



**CBH** | Investment  
Management

RECHERCHE

QUARTERLY INSIGHT

3<sup>ème</sup> Trimestre 2023



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

## Sommaire

---

Une économie américaine toujours résiliente malgré des taux plus élevés	1
Perspectives macro-économiques	2
Stratégie d'investissement	5
Actions	5
Taux	6
Crédit	6
Monnaies	7
Vues des classes d'actifs	9

---

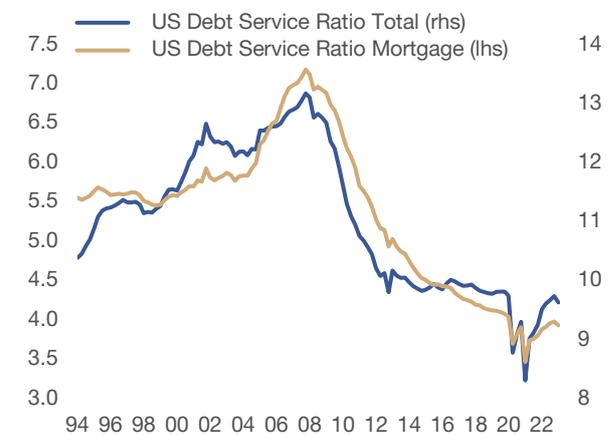
# Une économie américaine toujours résiliente malgré des taux plus élevés

Depuis l'été dernier, le consensus a pronostiqué une récession imminente aux États-Unis, les experts s'attendant logiquement à ce que le resserrement monétaire agressif de la Fed restreigne la demande et pèse sur la croissance. Cependant, la récession américaine, la plus attendue depuis des décennies, continue d'être reportée et, au 2<sup>ème</sup> trimestre, l'économie américaine s'est montrée plus résiliente que prévu. Nous voyons plusieurs raisons pour lesquelles l'économie américaine a déjoué les prophéties jusqu'à présent.

Premièrement, la pandémie a créé des anomalies dans la normalité cyclique des différents segments de l'économie américaine. Ceux-ci ne se sont pas effondrés. De plus, ils ne se sont pas redressés de manière synchronisée. Bien que l'activité manufacturière se contracte clairement, les services sont restés solides, contribuant à maintenir l'économie à flot. Cependant, ce que nous pourrions interpréter comme une récession du secteur manufacturier ressemble plutôt à un retour à la normale des secteurs producteurs de biens d'avant la pandémie. Selon nous, à mesure que l'économie américaine postpandémique se normalise, une série de contractions non séquentielles dans des parties spécifiques plutôt que dans l'ensemble de l'économie se produit. Cela pourrait empêcher l'économie de connaître une récession généralisée. Ainsi, la normalité historique de fin de cycle semble un guide peu adéquat afin d'en tirer des conclusions comparatives.

Deuxièmement, les dépenses de consommation sont demeurées bien soutenues par des finances saines des ménages. Grâce au généreux soutien gouvernemental fourni pendant la crise du Covid, les consommateurs américains sont sortis de la courte récession de 2020 en meilleure forme qu'avant cette dernière. Les ménages ont cumulé plus de 2'000 milliards de dollars d'épargne excédentaire entre le premier trimestre 2020 et le second trimestre 2021, soutenant par la suite la demande privée. En outre, malgré le resserrement monétaire le plus agressif des cinq décennies, la douleur infligée par la hausse des taux aux finances des ménages a été relativement tenue jusqu'à présent. Le ratio du service de la dette reste historiquement bas, à 9% (en dehors de la période pandémique de 2020–2021). De plus, alors que les taux hypothécaires ont bondi à un niveau d'environ 7% récemment, ils ne touchent que 10% des propriétaires, propriétaires étant restés en taux variable. Le resserrement de la politique monétaire a donc freiné l'économie plus modérément que prévu.

