

100
years

Empowering
Investors

Vontobel

Investors' Outlook

Rentrée dans l'ordre

Septembre 2024

2 Sommaire



3 Éditorial

4 Stratégie d'investissement

Les ombres économiques s'allongent

6 Points saillants du marché

L'hiver approche

8 Point de vue

Le tigre pour nouveau dragon ?

12 Gros plan sur les classes d'actifs

16 Prévisions

19 Références

Glossaire et sources

Mentions légales

Édition

Banque Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich

Rédaction

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

Auteurs*

Stefan Eppenberger,
Chief Investment Strategist,
Vontobel
Michaela Huber,
Senior 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 : Octobre 2024)

Concept

MetaDesign AG

Création et réalisation

Vontobel

Images

Gettyimages,
Vontobel

Date limite de soumission des contributions pour cette édition

4 septembre 2024

Remarques

* voir « Attestation des analystes » dans les
« Remarques juridiques » à la page 19

Petit déjeuner continental



—
Dan Scott
Head of Vontobel Multi Asset,
Vontobel

Chers lecteurs,

Alors que l'été s'achève, pour la rentrée de cette publication, notre équipe s'est penchée sur les changements qui ont modifié la dynamique du marché.

Tôt dans le mois écoulé, les investisseurs ont été confrontés à une série d'événements qui ont bouleversé le marché : la faiblesse des données de l'emploi aux États-Unis, le relèvement des taux surprise par la Banque du Japon, les résultats décevants de certains poids lourds du secteur technologique qui avaient longtemps soutenu le marché boursier, et la montée des tensions au Moyen-Orient. Ces évolutions ont ravivé les craintes d'une récession, ce qui a déclenché une chute des cours. Un rappel à la réalité pour certains investisseurs qui s'étaient montrés trop optimistes, croyant que l'économie américaine pourrait se maintenir sans connaître de ralentissement.

Considérant l'effondrement comme une consolidation saine à un haut niveau, nous avons profité de l'occasion pour ajouter stratégiquement des actions dans nos portefeuilles, en achetant des actions US et UE à la baisse, car nous y voyons un potentiel de hausse attrayant. Et les marchés se sont redressés depuis.

Étant donné qu'au mois d'août, les volumes de transactions sont généralement faibles, les flux d'actualité limités et les investisseurs nombreux à être en vacances, il est tout à fait possible que les fluctuations brutales aient été amplifiées par ces conditions d'illiquidité.

Nous gardons la tête froide et le cap avec une prise de risque modérée, et nous sommes particulièrement satisfaits de nos surpondérations¹ sur l'or et les emprunts d'État. Malgré la détérioration des perspectives économiques, nous estimons néanmoins qu'aucun point d'inflexion n'a encore été atteint. Nous restons néanmoins vigilants, conscients des vents soudains qui pourraient créer des écueils potentiels en matière de géopolitique, de changements macroéconomiques ou de craintes liées aux déficits publics.

Sur une note plus positive, le taux d'inflation US a baissé pour le quatrième mois consécutif en juillet, renforçant les anticipations de réduction des taux de la Réserve fédérale américaine (Fed), attendue avec impatience, ce mois-ci. Le discours² clé du président Jerome Powell lors de la réunion annuelle de la Fed à Jackson Hole, dans le Wyoming, a indiqué que la baisse des taux tant attendue est en effet proche, puisqu'il a déclaré que « le temps est venu pour la politique de s'ajuster » alors que l'inflation se dirige vers son objectif de 2%, dans un contexte de ralentissement « indubitable » du marché de l'emploi. Il n'a pas donné de détails sur l'ampleur de la baisse ou sur la feuille de route jusqu'à la fin de l'année, mais M. Powell a clairement indiqué que la Fed ne cherchait pas à freiner davantage le marché de l'emploi. Cela pourrait indiquer que les décideurs politiques seraient prêts à réduire les taux plus rapidement.

Dans ce numéro d'Investors' Outlook pour les investisseurs, nous explorons le marché de l'emploi US, nous nous penchons sur les substrats de l'économie indienne pour voir si elle pourrait un jour égaler la puissance de la Chine, et nous retraçons les tendances des marchés des devises.

Alors que les feuilles tournoient et que les vents se lèvent, nous restons enracinés sur des marchés agités par les craintes d'une récession et les changements politiques anticipés. Nous pouvons vous aider à saisir les opportunités que cette saison de la rentrée vous offre.

.....
→ **Webcast**

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

.....

¹ Voir «Glossaire et sources» à la page 21



—
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

Les ombres économiques s'allongent

La situation macroéconomique mondiale est devenue de plus en plus préoccupante au cours des derniers mois. Les perspectives économiques de la zone euro restent moroses,³ tandis que les données en provenance de Chine se sont détériorées,⁴ sans que rien n'indique que la Banque populaire de Chine (PBoC) soit prête à introduire des mesures de relance significatives – même si nous anticipons que les décideurs politiques devront finalement agir pour atteindre l'objectif officiel de croissance de 5 % fixé pour cette année. Toutefois, l'accent a été mis sur la plus grande économie du monde.

La quantité de données à analyser était conséquente. Le marché du travail américain, très surveillé, ne s'est pas révélé aussi solide qu'on le pensait,⁵ alimentant les craintes que la Fed n'ait pas réussi à réduire ses taux d'intérêt à temps et qu'elle ait du mal à éviter une récession.⁶ Nous avons noté précédemment que, bien que le marché de l'emploi américain restait robuste par rapport aux normes historiques, il avait commencé à montrer des signes d'essoufflement.

La hausse des taux d'intérêt pesant de plus en plus sur les entreprises et les consommateurs, des signes de faiblesse apparaissent dans l'ensemble de l'économie. Les indicateurs avancés du secteur des services se sont considérablement affaiblis,⁷ et l'on observe une augmentation notable des impayés de cartes de crédit et de prêts automobiles.⁸

Bien sûr, il y a aussi des développements positifs. Le nombre de salariés quittant leur poste étant moins élevé,⁹ la pression sur les salaires s'est relâchée. En outre, l'inflation était également en baisse : la croissance des prix à la consommation s'est ralentie pour atteindre 2,9% d'une année sur l'autre en juillet, soit le niveau le plus bas depuis plus de trois ans.¹⁰ Compte tenu de tous ces facteurs, nous prévoyons que la Fed sera contrainte de réduire ses taux trois à quatre fois avant la fin de l'année.

Nous nous sommes abstenus de modifier davantage notre portefeuille, ayant déjà ajusté notre allocation au début du mois d'août. Vous trouverez plus de détails sur notre allocation d'actifs à la page 5, ainsi qu'une analyse approfondie du marché du travail américain à la page 6.

	SOUS-PONDÉRATION		NEUTRE	SURPONDÉRATION		
	forte	légère		légère	forte	
1 Liquidités		→				Nous maintenons une sous-pondération des liquidités. Nous pensons que les rendements des autres classes d'actifs seront supérieurs à ceux des liquidités au cours des neuf à 12 prochains mois.
2 Obligations		→				Nous réaffirmons notre sous-pondération des obligations. La détérioration des perspectives de croissance économique et la lenteur de la normalisation de l'inflation ont renforcé les attentes d'un cycle de réduction des taux de la Fed. En conséquence, les rendements obligataires ont chuté de manière significative, une série de réductions des taux d'intérêt américains étant prévue pour les 12 prochains mois. En ce qui concerne les titres à revenu fixe, nous continuons à surpondérer les emprunts d'État et les obligations des marchés émergents (ME) en devises fortes. Les emprunts d'État constituent une couverture solide si notre scénario de récession se concrétise, tandis que les obligations des ME devraient bénéficier d'un dollar américain plus faible – notre hypothèse de base si la Fed adopte une position plus accommodante. Nous avons une opinion négative sur les obligations de qualité investment grade en raison de leur faible rendement par rapport aux emprunts d'État, et sur les obligations à haut rendement, en raison de l'environnement économique de plus en plus difficile.
3 Actions				→		Nous avons profité de l'effondrement récent des marchés boursiers pour amener notre allocation à son niveau cible, ce qui signifie que nous avons acheté le creux de la vague. Nous nous en tenons à notre légère surpondération. À court terme, nous restons attentifs à la possibilité d'un environnement volatil à l'aube du mois de septembre ainsi qu'à l'assouplissement des perspectives économiques. Une réduction des taux de la Fed soutiendrait les actions. Nous continuons de penser que les actions des États-Unis et de la zone euro, toutes deux surpondérées, surpasseront celles du Japon, de la Suisse et des ME au cours des 12 prochains mois.
4 Or				→		Nous privilégions l'or en le surpondérant. L'or a atteint un niveau record à la fin du mois d'août. Les incertitudes économiques et géopolitiques ont joué un rôle, mais l'impulsion principale est venue de l'espoir de réductions des taux d'intérêt américains. Les facteurs qui ont stimulé la demande d'or dans un passé récent, tels que la demande des banques centrales et des ME, semblent devenir moins importants. Elle est maintenant soutenue par des facteurs plus traditionnels, tels que les rendements réels américains et le dollar US. Nos anticipations de rendements réels américains plus faibles et d'un dollar US également plus faible plaident pour le maintien d'une légère surpondération.
5 Matières premières			→			Nous maintenons notre position neutre sur les matières premières après un été difficile. Le pétrole a été pris entre le marteau et l'enclume, les métaux industriels ont souffert de l'interaction entre une offre trop abondante et une demande trop faible, et les matières premières agricoles ont dû faire face à une offre excédentaire. Bien que nos perspectives économiques prudentes plaident contre cette classe d'actifs cyclique, nos anticipations de réductions des taux d'intérêt aux États-Unis et le redémarrage de l'économie qui s'ensuivra, ainsi qu'un dollar américain plus faible, pourraient apporter un certain soutien.
6 Stratégies alternatives			→			Nous restons neutres pour les fonds alternatifs (avec une préférence pour les stratégies de titres adossés aux risques d'assurance ILS) et l'immobilier.

