable de CBH Compagnie Bancaire Helvétique SA. Tous les droits sont réservés.

Données au 3 avril 2023
Publié le 6 avril 2023

Creativity within Excellence

CBH | Compagnie Bancaire Helvétique

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

am@cbhbank.com
www.cbhbank.com