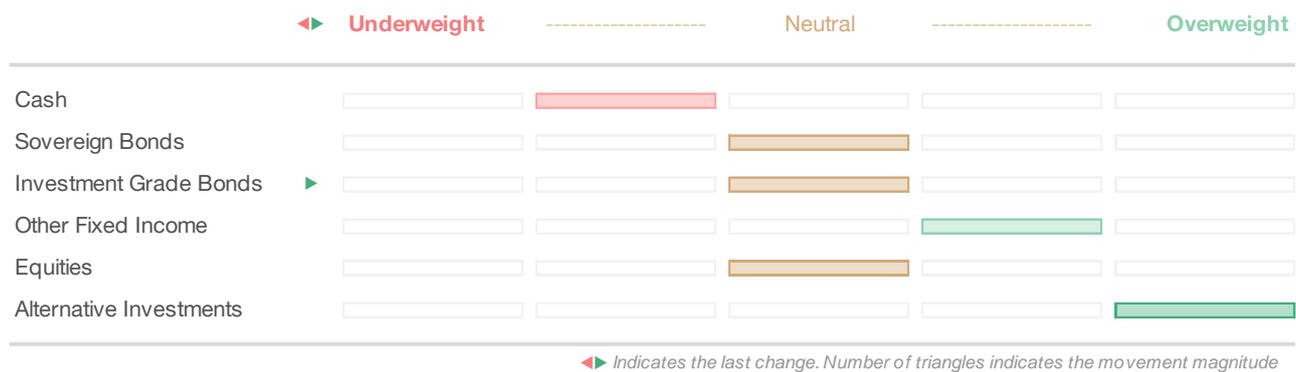
Les finances des ménages américains restent saines



Enfin, la pandémie a également faussé la dynamique du marché du travail. Nous continuons de d'observer une demande de travailleurs plus forte à ce que nous pourrions nous attendre à ce stade du cycle. L'économie américaine a créé plus de 25 millions d'emplois depuis mars 2020. Il semble que plus de 10 millions de postes vacants soient encore non pourvus. Là encore, le resserrement du marché du travail a fortement contribué à ce que l'économie américaine échappe jusqu'à ce jour à une récession.

Nous évaluons à une chance sur deux pour qu'une récession américaine au cours des 12 prochains mois se produise. Une éventuelle accélération du ralentissement en cours entraînerait probablement une réévaluation des risques de récession. Les « spreads » de crédit pourraient s'élargir pour compenser une hausse du taux de défaut et faire baisser les obligations de crédit. Les prévisions de croissance des bénéfices des entreprises, qui restent légèrement positives pour 2023 dans la plupart des régions, pourraient être à nouveau révisées à la baisse et éventuellement peser sur le sentiment. Par voie de conséquence, le positionnement effectif des acteurs du marché pourrait se modifier vers la réduction d'exposition. Ce scénario constitue un risque majeur à l'aube du second semestre.

# Allocation d'actifs



## Perspectives macro-économiques

### États-Unis : La récession reste proche

Les perspectives macroéconomiques américaines pour le 3<sup>ème</sup> trimestre restent cependant incertaines. Divers segments de l'économie évoluent à des vitesses différentes et se trouvent à des stades distincts de maturité de leur cycle respectif. Il est donc ardu d'avoir une vision claire de l'effet net sur l'ensemble de l'économie. Nous pensons donc que la probabilité d'une récession américaine au cours des 12 prochains mois peut être appréciée en « tirant à pile ou face », ou 50/50. Notre principale source de préoccupation réside dans les effets du resserrement monétaire agressif des 15 derniers mois. Ceux-ci ne se sont pas encore pleinement matérialisés concrètement. Certains signes du marché du travail américain augurent l'existence de fissures. De fait, nous nous attendons à une augmentation du taux de chômage durant le 2<sup>ème</sup> semestre. Exemple : la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre est passée de 7% il y a un an à 3,8% à la fin du premier trimestre 2023. L'indice de croissance des salaires de la Fed d'Atlanta est passé de 6,7% en juin 2022 à 6% à la fin du mois de mai 2023. À leur tour, la baisse du revenu disponible ainsi que la confiance des ménages pourraient éroder le niveau de consommation, celle-ci représentant plus des deux tiers du PIB américain. Il est important de noter que cet éventuel ratage de la demande privée pourrait se produire à un moment où l'épargne excédentaire se tarit.

La rapidité et la gravité du ralentissement du marché du travail dicteront en grande partie le moment et l'ampleur de l'éventuelle récession aux États-Unis. Si cela devait se produire, nous nous attendons à une contraction superficielle et brève. Une contraction plus forte que prévu reste un risque extrême à ce stade et pourrait être causée par un regain de tensions dans le système financier en raison de la forte hausse des taux d'intérêt. Néanmoins, nous nous attendons à ce que l'un des principaux moteurs du marché financier mondial au 2<sup>ème</sup> semestre 2023 soit le niveau de probabilité d'une éventuelle récession américaine, son ampleur et sa durée, ainsi que la réponse attendue ultérieure de la Fed.