L'hiver approche

Le marché de l'emploi américain et l'été ont tous les deux été longuement «chauds» cette année. Alors que d'autres secteurs de l'économie se sont affaiblis sous la pression d'une politique monétaire restrictive, le marché de l'emploi est demeuré résilient et tendu. Mais même les étés les plus chauds ont une fin.



Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel



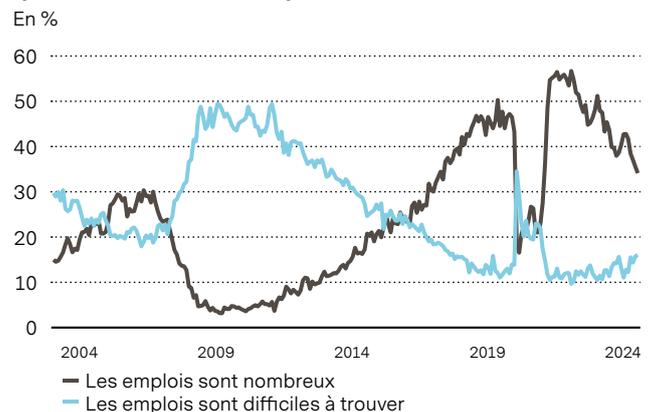
Stefan Eppenberger
Chief Investment Strategist,
Vontobel

L'arrivée d'un rafraîchissement avait déjà été prévue par plusieurs sondages. D'après The Conference Board, les consommateurs américains sont de plus en plus pessimistes quant au marché de l'emploi¹¹ (graph. 1), la recherche de personnel à temps partiel étant en recul depuis un certain temps¹², une tendance souvent considérée comme annonciatrice du licenciement d'employés permanents.

Toutefois, le véritable rafraîchissement est intervenu après la publication du rapport mensuel sur le marché de l'emploi de juillet. D'après le Bureau of Labor Statistics, environ 114 000 nouveaux emplois ont été créés, bien loin des 175 000 attendus.¹³ Les données de juin et mai ont également été révisées à la baisse. Dans le même temps, le rapport indique que le taux de chômage a augmenté pour passer de 4,1 % à 4,3 %. Le taux de chômage de base,¹⁴ qui reflète les personnes qui n'occupent pas un emploi seulement temporaire, a également légèrement progressé, pour passer de 1,40 % à 1,44 %.

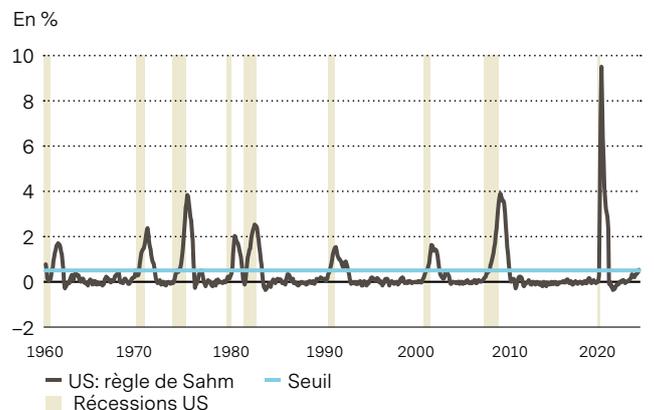
La question urgente est désormais : à quand l'hiver (c'est-à-dire une récession US)? Le verdict n'a pas encore été prononcé. Le National Bureau of Economic Research (NBER) a recours à toute une série de critères pour évaluer si l'économie US est en récession, un processus généralement long: en moyenne, il faut au NBER entre 4 et 21 mois pour annoncer le début d'une récession.

Graph. 1 : Hausse du pessimisme des consommateurs quant au marché de l'emploi



Source : Conference Board, Vontobel; données au mois de juillet 2024.

Graph. 2 : La règle de Sahm a été déclenchée



Source : LSEG, Vontobel; données au mois de juillet 2024.

À en croire la « règle de Sahm » (un indicateur d'après le nom de l'économiste Claudia Sahm), la récession se profile déjà à l'horizon (graph 2). Cet indicateur est déclenché lorsque la moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage US augmente de 50 points de base (pb)¹⁵ par rapport à son niveau le plus bas des douze derniers mois. Il est destiné à avertir les autorités monétaires des prémices d'une récession et signale l'éventuelle nécessité de prendre des mesures, par exemple baisser les taux d'intérêts. Étant donné la précision de cet indicateur au fil du temps, notamment déjà dans les années 1970,¹⁶ il a fait l'objet de nombreuses discussions depuis la publication du rapport sur l'emploi de juillet.

Alors que les faibles données du marché de l'emploi au début du mois d'août avaient entraîné une liquidation temporaire sur les marchés boursiers, de nombreux acteurs du marché semblent continuer à croire que la Fed parviendra à mener à bien l'« atterrissage en douceur » de l'économie si souvent évoqué et qui consiste à réduire l'inflation pour atteindre le taux ciblé par la Fed de 2% sans déclencher de récession. Cet optimisme se retrouve par exemple dans l'enquête Global Fund Manager Survey de Bank of America. En juillet, 68% des personnes interrogées continuaient à prévoir un « atterrissage en douceur ». En août, ce chiffre avait progressé à 76% sur fond de regains d'espoir que les taux d'intérêt soient réduits étant donné la faiblesse des données du marché de l'emploi.

Claudia Sahm elle-même hésite encore à déclarer l'entrée en récession, soulignant le mois dernier que l'économie US était encore vigoureuse et la faible probabilité que le pays se trouve actuellement en récession¹⁷. Elle a indiqué que « cette fois, les choses pourraient être différentes. [La règle de Sahm] pourrait ne pas nous indiquer ce qu'elle nous indiquait par le passé, en raison de ces fluctuations entre pénuries de main-d'œuvre, au cours desquelles des personnes quittent le monde du travail, et arrivées récentes d'immigrés. Tous ces facteurs peuvent se manifester par des changements du taux de chômage, qui est au cœur de la règle de Sahm. »

Nous continuons à penser que l'optimisme des marchés quant à la croissance économique est excessif. Qu'une récession soit ou non officiellement déclarée, à quelque moment que ce soit, les toutes dernières données devraient accroître la pression exercée sur la Fed pour qu'elle réduise les taux d'intérêt. Au symposium économique annuel de la Fed de Kansas City à Jackson Hole, il était évident que les membres de la Fed aussi commencent désormais à être préoccupés par la décélération.

Selon le président de la Fed, Jerome Powell, le ralentissement du marché du travail est « indubitable » et un nouveau n'est ni souhaitée ni souhaitable. Le moment est donc venu de réduire les taux d'intérêt.





Le tigre pour nouveau dragon ?

C'est l'histoire des anciens et nouveaux miracles économiques : longtemps moteur de la croissance mondiale, l'économie chinoise s'essouffle depuis quelques temps déjà. En revanche, l'Inde voisine tourne comme un moteur bien huilé. Le Fonds monétaire international (FMI) a récemment révisé à la hausse ses prévisions pour le produit intérieur brut (PIB) de l'Inde, le plaçant à 7% (auparavant 6,8%) pour les années 2024 à 2025¹⁸. D'où la question : l'Inde (le « tigre ») est-elle la « Chine 2.0 » et peut-elle devenir le nouveau « dragon »?