### Des fissures émergentes sur le marché du travail américain



En ce qui concerne l'inflation américaine, il semble que le resserrement monétaire de la Fed porte ses fruits, car l'IPC global a ralenti par rapport à son pic de l'été 2022, passant de 9% à 4% en mai 2023. Cependant, l'IPC de base s'avère plus résilient et navigue toujours à un niveau supérieur à 5%, bien loin de la zone de confort de la Fed. Néanmoins, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer sa baisse graduelle, car les indicateurs avancés des loyers montrent que la composante du logement (les deux tiers de l'IPC de base) diminuera considérablement au cours des prochains mois. Nous constatons également moins de pressions salariales pour le 2<sup>ème</sup> semestre. Et comme déjà stipulé plus haut, le marché du travail montre des signes de fatigue.

### Les pressions inflationnistes sous-jacentes se sont révélées tenaces



Cette année, les acteurs du marché s'attendaient à ce que la Fed s'approche de la fin des hausses des taux directeurs, et, initie une réduction immédiate. Nous affichions un certain scepticisme. A l'inverse, nous supputons que les attentes de réductions de taux dès cet été pêchaient par excès. Notre prudence s'est avérée confirmée puisque le début du cycle d'assouplissement a été repoussé de juillet à décembre 2023.

Après être passée de 0,25 % en mars 2022 à 5,25 % en mai 2023, la Fed a fait une pause en juin, ce afin de gagner du temps et permettre à davantage de données d'être publiées. Cette pause était loin d'être consensuelle, et plusieurs responsables ont depuis souligné deux autres hausses de taux. Bien que nous ne soyons pas convaincus d'un nouveau resserrement, nous pensons que la Fed se trouve proche de son taux terminal. Puisque l'économie reste résiliente et que les pressions inflationnistes sous-jacentes ne s'atténuent que lentement, nous prévoyons que la Fed maintiendra son taux directeur maximal plus longtemps qu'attendu par les acteurs du marché, ce avant d'entamer un nouveau cycle d'assouplissement. Par conséquent, nous ne prévoyons pas de baisses de taux avant le premier trimestre 2024, au plus tôt. Seule une contraction plus sévère que prévue entraînerait un nouveau cycle d'assouplissement immédiat. Cependant, à ce jour, il nous est difficile d'imaginer que la Fed se précipite afin de sauver l'économie d'une récession, récession qu'elle tente de créer.

### Zone euro : Inflation sous-jacente persistante

En 2022, compte tenu des craintes liées à la crise énergétique, la confiance des entreprises et des consommateurs a fortement chuté jusqu'à la fin du troisième trimestre. Cela a conduit à une légère récession à la fin de 2022, bien qu'avec une marge insignifiante de -0,1% au 4<sup>ème</sup> trimestre 2022 et au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, permettant de justesse de qualifier ce recul comme « récession ». Pour mémoire, deux contractions trimestrielles consécutives sont nécessaires. Compte tenu du fort pessimisme présent en 2022 autour de la crise énergétique, cette contraction très brève et légère est plutôt un bon résultat. L'économie de la zone euro s'est avérée plus flexible et résiliente, notamment grâce à un temps hivernal relativement clément.

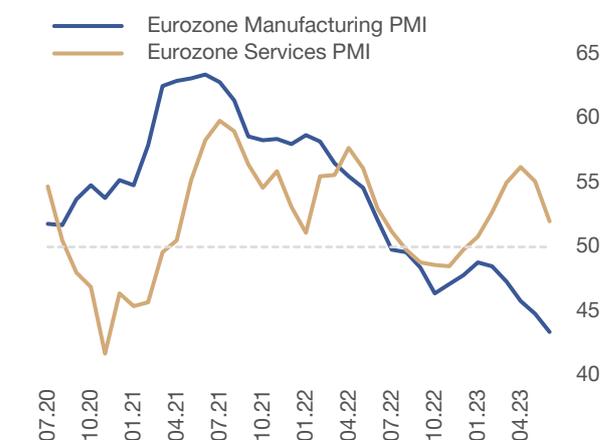
### Confiance des entreprises de la zone euro



Depuis mars 2023, l'économie de la zone euro partage de nombreuses similitudes avec son homologue américaine. La consommation et les services des ménages restent bien orientés grâce à un taux de chômage historiquement bas (le chômage dans la zone euro est tombé à un nouveau plus bas historique de 6,5 % en avril) et ainsi que grâce à l'augmentation nominale des salaires. En revanche, les secteurs plus cycliques de l'économie, tels que l'industrie manufacturière et le logement, ralentissent fortement. La proximité de la guerre ukrainienne et la menace pour l'approvisionnement énergétique ne font qu'exacerber ce ralentissement.

À ce stade du cycle, malgré cette récente résilience de l'économie, nous pensons que la Banque centrale européenne (BCE) restera prudente dans ces actions pour les 12 prochains mois. En effet, le resserrement des conditions financières risque de peser lourdement sur la croissance. En outre, nous voyons deux surprises pouvant influencer l'économie européenne. Premièrement, les tensions géopolitiques et les nouvelles pressions à la hausse des prix énergétiques pourraient à nouveau peser sur le sentiment, et donc, sur la croissance. Deuxièmement, la Chine pourrait surprendre à la hausse en fonction du choix de nouvelles politiques de relance.

### PMI manufacturier et services de la zone euro



La BCE, à l'instar de la Fed, a augmenté ses taux de base agressivement afin de juguler l'inflation en augmentant la facilité de dépôt d'un taux de -0,5% à 3,5% en un an.

Cependant, la BCE est souvent critiquée pour être en retard sur les événements. Celle-ci a en effet initié son cycle de resserrement quatre mois plus tard que la Fed. L'IPC global a culminé dans la zone euro en octobre 2022, également quatre mois après le pic de l'inflation globale observé outre-Atlantique. Après avoir culminé à 10,6 % en octobre 2022, l'inflation globale a fortement baissé à 5,5 % en raison de l'effondrement des prix énergétiques. Cela étant dit, l'objectif central de la BCE est l'inflation sous-jacente. Celle-ci se monte à 5,4%, à peine inférieure au récent sommet de mars 2023, soit de 5,7%. Parce que le marché du travail reste extrêmement tendu avec un taux de chômage historiquement bas, nous continuons de constater une pression à la hausse sur les salaires et des coûts unitaires de main-d'œuvre. La BCE a fortement communiqué sur l'avènement d'un nouveau resserrement. Ainsi, une hausse de 25 pb en juillet est pratiquement chose acquise, et une seconde en septembre est très probable. Nous continuons de croire que la BCE continuera sur sa lancée, jusqu'à atteindre un niveau de 4%. En effet, l'inflation sous-jacente reste supérieure à 5%.

### Chine : une reprise chancelante

L'économie chinoise a connu une croissance inférieure à la normale depuis 2020, principalement en raison des confinements et des politiques réglementaires Covid. À cet égard, il est évident que la répression de plusieurs industries, telles que le tutorat privé, les sociétés Internet et l'immobilier, ont causé des dommages substantiels, directement et indirectement, nuisant ainsi à la confiance des entreprises. Lorsque les autorités chinoises ont annoncé fin 2022 qu'elles en avaient fini avec la politique zéro-Covid, les économistes et investisseurs se sont montrés très enthousiastes quant à une forte reprise et d'un substantiel et bienvenu coup de pouce à l'économie mondiale.

Toutefois, la reprise au cours de la première partie de l'année a été pour le moins mouvementée et il y a des clairs signes que des secteurs clés tels que la construction, l'immobilier et les exportations ne s'améliorent pas, pesant ainsi sur la croissance. S'ajoutant à ce contexte macroéconomique morose, les craintes de déflation se sont accrues (IPP de mai en glissement annuel à -4,6%) et le chômage des jeunes a atteint un niveau record de 20,8% en mai, y compris parmi les cohortes hautement qualifiées.

Inflation des prix à la production en Chine et chômage des jeunes



Les autorités chinoises sont bien conscientes de écueils et ont déjà mis en place des politiques de soutien, telles que des baisses de taux. Cependant, il s'agit davantage de mesures de stabilisation visant à atténuer les vents contraires à court terme que de politiques favorables à la croissance à long terme. Le gouvernement semble donc résolu à ne pas alimenter de nouveaux excès. Bien que nous nous attendions à ce que l'impact des nouvelles mesures de relance ne soit que modéré, nous pensons que de nouvelles politiques pourraient être annoncées lors de la réunion du Politburo en juillet, ce en fonction des données économiques à venir. Nous nous attendons à ce que la Chine croisse au-dessus de l'objectif officiel de 5 % en 2023 (le consensus s'élève à 5,5 %), mais comme le gouvernement se concentre sur la demande et l'activité intérieure, le coup de pouce exogène envers l'économie européenne devrait être plus modéré qu'il ne le fût par le passé, sauf surprise politique.