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Le PIB de la Chine, le plus élevé au monde en termes de parité du pouvoir d'achat,¹⁹ a de tout temps reposé sur la production industrielle et les exportations d'articles manufacturés. Toutefois, l'économie est confrontée à plusieurs obstacles. La crise nationale de l'immobilier entraîne la chute des prix des maisons et a réduit la confiance des consommateurs, une situation exacerbée par les tensions géopolitiques. Les relations avec les États-Unis sont tendues depuis que la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine a éclaté début 2018. Plus récemment, les relations avec l'Europe se sont refroidies après l'annonce de l'introduction de droits de douane punitifs sur les véhicules électriques chinois en juin 2024.

Entre-temps, l'Inde creuse l'écart. Au cours de l'exercice qui s'est terminé en mars 2024, le PIB de l'Inde a progressé de 8,2%, dépassant les prévisions du gouvernement (7,6%) et consolidant la position du pays en tant qu'économie majeure à plus forte croissance dans le

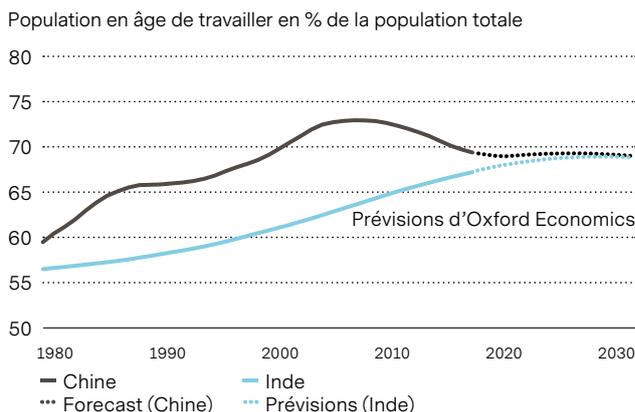
monde. Cette solide performance s'inscrit dans le sillage d'une décennie de croissance soutenue. Lorsque le premier ministre Narendra Modi a pris ses fonctions en 2014, le PIB de l'Inde par habitant s'élevait à 1 560 USD. En 2023, il atteignait 2 239 USD.

Qu'est-ce qui plaide en faveur de « Chine 2.0 »?

De nombreux arguments soutiennent le scénario d'une croissance de l'Inde. En tout premier lieu, l'Inde est très bien positionnée sur le plan démographique. Avec une population de 1,44 milliard d'habitants, l'Inde dépasse la Chine en tant que pays le plus peuplé au monde en 2023.²⁰ Bien que le taux de fécondité ait reculé en Inde pour s'établir à un peu plus de deux naissances par femme, il demeure bien plus élevé que le taux de fécondité chinois, qui s'élève à 1,17 naissance par femme.²¹ D'après les prévisions d'Oxford Economics, la main-d'œuvre indienne devrait continuer à progresser au cours des prochaines années, alors que celle chinoise devrait diminuer (graph. 1).

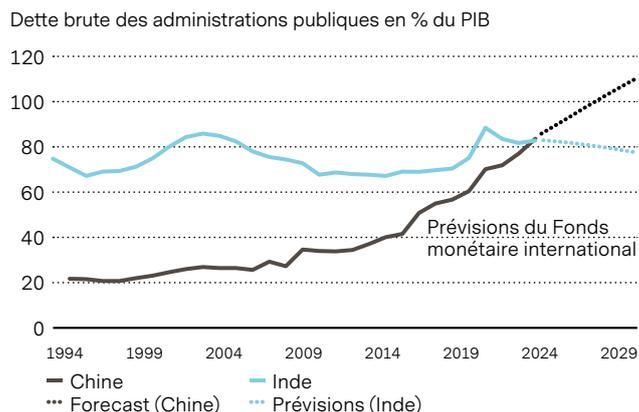
10 Point de vue

Graph. 1 : Croissance de la population active, croissance de l'économie ?



Source : LSEG, Oxford Economics, Vontobel ; données au 23 août 2024.

Graph. 2 : La marge de manœuvre de l'Inde en matière de relance est limitée



Source : LSEG, Fonds monétaire international, Vontobel ; données au 23 août 2024.

Deuxièmement, le potentiel d'urbanisation de l'Inde demeure considérable. La population rurale de la Chine a atteint son sommet en 1991 et n'a cessé depuis de reculer au fur et à mesure qu'une part de plus en plus importante de la population a commencé à migrer vers les centres urbains. En Inde, cette tendance à l'urbanisation vient de commencer et la population rurale est considérablement plus élevée que la population urbaine.

L'Inde semble par ailleurs bien positionnée dans l'environnement (géo)politique de plus en plus fragmenté qui est observé depuis quelques années. Prenons l'exemple de la guerre commerciale entre les États-Unis et la Chine : alors que les États-Unis ont réduit les importations en provenance de Chine et imposé une série de droits de douane punitifs, les importations de l'Inde ont augmenté, même si elles ne représentent encore qu'une fraction du volume commercial de la Chine. Un autre exemple est la guerre entre la Russie et l'Ukraine. Lorsque les pays occidentaux ont décidé d'imposer des sanctions à l'encontre de la Russie en 2022, l'Inde, qui considère la Russie comme un « partenaire stratégique »,²² ne leur a pas emboîté le pas. Elle a au contraire tiré parti de la situation en important une grande quantité du pétrole russe à prix réduit.

Comparer des pommes à des poires

Nous pensons que la comparaison directe du « miracle économique chinois » avec l'essor économique de l'Inde n'est pas entièrement correcte. L'ascension de la Chine au rang de puissance économique a été largement favorisée

par la vigueur de son secteur manufacturier et l'important volume de ses investissements dans l'infrastructure. En revanche, l'économie de l'Inde est dominée par le secteur des services, dont les technologies de l'information (TI), qui représentent plus de 50 % du PIB du pays. Le secteur manufacturier et l'agriculture se partagent le reste du PIB.

Bien que l'emploi dans le secteur des services ait progressé pour s'établir à 26 % ces dernières années, l'agriculture reste le secteur dans lequel travaille la majorité de la main-d'œuvre (42 % des ouvriers travaillent dans ce secteur, d'après la Banque mondiale, en 2022). Toutefois, ce secteur n'en est pas pour autant efficace. Bien que l'Inde soit le deuxième producteur au monde de riz, blé et coton, ses rendements agricoles (la quantité de récolte produite par unité de surface) sont nettement inférieurs à ceux d'autres pays producteurs majeurs.

Les efforts pour stimuler le secteur manufacturier, notamment l'initiative « Make in India »²³ du gouvernement en 2014, se sont heurtés à des difficultés. Depuis 2014, le taux de croissance du secteur manufacturier s'est établi en moyenne à 5,9 %, en deçà de la fourchette ciblée de 12 à 14 %. La part du PIB revenant au secteur manufacturier a également stagné.

L'Inde doit encore relever plusieurs autres défis. Si l'Inde a fait des progrès considérables en matière d'éducation, elle reste à la traîne de la Chine en ce qui concerne le taux d'alphabétisation, c'est-à-dire le pourcentage de



personnes âgées de 15 ans et plus qui savent lire, écrire et comprendre un énoncé simple concernant leur vie quotidienne. Selon la Banque mondiale, le taux d’alphabétisation de l’Inde s’élèverait à environ 76 % en 2022, contre près de 100 % en Chine en 2020.²⁴

En outre, le taux d’activité des femmes indiennes reste très faible. Le taux d’activité est la proportion de la population âgée de 15 ans et plus qui est économiquement active. Selon la Banque mondiale, le taux d’activité des femmes indiennes oscille autour de 30 % depuis des décennies, alors qu’en Chine, il était supérieur à 70 % dans les années 1990 et dépassait encore 60 % en 2023.²⁵ Par conséquent, un potentiel économique important reste inexploité.

Le marché du travail présente sa propre série de défis. Si une forte croissance démographique peut être bénéfique sur le plan économique, elle peut rapidement devenir une arme à double tranchant s’il n’y a pas assez d’emplois pour absorber la main-d’œuvre croissante. Près de 16 % des jeunes urbains âgés de 15 à 29 ans étaient au chômage en 2022 – 23.²⁶ Les estimations privées dressent un tableau encore plus sombre. Le Centre for Monitoring Indian Economy, un groupe de réflexion, estime le taux de chômage des jeunes en Inde à plus de 45%.²⁷

Nous croyons que pour que l’Inde continue à croître, des investissements devront être réalisés. Au début des années 1990, les investissements de la Chine représentaient plus de 40 % du PIB. L’investissement a culminé

à un peu moins de 47 % en 2010 et s’est maintenu à 42 % en 2023. En Inde, l’investissement s’élevait à 33 % du PIB en 2023 et devrait diminuer dans les années à venir, selon le FMI. Les dépenses de recherche et développement (R&D) suivent une tendance similaire. Selon la Banque mondiale, les dépenses de R&D de l’Inde en 2020 ne représentaient qu’environ 0,6 % du PIB, contre 2,4 % en Chine et 3,5 % aux États-Unis.

Dans le même temps, la marge de manœuvre pour des relances de la politique budgétaire ou monétaire semble limitée. En 2023, la dette publique de l’Inde représentait près de 83 % du PIB, soit un niveau similaire à celui de la Chine (graph. 2). En outre, la Reserve Bank of India est tenue de maintenir l’inflation globale à 4 %, avec une marge de tolérance de 2 points de pourcentage de part et d’autre. Toutefois, l’inflation indienne oscille depuis un certain temps dans la partie supérieure de cette fourchette, ce qui a conduit le taux de prise en pension (repo rate)²⁸ indien à rester à 6,5 % depuis le début de l’année 2023.

12 Point de vue

L'importance de l'Inde pour les investisseurs multi-actifs

Comprendre le contexte économique plus large n'est qu'une partie de l'équation. Mais quelle est la pertinence de l'Inde du point de vue des investisseurs? Nous avons rassemblé certains des facteurs clés à prendre en compte pour les différentes classes d'actifs en Inde:

Actions

Depuis les années 1990, les principaux indices boursiers incluent l'Inde. Le pays représente actuellement quelque 2% de l'indice MSCI All Country World (inclus depuis 1994) et environ 19% de l'indice MSCI Emerging Markets (inclus depuis 1998). Cela signifie que l'Inde détient une part plus importante de l'indice des marchés émergents (ME) que la Corée du Sud (12%), et une part similaire à celle de Taïwan (19%), mais toujours inférieure à celle de la Chine (25%).*

Quelques autres éléments à prendre en compte :

1. Le marché boursier indien est très fortement valorisé – et même plus cher que le marché boursier américain en termes de ratio cours/bénéfice (P/E) anticipé (graph. 3).
2. Le rebond des actions s'est accompagné d'une explosion du marché des produits dérivés sur actions. Le chiffre d'affaires des contrats à terme et des options en Inde a atteint le chiffre record de 6000 milliards USD en février, contre moins de 150 milliards USD il y a cinq ans.²⁹ À la fin du mois de juillet 2024, les régulateurs indiens ont relevé le taux d'imposition de 15% à 20% pour les actions détenues depuis moins d'un an et de 10% à 12,5% pour les actions détenues depuis plus d'un an. La taxe sur le commerce des dérivés d'actions a également été augmentée, faisant passer le taux de la taxe sur les transactions de titres de 0,0125% à 0,02% et celui sur les options de 0,0625% à 0,1% à partir d'octobre.

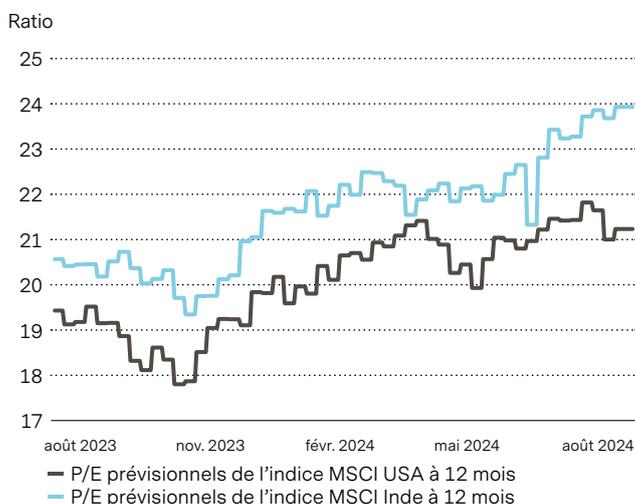
Obligations

Quiconque recherche l'Inde dans des indices tels que le Bloomberg Global Aggregate Index se rendra compte qu'elle n'y est pas représentée.

Quelques éléments à prendre en compte :

1. Le marché obligataire indien est strictement réglementé et présente l'un des taux de détention étrangère les plus bas parmi les ME. Toutefois, certaines choses sont susceptibles de changer à l'avenir. Le fournisseur d'indices JP Morgan a inclus l'Inde dans sa série³⁰ d'indices GBI-EM mondiaux à partir du 28 juin 2024.
2. L'inclusion doit se faire sur une période de 10 mois (+1% par mois). Les obligations indiennes pourraient donc avoir la plus forte pondération possible (10%) dans l'indice des ME de JP Morgan d'ici mars 2025 et être ainsi à égalité avec les obligations chinoises, indonésiennes et mexicaines (graph. 4).
3. Toutefois, il reste à voir dans quelle mesure l'Inde ouvrira son marché obligataire. En juillet 2024, la banque centrale a annoncé de manière inattendue, sans en donner les raisons, l'interdiction pour les investisseurs étrangers d'acheter des emprunts d'État nouvellement émis avec des échéances de 14 et 30 ans, avec effet immédiat.³¹

Graph. 3 : Le marché boursier indien n'est pas vraiment bon marché



Source : LSEG, Vontobel ; données au 23 août 2024.

* Note : Les pondérations des indices peuvent changer.

Matières premières

L'Inde peut-elle déclencher un nouveau «super cycle des matières premières³²» ?

Quelques éléments à prendre en compte :

1. Le dernier super cycle majeur s'est produit dans les années 2000 et a été largement causé par la hausse de la demande des ME, notamment de la Chine.
2. L'Inde a le potentiel d'avoir un impact significatif sur les marchés mondiaux des matières premières. Compte tenu de l'importance de la population, de la croissance économique, de l'industrialisation en cours et de l'urbanisation, la demande de matières premières telles que le pétrole, les métaux et les produits agricoles est également susceptible d'augmenter.
3. Toutefois, le déclenchement d'un nouveau super cycle des matières premières dépend de divers facteurs, notamment du rythme et de l'ampleur de la croissance économique de l'Inde, des conditions économiques mondiales et de la réaction des producteurs de matières premières au niveau de l'offre.

Or

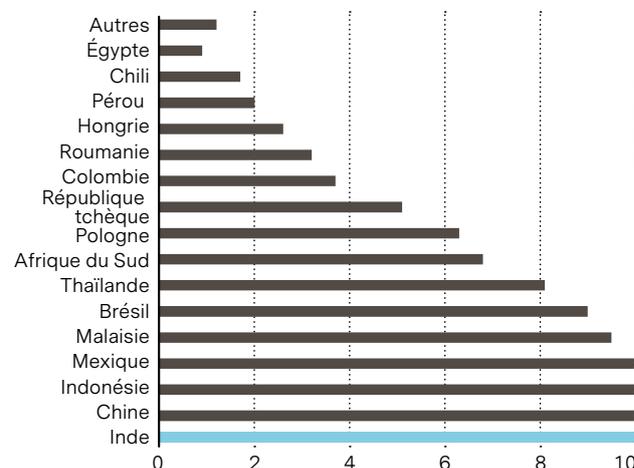
Le « Tigre » pourrait également avoir un impact sur les marchés de l'or.

Quelques éléments à prendre en compte :

1. L'or occupe une place particulière dans la culture indienne, où il est considéré comme un porte-bonheur dans les traditions hindoues et jaïnes. Les grandes fêtes, telles que Diwali, et les mariages mettent souvent l'or à l'honneur, les mariages représentant à eux seuls environ 50 % de la demande annuelle d'or de l'Inde, selon le World Gold Council³³. L'augmentation des revenus des ménages indiens pourrait entraîner une hausse correspondante de la demande d'or.
2. Depuis que les pays occidentaux ont gelé les réserves de change russes après l'invasion de l'Ukraine par la Russie, la banque centrale indienne diversifie ses réserves en augmentant ses achats d'or (graph. 5).
3. Toutefois, d'autres facteurs influencent également la demande et le prix de l'or, tels que la politique monétaire des États-Unis et l'évolution du dollar US.

Graph. 4 : Les obligations indiennes: la pondération maximale dans l'indice phare de JP Morgan pour ME* ?