# Stratégie d'investissement

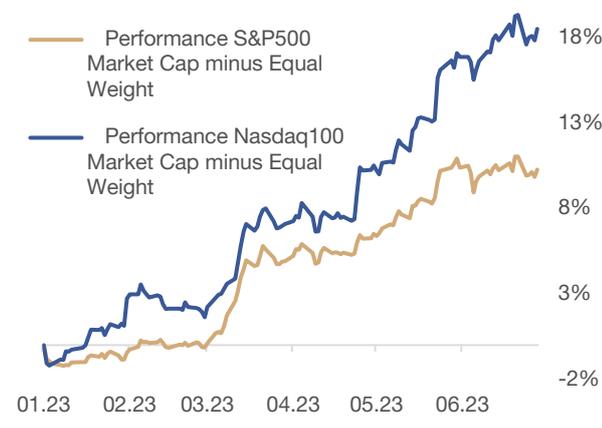
## Actions

Les actions américaines ont été la douleur de cette année, car elles ont poursuivi leur progression face au danger d'une récession tant attendue devant largement affecter les bénéfices des entreprises. Un choix cornélien s'est imposé pour les gestionnaires d'actif : monter dans le train d'un marché haussier sans que de solides fondamentaux macroéconomiques ne puisse soutenir cette décision ou rester sur la touche, manquant ainsi la hausse.

Néanmoins, bien que les actions des marchés développés (MD) aient affiché une performance étonnamment forte depuis le début de l'année, nous pensons que l'oxygène à ses altitudes commence à se faire plus rare.

Notre première source d'inquiétude provient de la forte concentration source de performance cette année pour le S&P 500 et le Nasdaq100. 73% des gains du S&P500 au cours du premier semestre de l'année proviennent des «7 magnifiques», un groupe de valeurs de croissance et de grandes capitalisations particulièrement notoires auprès du grand public : Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Tesla et Nvidia. Au niveau sectoriel, 65 % des gains trouvent leur source dans les technologies de l'information, 19 % dans la consommation discrétionnaire et 16 % dans les services de communication. Ainsi, un petit solde de 4 % est partagé par les huit autres secteurs. Notre prudence ne trouve pas son origine dans les fondamentaux de ces sociétés car, pour la plupart, il s'agit d'actions de qualité. A contrario, elle prend racine dans la récente augmentation de ces titres entraînée par un battage médiatique autour du thème de l'intelligence artificielle (IA). Le regain d'intérêt pour l'IA, (par exemple, ChatGPT), a propulsé les «7 magnifiques» et les indices de référence du marché US à la hausse. Bien que nous croyions au potentiel à long terme de l'IA et de l'apprentissage automatique, un tel battage médiatique soudain n'a jamais été historiquement de bon augure à moyen terme. La probabilité que ce mouvement perde en intensité dans les mois à venir paraît élevée, et devrait conduire à une normalisation de la surperformance des actions liées à l'IA.

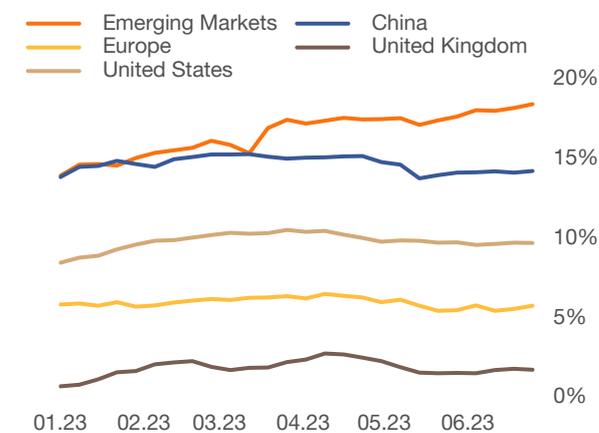
Les actions de croissance à méga-capitalisation liées à l'IA ont surperformé depuis le début de l'année



La complaisance croissante des investisseurs ne fait qu'aggraver la fragilité des actions sur les marchés développés. Malgré les incertitudes liées au resserrement monétaire de la Fed, aux inquiétudes relatives à la croissance, à la guerre en Europe et aux tensions géopolitiques avec la Chine, de nombreux indicateurs pointent vers une forte complaisance des marchés. D'un point de vue « contrarian », la prudence est donc de mise, car, par définition, le sentiment peut rapidement basculer dans la direction opposée et entraîner les actions à la baisse. Le positionnement global sur la classe d'actif actions a également considérablement augmenté cette année, les investisseurs étant blasé du thème d'une récession qui peine à se concrétiser, ont sauté dans le train en marche. La bonne performance récente signifie que les incitations à une brusque prise de bénéfices sont fortes.