Pondération estimée dans l'indice GMB-EM Global Diversified (%)



* Note: D'ici mars 2025.

Source : Bloomberg, JP Morgan, Vontobel; données au juin 2024.

Graph. 5 : La banque centrale indienne a retenu la leçon

En mio. USD



Source : LSEG, Vontobel ; données au 23 août 2024.

Signaux d'un mauvais alignement des taux de la Fed ?



— Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

La «règle de Taylor»³⁴, une notation qui aide les banques centrales à équilibrer leurs objectifs de contrôle de l'inflation et de promotion de la croissance économique en fournissant une ligne directrice pour la fixation des taux d'intérêt, suggère que le taux de la Fed est actuellement trop élevé de 1,7 point de pourcentage, dans un contexte de relèvement des taux d'intérêt et de ralentissement de l'inflation. Face à la volatilité des marchés et aux anticipations croissantes de réductions de la part de la Fed, nous maintenons notre préférence pour les emprunts d'État dans un contexte d'assouplissement de la politique monétaire.

Selon la règle classique de Taylor, le taux d'intérêt de référence actuel fixé par la Fed se situe à environ 1,7 point de pourcentage – soit l'équivalent de sept réductions d'un quart de point – au-dessus du niveau approprié. Cette notation fait suite à une augmentation du taux de chômage à 4,3% en juillet et à un ralentissement de l'inflation, l'indice des prix des dépenses de consommation personnelle hors alimentation et énergie n'ayant augmenté que de 2,6% d'une année sur l'autre en juin³⁵. En intégrant l'estimation des responsables de la Fed d'un «taux réel neutre» de 0,7% et d'un taux de chômage à long terme

de 4,4%, la règle de Taylor suggère un taux d'intérêt approprié d'environ 3,7% (graph. 1).

Les anticipations de taux du marché indiquent actuellement une forte confiance dans un assouplissement monétaire substantiel au cours de l'année prochaine, prévoyant une baisse du taux au jour le jour d'au moins deux points de pourcentage. Le marché à terme des fonds fédéraux anticipe que ce cycle d'assouplissement se terminera probablement par une stabilisation des taux au-dessus de 3%. Il s'agit d'un changement notable par rapport à la tendance observée depuis le départ de Paul Volcker de son poste de président de la Fed en 1987, où le creux du taux des fonds fédéraux au cours de chaque cycle d'assouplissement était systématiquement inférieur à 3%. Alors que les anticipations de réductions imminentes des taux d'intérêt de la part de la Fed sont nombreuses, le marché considère de plus en plus les taux exceptionnellement bas des trois dernières décennies comme une anomalie. Par conséquent, le consensus s'oriente vers un avenir caractérisé par un resserrement général de la politique monétaire.

L'inertie de la Fed et l'agitation mondiale alimentent la volatilité des spreads de crédit

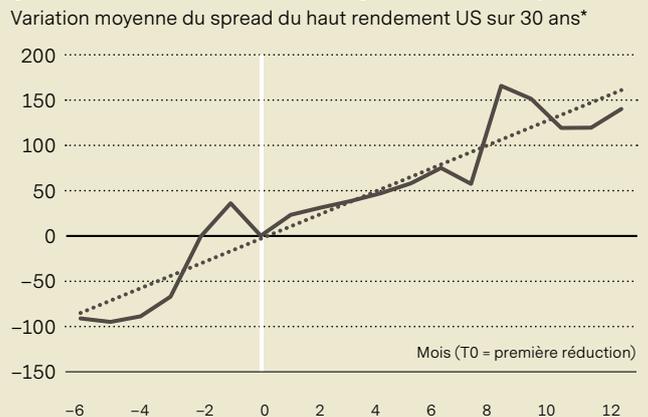
Le mois d'août a été marqué par des turbulences. Les spreads se sont donc élargis au début du mois, ce qui a renforcé notre prudence à l'égard du crédit Investment Grade et du crédit à haut rendement (graph. 2). Alors que les marchés étaient largement évalués à la perfection, la volatilité actuelle a poussé les spreads à la hausse, mais seulement à des niveaux observés à la fin de l'année dernière – et non à des niveaux qui suggéreraient des ventes de panique dues à de nouvelles craintes de récession.

Graph. 1 : Le modèle basé sur les notations de la Fed indique un taux directeur trop élevé de près de 170 pb



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 31 juillet 2024.

Graph. 2 : Le début d'un cycle de réduction est généralement associé à un élargissement des spreads



* T0 = 0, en pb

Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 31 juillet 2024.

Le tourbillon des actions



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

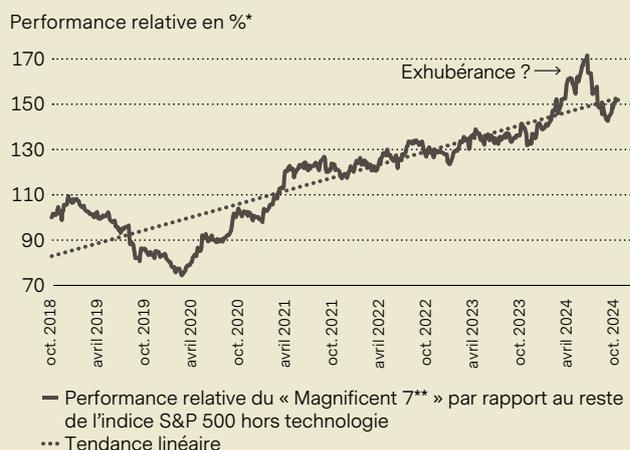
Cet été, les investisseurs ont été entraînés dans un tourbillon. Alors que l'Europe était confrontée à un temps orageux et que l'ouragan Beryl ravageait les Caraïbes et la côte du Golf, les marchés boursiers, après avoir atteint un niveau record à la mi-juillet, ont été confrontés à une tempête parfaite au cours d'une période saisonnière déjà faible, ce qui a entraîné une chute spectaculaire des cours à l'échelle mondiale. Les actions ont failli entrer en zone de correction au début du mois d'août, mais ont rapidement rebondi. Quelle pourrait être l'évolution des marchés à partir de maintenant ?

En juillet, l'élection présidentielle américaine et l'escalade des conflits au Moyen-Orient et en Europe de l'Est ont fait couler beaucoup d'encre. À la mi-juillet, le sentiment des investisseurs a été assombri par une saison de publication des résultats du deuxième trimestre plus faible qu'anticipé, par les anticipations élevées d'un premier semestre fort et par des valorisations tendues. Les commentaires peu inspirés des grandes entreprises technologiques américaines sur le délai plus long qu'anticipé pour monétiser les investissements dans l'IA et les dépenses d'investissement durables ont déclenché une rotation des leaders de la technologie vers les petites capitalisations et les actions de substance.

Fin juillet, les chiffres décevants de l'emploi aux États-Unis ont fait craindre que la Fed ne soit à nouveau en retard dans la réduction des taux, ce qui a ravivé les craintes de récession. La liquidation mondiale qui en a résulté a touché tous les actifs à risque, notamment les actions avec des « jauges de la peur » comme l'indice de volatilité (VIX) du Chicago Board Options Exchange atteignant des niveaux qui n'ont été dépassés que par l'effondrement de Lehman Brothers en 2008 et la pandémie de Covid-19 en 2020.

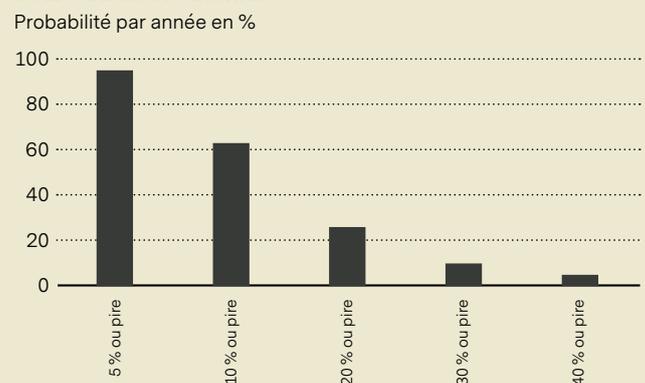
Nous pensons que les marchés d'actions étaient prêts pour une correction à court terme cet été, compte tenu de la performance record du premier semestre 2024, du positionnement haussier extrême, des valorisations riches et des anticipations de bénéfices ambitieuses pour les valeurs technologiques américaines. Les bouleversements survenus sur les marchés le mois dernier ont été bénéfiques pour la santé des marchés, l'exubérance de la mi-juillet étant désormais maîtrisée (graph. 1). En fait, nous considérons cette récente correction comme une consolidation saine au sein d'une tendance haussière à plus long terme. D'un point de vue historique, une correction de 10% n'est pas inhabituelle, d'autant plus que la période saisonnière est traditionnellement faible (graph. 2). En outre, les sociétés de l'indice S&P 500 sont sorties de leur période d'interdiction de rachat, ce qui devrait soutenir le marché. Les problèmes techniques ayant été résolus, l'attention se porte désormais sur les fondamentaux.