Nous estimons également que les attentes bénéficiaires seront très exigeantes dans le contexte d'une valorisation élevée du marché boursier américain. Au cours du deuxième trimestre, les prévisions de bénéfices à 12 mois pour le S&P 500 ont augmenté de 2,4% et de 3,2% pour l'indice Euro Stoxx (données Bloomberg). En cela, nous voyons un signe que les analystes ont au moins partiellement allégé dans leur pronostiques les risques de récession, probablement en tenant compte du fait que les économies sont restées plus résilientes que prévu des deux côtés de l'Atlantique. Par ailleurs, pour 2024, les estimations de croissance du BPA nous paraissent par trop optimistes : 10% aux États-Unis, 6% en Europe et 14 % en Chine. Avec une barre aussi haute, il n'y aura que peu de place pour une quelconque déception. Ceci d'autant plus que les actions américaines ont déjà affiché de fortes performances depuis le creux d'octobre dernier. Depuis le début de l'année, la hausse du S&P 500 a principalement été attribuable à l'expansion des multiples, le ratio P/E prévisionnel à 12 mois augmentant de 14%, tandis que le BPA prévisionnel à 12 mois n'a augmenté que de 0,9%.

## Croissance attendue des bénéfices pour 2024



Bien que le contexte macroéconomique reste incertain à moyen terme, nous ne nous attendons pas à ce que

l'économie américaine bascule en récession durant le second semestre compte tenu de sa récente résilience. Nous discernons également des signes avant-coureurs que les flux de capitaux pourraient s'orienter en dehors des titres de croissance à méga-capitalisations. Les avantages et inconvénients sont équilibrés pour les actions à l'approche du 3<sup>ème</sup> trimestre. Notre allocation globale en actions demeure donc toujours neutre. Ainsi, nous restons neutres dans la zone euro et les pays émergentes. Par contre, nous sous-pondérons légèrement les actions américaines en faveur des actions mondiales. Aux États-Unis, nous privilégions les actions de croissance de qualité à un prix raisonnable, car elles pourraient bénéficier de rendements obligataires potentiellement plus bas à moyen terme. Nous déconseillons de « courir après » les « 7 magnifiques ». L'Europe niche nombre de sociétés affichant des valorisations attrayantes, notamment parce que les rendements pourraient poursuivre leur ascension avec un potentiel marqué de hausse pour les financières. Sur le spectre des marchés émergents (ME), nous continuons de surpondérer la Chine, bien que le discours de réouverture macroéconomique ait été quelque peu décevant ces derniers temps. Nonobstant, nous trouvons toujours le profil de croissance des actions chinoises très attrayant compte tenu de leur valorisation bon marché.

#### Les actions chinoises restent bon marché



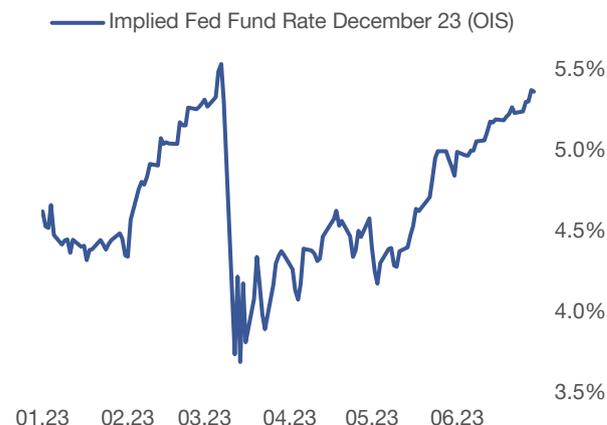
#### Taux

Bien que la Fed ait fait une pause à un taux de 5,25% en juin, les perspectives monétaires à court terme restent légèrement orientées vers l'orthodoxie, plusieurs responsables de la Fed ayant récemment signalé la nécessité d'une ou deux hausses de taux supplémentaires avant que l'objectif soit atteint. Bien que nous n'affichions aucune conviction quant à un resserrement additionnel, les récentes données économiques continuent de pointer vers un marché du travail obstinément tendu. Ce facteur justifierait en effet de telles attentes.

Malgré l'incertitude persistante concernant le niveau taux maximal de la Fed, nous pensons que la fin du cycle de resserrement est proche. Nous nous attendons donc à une baisse des rendements le long de la courbe du dollar au cours des 12 prochains mois. Les pressions inflationnistes sous-jacentes ne s'atténuant que lentement et l'économie restant résiliente, la Fed devrait maintenir

son taux directeur record plus longtemps que prévu, au moins pour le reste de l'année 2023.

#### Les pronostics quant aux actions de la Fed ont été volatils en 2023



Bien que les rendements des bons du Trésor américain à court terme se situent probablement proche d'un sommet à mesure que la Fed se rapproche de son taux terminal, nous pensons que les rendements à long terme pourraient également baisser dans le sillage d'un essoufflement de l'économie. Nous pensons donc qu'il est approprié de commencer à allonger la durée lors d'investissements en obligations. Bien qu'il soit tentant de surpondérer les bons du Trésor à court terme à rendement plus élevé, nous affichons une préférence envers les obligations à plus longue durée garantissant le portage attrayant et bénéficiant potentiellement d'un effet de prix positif découlant d'une baisse future des rendements à moyen terme. Nous préconisons une stratégie dite en « haltères », investissant une partie du portefeuille dans des obligations à durée courte et une autre partie dans des obligations à durée plus longue, ciblant une durée de portefeuille comprise entre 4 et 5 ans.

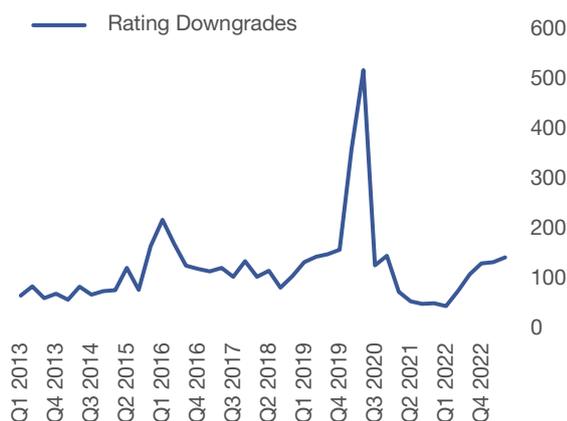
Sur le vieux continent, les taux devraient suivre la même trajectoire que leurs coreligionnaires outre-Atlantique, cependant avec un décalage estimé à un trimestre. Nous nous attendons à ce que la BCE opère deux relèvements additionnels durant le second semestre, alors que la Fed pourrait déjà en avoir fini pour ce cycle. Les pressions inflationnistes dans la zone euro semblent plus enracinées et justifient une normalisation accrue. Cela signifie que les rendements de l'euro pourraient légèrement continuer à grimper et ne plafonner que plus tard. Par conséquent, nous restons prudents sur l'extrémité longue de la courbe européenne et privilégions ainsi les échéances courtes à moyennes.

#### Crédit

Avec la flambée spectaculaire des rendements souverains au cours des 18 derniers mois, tant aux États-Unis qu'en Europe, les rendements absolus offerts par les obligations d'entreprises ont atteint un niveau attractif. Toutefois, compte tenu des perspectives macroéconomiques incertaines, les écarts de crédit pourraient s'élargir considérablement dans un contexte de ralentissement de la croissance, de dégradation des notations et

d'augmentation des taux de défaut. Ainsi, peu d'incitations à aller plus bas dans la qualité du crédit afin d'obtenir des rendements supérieurs sont actuellement présentes. Nous continuons à privilégier les obligations Investment Grade (IG) dont les fondamentaux demeurent solides. Celles-ci devraient être plus immunisées contre l'élargissement des spreads de crédit alors que leur portage semble suffisamment élevé afin d'amortir partiellement une baisse éventuelle de prix. D'autre part, malgré des niveaux de rendement attractifs sur le haut rendement (HY), nous jugeons la prime de risque trop faible historiquement parlant, ce d'autant en intégrant les risques macroéconomiques.

#### Les fondamentaux du crédit peuvent se détériorer davantage



A contrario, nous sommes relativement optimistes concernant la dette émergente (EMD). Certes, un redémarrage économique chinois plus faible que prévu et une Fed toujours restrictive ne constituent pas des facteurs porteurs pour cette classe d'actifs. Cela dit, nous pensons que nous approchons d'un fléchissement de ces deux barrières. Étant donné que les banques centrales des marchés émergents ont, en général, resserré leur politique monétaire avant les marchés développés, celles-ci disposent d'une avance sur le cycle. Elles pourraient initier des réductions de taux déjà durant les prochains trimestres. Ce faisant, un soutien serait apporté vers les marchés obligataires locaux, réduisant les coûts de refinancement des entreprises. Le complexe des pays émergents est particulièrement hétérogène. Il est par conséquent difficile à privilégier l'ensemble de la classe d'actifs.

De la valeur peut se trouver chez certains émetteurs émergents et sur les « IG Corporates » asiatiques profitant généralement d'une solvabilité élevée ainsi que de rendements attractifs supérieurs à 7% pour des maturités inférieures à 5 ans.