Graph. 1 : Une exubérance magnifique



* Indexée au 15 octobre 2018 (=100), en USD
 **Magnificent 7 : Nvidia, Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, Tesla.

Graph. 2 : Probabilité de repli des marchés boursiers au cours du siècle dernier



Source : Bloomberg, Vontobel ; Bloomberg, Vontobel ; données au 23 août 2024.

De « Cruel Summer » à « Love Story » : des étés cruels aux amours durables



—
Michaela Huber
Senior Cross-Asset Strategist,
Vontobel

Certains lecteurs se sont peut-être retrouvés au stade Letzigrund de Zurich (ou ailleurs) cet été, emportés par le phénomène de culture pop qu'est Taylor Swift, peut-être entraînés par leurs enfants. Les chansons entraînantes de Swift offrent toutefois plus qu'un simple divertissement : elles constituent également une métaphore pertinente de l'état actuel des marchés des matières premières.

Les performances des matières premières depuis le début de l'année peuvent être résumées par l'expression « Back to December ». Après un premier rebond, l'indice Bloomberg des matières premières est revenu à son niveau de décembre 2023 (graph. 1).

Pour plusieurs matières premières, ce fut en effet un « Cruel Summer ». Les matières premières agricoles, ont souffert de récoltes abondantes (offre excédentaire). Les métaux de base ont été affectés par la faiblesse de la demande industrielle et l'incertitude économique en Chine, l'un des principaux consommateurs de métaux.

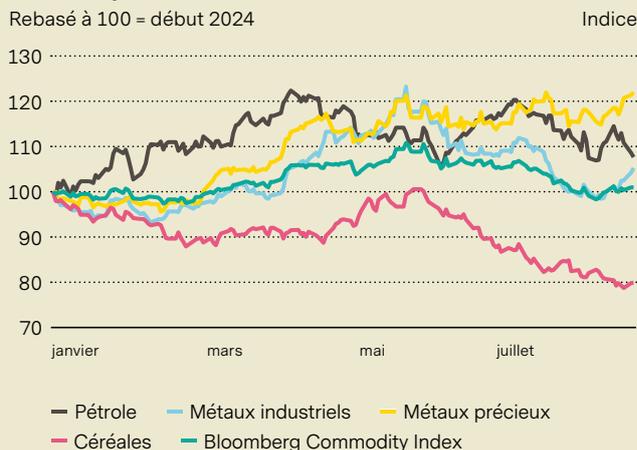
Alors que les prix du pétrole ont été initialement soutenus par des facteurs géopolitiques et une demande saisonnière, les perspectives semblent moins réjouissantes. La

Chine, premier importateur mondial de pétrole, réduit ses importations. Même l'Organisation des pays exportateurs de pétrole et ses alliés (OPEP+), habituellement optimistes, ont réduit leurs prévisions concernant la demande mondiale de pétrole³⁶. Les futures politiques de production de l'OPEP+ jouent un rôle important. L'OPEP+ retient actuellement environ 5,7% de l'offre mondiale, mais prévoit un bénéfice progressif de 2,2 millions de barils par jour sur le marché au cours du quatrième trimestre.³⁷ Toutefois, reste à voir si ces réductions seront annulées. En l'absence de chocs majeurs, les prix du pétrole brut Brent devraient se maintenir entre 70 et 80 USD le baril. Pourtant, la question la plus pressante qui se pose est la suivante : « Is it (really) over now? ». Compte tenu des récentes réductions des prévisions de l'OPEP, motivées en partie par la situation économique de la Chine, de nouvelles réductions de la production pourraient se profiler à l'horizon pour soutenir les prix.

Entre-temps, les investisseurs ont poursuivi leur « Love Story » avec l'or. Le métal précieux a atteint un nouveau record historique de plus de 2 500 USD l'once en août.³⁸ Il est intéressant de noter que les facteurs qui ont stimulé la demande d'or dans un passé récent, tels que la demande des banques centrales et des ME, semblent perdre de leur importance. Les marchés ont ignoré la nouvelle selon laquelle la Banque populaire de Chine avait cessé d'accumuler des réserves d'or et n'ont pas été surpris par les rapports faisant état d'une baisse des importations d'or chinoises à des fins non monétaires en juillet³⁹ (« Shake it off »). Au contraire, les facteurs macroéconomiques traditionnels tels que les rendements réels américains et le dollar US sont revenus sur le devant de la scène (graph. 2).

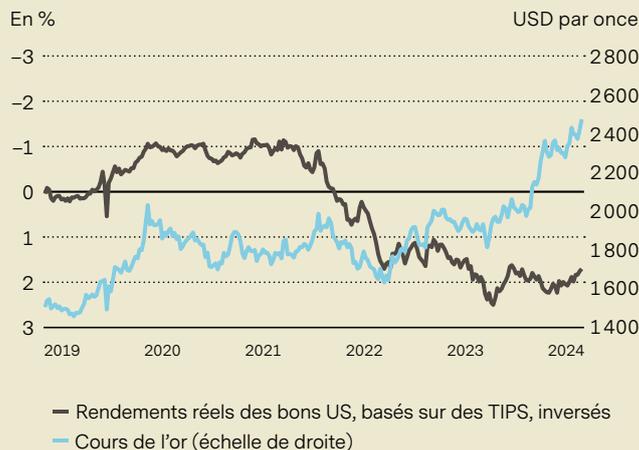
Graph. 1 : « Back to December » pour les matières premières

Rebasé à 100 = début 2024



Source : LSEG, Bloomberg, Vontobel ; données au 22 août 2024.

Graph. 2 : La macroéconomie reprend ses droits



Source : LSEG, Vontobel ; données au 22 août 2024.

Amélioration des perspectives euro-dollar; stabilité incertaine du franc



—
Christopher Koslowski
Senior Fixed Income & FX Strategist,
Vontobel

La faiblesse des données économiques américaines a renforcé les anticipations d'un assouplissement plus rapide de la part de la Fed, ce qui pourrait pousser l'euro-dollar durablement au-dessus de 1,10 USD en fonction du sentiment de risque mondial et de l'amélioration de la situation dans la zone euro. En Suisse, un franc fort remet en cause les exportations, ce qui pourrait conduire la Banque nationale suisse (BNS) à envisager de nouvelles réductions de taux pour freiner la hausse de la monnaie dans un contexte d'interventions limitées.

Les investisseurs haussiers sur l'euro-dollar ont été soutenus par les récentes données économiques américaines décevantes, notamment le faible rapport sur l'emploi du 2 juillet, qui a alimenté les anticipations d'un assouplissement plus rapide de la part de la Fed (graph. 1). Cela a poussé l'euro-dollar au-dessus de 1,10 USD. Toutefois, la force et la durée de tout rebond dépendront également d'un regain d'appétit pour le risque au niveau mondial et de l'évolution positive de la situation dans la zone euro. L'amélioration continue de l'environnement économique de la zone euro pourrait réduire le différentiel de croissance actuel et anticipé entre l'euro et les États-Unis, ce qui favoriserait un franchissement durable de la barre des 1,10 USD.

Les inquiétudes existantes sur les marchés boursiers pourraient gâcher la hausse de l'euro-dollar si elles persistent et finissent par se traduire en un vaste sentiment risk-off sur les marchés, accompagné de flux dans des monnaies refuges.

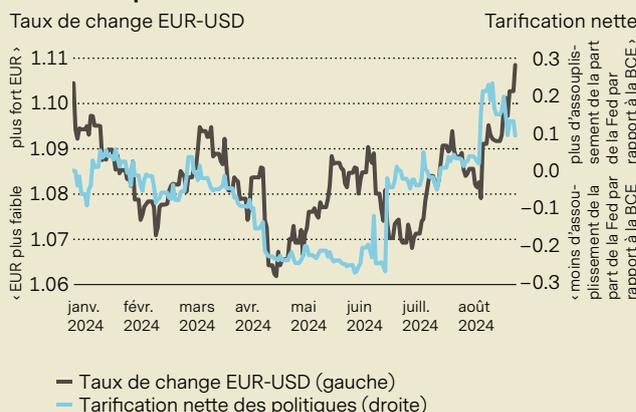
L'économie suisse à la merci du franc fort

L'économie suisse, qui dépend fortement des exportations est très sensible aux fluctuations monétaires. Alors que les craintes d'inflation s'apaisent, le franc fort pourrait poser des problèmes aux exportateurs, notamment aux petites et moyennes entreprises.