#### Monnaies

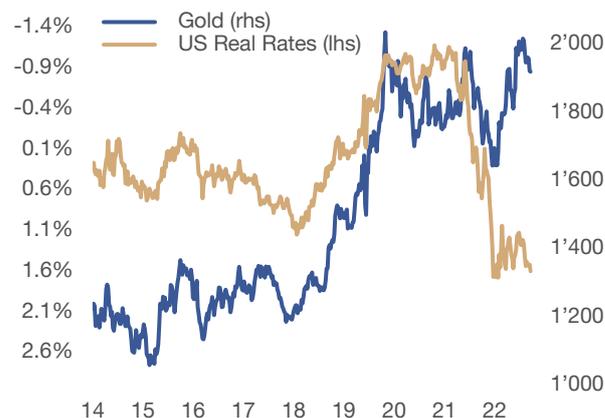
Bien que l'indice du dollar ait oscillé dans une bande de fluctuation comprise entre +2% et -2% durant le premier semestre, le billet vert est resté globalement faible, notamment face aux devises européennes (EUR, CHF et GBP). La paire EUR/USD a gagné un peu moins de 2% durant le premier semestre, étant aux prises de 2 vecteurs contraires. D'une part, une BCE restrictive face à un contexte de risque inflationniste sous-jacent persistant a tendance à renforcer l'euro. D'autre part, le dollar continue

de bénéficier d'un portage avantageux, facteur plutôt défavorable à la monnaie unique.

Actuellement, nous pensons que les vents sont plus en faveur de l'euro. Premièrement, nous nous attendons à ce que la BCE relève au moins à nouveau ses taux de 25 pb en juillet et en septembre, car les pressions inflationnistes sous-jacentes demeurent. Deuxièmement, compte tenu des rendements absolus attractifs des titres à revenu fixe libellés en euros et de la vigueur des marchés boursiers, nous pensons que les flux de capitaux vers les actifs libellés en euros pourraient soutenir la demande pour la monnaie commune. Cependant, nous nous attendons à ce que toute faiblesse du dollar ne soit que modérée car la majeure partie de l'ajustement cyclique à la baisse du dollar semble avoir été accompli. En outre, l'éventuelle prise en compte des baisses de taux attendues dès décembre 2023 pourrait maintenir l'avantage de rendement en euro et agir comme un soutien puissant. En un mot, l'EURUSD pourrait dépasser 1,10 d'ici le 3<sup>ème</sup> trimestre, tout en demeurant dans une fourchette comprise entre 1,10 et 1,15.

Nous affichons un certain scepticisme quant aux perspectives de l'or à moyen terme. Premièrement, le métal jaune s'est récemment décollé des taux d'intérêt réels, taux réels qui constituent historiquement un facteur plutôt explicatif des mouvements du métal jaune. En effet, certaines statistiques incluant les rendements réels à 10 ans, l'indice dollar et les avoirs en ETF or pointeraient vers un prix de l'or autour de USD1600/ononce. En outre, l'analyse technique montre un triple sommet dans la zone de résistance de USD 2075 à USD 2050 après l'échec de la cassure de mai. Les deux tentatives précédentes ont conduit à une correction d'environ 20%. Actuellement, le prix de l'or n'est actuellement même pas à mi-chemin du sommet de mai. Enfin, la hausse de 15 % des prix de l'or, entre les mois de mars et mai, semble directement attribuable aux déboires des banques US. Bien que des tensions persistent dans le système financier, il semblerait que la gestion de la crise ait été bien gérée par les autorités monétaires. Nous ne nous attendons donc pas à d'autres répliques pour l'instant. Ainsi la récente demande en valeurs refuge, notamment l'or, devrait s'atténuer dans les mois à venir, tendance déjà perceptible sur la détention des ETF à collatéral physique.

#### L'or s'est décollé des taux réels depuis le 4<sup>ème</sup> trimestre 2022



### **Convictions macro-économiques**

1. L'économie américaine pourrait encore échapper à la récession dans la seconde partie de l'année
2. La Fed approche des taux records et ne devrait pas les réduire en 2023, à moins d'une contraction plus profonde que prévue
3. Les rendements américains atteignent un sommet et la baisse des rendements à moyen terme devrait soutenir les valeurs de croissance
4. Malgré des rendements absolus attractifs, les spreads de crédit High Yield sont trop serrés compte tenu des risques macroéconomiques
5. En Chine, nous ne prévoyons que des politiques de relance à petite échelle et ciblées durant second semestre 2023

# Vues des classes d'actifs

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

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

# Présence géographique

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



## Geneva

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

## Zurich

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

## Luxembourg

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

## London

Filiale  
CBH Wealth UK Limited  
2-4 Cork Street,  
London W1S 3LG, UK  
cbhbank.com  
t +44 207 647 1300

## Hong Kong

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

## Nassau

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

## Rio de Janeiro

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

## São Paulo

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

## Tel Aviv

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

# Disclaimer

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

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

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

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

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

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

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

## 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 10 juillet 2023  
Publié le 11 juillet 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](mailto:am@cbhbank.com)  
[www.cbhbank.com](http://www.cbhbank.com)