L'environnement déflationniste, associé aux effets de durcissement d'une monnaie plus forte, a ravivé les anticipations de réduction des taux par la BNS en septembre. La BNS a entamé son cycle d'assouplissement par une réduction de 25 pb en mars, suivie d'une autre réduction de 25 pb en juin. Bloomberg Economics prévoit de nouvelles réductions de 25 à 50 pb d'ici la fin de l'année. Si ces mesures peuvent limiter la poursuite de l'appréciation du franc, il est peu probable qu'elles modifient de manière significative le cours de son rebond, qui est alimenté par les incertitudes qui pèsent sur les marchés mondiaux.

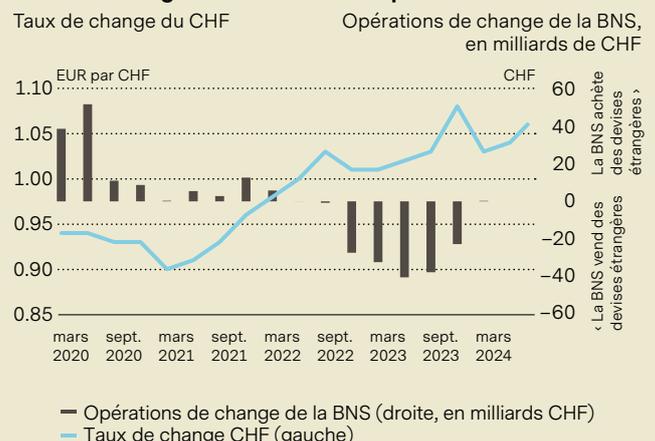
Bien que les interventions sur le marché des changes restent possibles, la BNS a été relativement inactive dans ce domaine cette année, n'ayant acquis que 281 millions de francs de réserves de change au cours du premier trimestre (graph. 2).

Graph. 1 : Les anticipations de taux d'intérêt aux États-Unis prennent un tournant



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 19 août 2024.

Graph. 2 : Le trimestre calme de la BNS : intervention minimale malgré les mouvements potentiels du marché



Source : Bloomberg, Vontobel ; données au 19 août 2024.

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.

PIB (EN%)	2022	2023	ACTUEL¹	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Mondial (G20)	2,9	3,0	3,0	2,5	2,6
Zone euro	3,4	0,4	0,6	0,7	1,4
États-Unis	1,9	2,5	3,1	2,3	1,7
Japon	1,0	1,9	-0,8	0,1	1,2
R.-U.	4,5	0,3	0,3	1,0	1,3
Suisse	2,7	0,7	0,8	1,3	1,4
Australie	3,8	1,9	2,1	1,2	2,1
Chine	3,0	5,2	4,7	4,9	4,5

INFLATION	2022	2023	ACTUEL²	CONSENSUS 2024	CONSENSUS 2025
Mondial (G20)	7,5	4,4	5,6	4,9	3,1
Zone euro	8,4	5,5	2,6	2,4	2,1
États-Unis	8,0	4,1	2,9	3,0	2,4
Japon	2,5	3,3	2,8	2,4	1,9
R.-U.	9,1	7,3	2,2	2,6	2,2
Suisse	2,8	2,2	1,3	1,3	1,1
Australie	6,6	5,7	3,8	3,4	2,8
Chine	2,0	0,2	0,5	0,5	1,5

TAUX DIRECTEURS DE LA BANQUE CENTRALE (EN%)	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR	2,50	4,50	4,25	3,40	2,65
USD	4,50	5,50	5,50	4,75	4,00
JPY	-0,10	-0,10	0,23	0,35	0,59
GBP	3,50	5,25	5,00	4,65	3,75
CHF	1,00	1,75	1,25	0,95	0,89
AUD	3,10	4,35	4,35	4,30	3,70

RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À DIX ANS (EN%)	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
EUR (Allemagne)	2,6	2,0	2,25	2,26	2,23
USD	3,9	3,9	3,85	4,03	3,92
JPY	0,4	0,6	0,90	1,10	1,30
GBP	3,7	3,5	3,96	3,80	3,63
CHF	1,6	0,7	0,45	0,62	0,84
AUD	4,1	4,0	3,92	4,09	3,91

TAUX DE CHANGE	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
CHF / EUR	0,99	0,93	0,95	0,96	0,99
CHF / USD	0,94	0,84	0,85	0,88	0,89
CHF / 100 JPY	0,72	0,60	0,58	0,60	0,62
CHF / GBP	1,12	1,07	1,12	1,13	1,16
USD / EUR	1,06	1,10	1,11	1,10	1,12
JPY / USD	130,00	141,00	146,00	148,00	143,00
USD / AUD	0,67	0,68	0,67	0,68	0,69
GBP / EUR	0,88	0,87	0,85	0,85	0,85
CNY / USD	6,91	7,10	7,14	7,20	7,16

MATIÈRES PREMIÈRES	2022	2023	ACTUEL	CONSENSUS SUR 3 MOIS	CONSENSUS SUR 12 MOIS
Pétrole brut Brent, USD par baril	86	77	78	83	81
Or, USD par once troy	1824	2063	2499	2400	2500
Cuivre, USD par tonne métrique	8372	8559	9131	9900	9990

¹ Dernier trimestre disponible

² Dernier mois disponible, données du G20 uniquement trimestrielles

Source: Vontobel, banques centrales et offices des statistiques respectifs ; données au 23 août 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. 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

Ce document de marketing a été préparé par une ou plusieurs sociétés du Groupe Vontobel (ensemble «Vontobel») à l'intention de clients privés et institutionnels. Bien que la banque, auteur du présent rapport, considère que les données sur lesquelles il se fonde proviennent de sources fiables, elle décline toute responsabilité quant à la qualité, l'exactitude, l'actualité ou l'exhaustivité des informations qu'il contient. Le présent rapport est purement informatif. Il ne contient ni offre, ni incitation à acheter, vendre ou souscrire des instruments financiers et ne constitue ni un conseil en placement, ni un conseil quant aux conséquences fiscales. Le présent rapport a été élaboré sans considération de la situation financière individuelle des destinataires. La banque, auteur du présent rapport, se réserve le droit de modifier et ou révoquer à tout moment les opinions qui y sont exprimées. Elle insiste en outre sur le fait que les déclarations contenues dans le présent rapport ne sauraient en aucun cas être interprétées comme des conseils en matière fiscale, comptable, juridique ou financière. La banque, auteur du présent rapport, ne garantit pas que les instruments financiers évoqués sont accessibles aux destinataires, ni qu'ils sont appropriés pour ces derniers. Avant toute éventuelle décision d'investissement, il est recommandé aux destinataires du présent rapport de se faire conseiller par un gérant de fortune, un conseiller en placement ou un autre professionnel quant à la compatibilité de leur situation avec les conséquences juridiques, réglementaires, fiscales et autres d'un tel investissement. La banque, auteur du présent rapport, ne considère pas les destinataires de ce dernier comme des clients, sauf relations commerciales ou contractuelles supplémentaires. Toute utilisation du présent rapport, notamment sa reproduction intégrale ou partielle ou sa transmission à des tiers, n'est autorisée qu'avec l'approbation écrite préalable de Bank Vontobel AG et la mention complète des sources. Bank Vontobel AG a pris des mesures organisationnelles internes afin de prévenir d'éventuels conflits d'intérêts ou, si ceux-ci existent et sont inévitables, de les rendre publics. Vous trouverez de plus amples informations concernant notamment la gestion des conflits d'intérêts et l'indépendance du service d'analyse financière, ainsi que d'autres publications relatives aux recommandations financières de Bank Vontobel AG, sur vontobel.com.CH.FR.MiFID-Suisse. Vous trouverez des détails sur la manière dont nous traitons vos données dans notre politique actuelle de protection des données (vontobel.com/privacy-policy) et sur notre website de protection des données (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.

20 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 German clients

This publication prepared by Bank Vontobel AG is distributed by Bank Vontobel Europe AG, Munich.

Information for Italian clients

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.

Glossaire et sources

- ¹ Surpondérer signifie que le Comité d'investissement de Vontobel a une préférence plus marquée pour une classe d'actifs ou une sous-catégorie d'actifs.
- ² Source: Discours du président de la Réserve fédérale américaine, le 23, août 2024. www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20240823a.htm
- ³ Source: article ING, publié le 24 juillet 2024. think.ing.com/snaps/eurozone-jul24-pmis/
- ⁴ Source: Article Bloomberg, publié le 15 juillet 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-07-15/china-growth-weakens-more-than-expected-as-outlook-darkens
- ⁵ Source : Article CNN, publié le 21 août 2024. edition.cnn.com/2024/08/21/economy/bls-jobs-revisions/index.html#:~:text=US%20job%20growth%20during%20much,year%20than%20were%20initially%20reported.
- ⁶ Source : Article du Financial Times, publié le 2 août 2024. www.ft.com/content/d48e4925-d2fc-4ba1-a0ae-df2c7d0b7b45
- ⁷ Source : Article de CNN, publié le 7 juillet 2024. edition.cnn.com/2024/07/07/economy/stocks-week-ahead-services-sector-slow-restaurants-stores/index.html
- ⁸ Source : Article d'Axios, publié le 6 août 2024. www.axios.com/2024/08/06/credit-card-auto-loan-delinquency-rates
- ⁹ Source : Article de Marketplace, publié le 1 juin 2023. www.marketplace.org/2023/06/01/fewer-people-are-leaving-their-jobs-whats-that-mean-for-the-economy/
- ¹⁰ Source : Article de NBC News, publié le 14 août 2024. www.marketplace.org/2023/06/01/fewer-people-are-leaving-their-jobs-whats-that-mean-for-the-economy/
- ¹¹ Source: communiqué de presse The Conference Board, publié le 30 juillet 2024. www.conference-board.org/topics/consumer-confidence/press/CCI-July-2024#:~:text=The%20Conference%20Board%20Consumer%20Confidence,133.6%20from%20135.3%20last%20month.
- ¹² Source: article USA Today, publié le 8 juillet 2024. eu.usatoday.com/story/money/2024/07/08/temp-jobs-decline-employment-signal/74304754007/
- ¹³ Source: article Bloomberg, publié le 2 août 2024. www.bloomberg.com/news/live-blog/2024-08-02/us-employment-report-for-july
- ¹⁴ Le taux de chômage de base exclut les facteurs temporaires ou cycliques, tels que les récessions ou les expansions économiques.
- ¹⁵ Un point de base équivaut à un centième de point de pourcentage, soit 0,01 %.
- ¹⁶ Source: article JPMorgan, publié le 8 août 2024. privatebank.jpmorgan.com/nam/en/insights/markets-and-investing/what-is-up-with-the-sahm-rule-and-what-does-it-mean-for-the-fed
- ¹⁷ Source: article Fortune, publié le 2 août 2024. fortune.com/2024/08/02/recession-indicator-claudia-sahm-rule-trigger-unemployment-rate-jobs-report/
- ¹⁸ Source: gouvernement de l'Inde, communiqué de presse du ministère des finances, publié le 17 juillet 2024. [pib.gov.in/PressNoteDetails.aspx?Noteld=151934&ModuleId=3#:~:text=The%20International%20Monetary%20Fund%20\(IMF,of%206.8%20percent%20in%20April.](https://pib.gov.in/PressNoteDetails.aspx?Noteld=151934&ModuleId=3#:~:text=The%20International%20Monetary%20Fund%20(IMF,of%206.8%20percent%20in%20April.)
- ¹⁹ La production économique totale est la plus élevée au monde lorsqu'on ajuste les différences de coût de la vie et de niveaux de prix entre les pays.
- ²⁰ Source: Nations Unies, Département des affaires économiques et sociales, 24 avril 2023. www.un.org/development/desa/dpad/publication/un-desa-policy-brief-no-153-india-overtakes-china-as-the-worlds-most-populous-country#:~:text=In%20April%202023%2C%20India%27s%20population,to%20grow%20for%20several%20decades.
- ²¹ Source : Banque mondiale, data.worldbank.org/indicator/SP.DYN.TFRT.IN?locations=IN
- ²² Source : « Navigating the India-Russia Strategic Partnership », publication du Manohar Parrikar Institute for Defence Studies and Analyses, publiée le 8 juillet 2024. www.idsa.in/issuebrief/navigating-the-india-russia-strategic-partnership-roy-080724
- ²³ L'initiative « Make in India », lancée en 2014, vise à promouvoir le pays en tant que destination privilégiée de l'industrie manufacturière mondiale. Ministère des affaires extérieures : www.mea.gov.in/Images/attach/Make_in_India_Initiative.pdf
- ²⁴ Source : données de la Banque mondiale : Données de la Banque mondiale, au 19 août 2024. donnees.banquemondiale.org/indicateur/SE.ADT.LITR.ZS?locations=IN-CN
- ²⁵ Source : données de la Banque mondiale : Données de la Banque mondiale, au 19 août 2024. genderdata.worldbank.org/en/indicateur/sl-ttf-acti-zs
- ²⁶ Source : Article de DW, publié le 7 mai 2024. www.dw.com/en/india-high-youth-unemployment-poses-massive-challenge/a-69018952#:~:text=youth%20unemployment%20rate.,Nearly%2016%25%20of%20urban%20youth%20in%20the%2015%2D29%20age,at%20as%20high%20as%2045.4%25.
- ²⁷ Source : article de LiveMint publié le 29 mai 2024 Article de LiveMint, publié le 29 mai 2024. www.livemint.com/economy/indias-youth-unemployment-rate-among-highest-in-world-says-ex-cea-netizens-call-it-heights-of-propaganda-11716977982254.html
- ²⁸ Le taux d'intérêt auquel une banque centrale prête de l'argent aux banques commerciales pour de courtes périodes, généralement overnight, en échange de titres de créance.
- ²⁹ Une grande partie de cette croissance est due à l'introduction de contrats à échéance hebdomadaire (2019), qui remplacent les dates d'échéance traditionnelles de fin de mois. Le principal avantage des échéances plus courtes est que la probabilité de perte pour le vendeur est plus faible et qu'elles coûtent donc moins cher.
- ³⁰ Source : Article d'Invest India, publié le 23 octobre 2023. www.investindia.gov.in/team-india-blogs/indias-inclusion-jp-morgans-government-bond-index-emerging-markets-gbi-em-index
- ³¹ Source : Article de Reuters, publié le 30 juillet 2024. www.reuters.com/markets/rates-bonds/foreign-investors-unhappy-after-india-restores-curbs-some-bond-purchases-2024-07-30/
- ³² Un super cycle des matières premières est une période prolongée au cours de laquelle les prix des matières premières sont nettement supérieurs ou inférieurs à leur tendance à long terme. Elle est généralement déclenchée par une augmentation de la demande, souvent due à l'industrialisation et à l'urbanisation des marchés émergents.
- ³³ Source : Conseil mondial de l'or Conseil mondial de l'or. www.gold.org/about-gold/gold-demand/geographical-diversity/india#:~:text=Gold%20is%20central%20to%20more,annual%20gold%20demand%20in%20India.
- ³⁴ Introduite par l'économiste John Taylor, la règle de Taylor est une ligne directrice pour l'ajustement du taux des fonds fédéraux (taux des prêts bancaires au jour le jour). Elle suggère de relever le taux lorsque l'inflation devrait être supérieure à la normale et de l'abaisser lorsque la croissance du PIB devrait être inférieure à la normale, en supposant que les autres facteurs restent constants.
- ³⁵ Source : article de Bloomberg publié le 26 juillet 2024 Article de Bloomberg, publié le 26 juillet 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-07-26/fed-s-preferred-inflation-gauge-rose-at-mild-pace-in-june
- ³⁶ Source : article de Reuters publié le 12 août 2024. www.reuters.com/business/energy/opec-cuts-2024-oil-demand-growth-forecast-citing-china-2024-08-12/
- ³⁷ Source : Article de Reuters, publié le 1er août 2024. www.reuters.com/business/energy/opec-likely-stick-output-policy-meeting-sources-say-2024-08-01/
- ³⁸ Source : Article de CBS News, publié le 13 août 2024. www.cbsnews.com/news/golds-price-surpasses-2500-an-ounce-moves-to-make-now/
- ³⁹ Source : article de Bloomberg publié le 20 août 2024. www.bloomberg.com/news/articles/2024-08-20/china-s-gold-imports-tumble-again-as-record-prices-deter-buyers

Bank Vontobel AG
Gotthardstrasse 43
8022 Zurich
Suisse
vontobel.com

