



PERSPECTIVES DU MARCHÉ | MAI 2022

La grande illusion

Avant-propos

Norman Angell affirmait que les arguments en faveur de la guerre en Europe étaient illusoire : son livre *La grande illusion* a été publié en 1910. Notre époque a traversé des événements qui semblent lui faire écho et, à l'heure où nous écrivons, le risque d'une terrible aggravation de la situation en Ukraine n'est que trop réel. Mais l'histoire ne se répète pas toujours (et la personne la plus célèbre à l'avoir dit s'est trompée sur beaucoup d'autres choses).

Nous devons malheureusement nous attendre pour l'instant à une poursuite du conflit. Le coût humain et géopolitique de l'attaque par la Russie est terriblement élevé et ne cesse d'augmenter (il n'est « contenu » qu'en termes logistiques). Il peut paraître déplacé de mentionner les conséquences financières, mais pour l'instant, l'impact sur l'économie mondiale semble modéré, ce qui a permis aux marchés boursiers de faire preuve, pendant la majeure partie des deux derniers mois, d'une impassibilité encore plus grande qu'ils ne le font souvent face à un désastre humanitaire.

L'économie américaine en particulier n'est pas aussi fragile que l'arithmétique du PIB du premier trimestre semble le laisser entendre. Les enquêtes auprès des entreprises, tant aux États-Unis qu'en Europe, indiquent que la croissance ne s'est pas encore fortement ralentie, en partie peut-être parce que les prix réels du pétrole ne sont pas si élevés (les coûts de l'énergie constituent une menace pour la distribution, pas encore une menace macroéconomique). La demande refoulée liée à la pandémie persiste. Les marchés du travail sont (encore) plus tendus qu'avant l'invasion.

Sans surprise, les grandes banques centrales occidentales continuent d'annoncer des taux d'intérêt plus élevés, et avec plus de bruit qu'auparavant. Le 24 février, la question économique majeure semblait devoir être « conflit persistant ou taux d'intérêt plus élevés ». Il se pourrait que ce soit maintenant « conflit persistant et taux d'intérêt plus élevés ». Nous pensons que le resserrement monétaire et le dépassement des pics de l'inflation globale de l'IPC dû au conflit et aux matières premières (voir le deuxième article) pourraient finalement contenir l'inflation sous-jacente, mais à des niveaux toujours supérieurs à l'objectif (les taux tendanciels s'établissant à 2-4 %, par exemple).

Les obligations sont donc confrontées à des vents contraires stratégiques persistants, mais elles sont maintenant un peu moins chères qu'auparavant. Les actions sont également vulnérables d'un point de vue tactique et ne sont pas bon marché (bien qu'elles soient toujours les mieux placées pour offrir des rendements à long terme supérieurs à l'inflation). À court terme, beaucoup de choses plaident en faveur de la prévisibilité nominale des liquidités, même avec l'inflation actuelle : le pouvoir d'achat est moins volatil que le prix des titres.

Kevin Gardiner/Victor Balfour
Global Investment Strategists

Couverture: Billets en euros
© Gettyimages

Wealth Management
New Court
St. Swithin's Lane
London EC4N 8AL
+44 20 7280 5000
rothschildandco.com

© 2022 Rothschild & Co
Wealth Management

Date de publication: mai 2022.
Valeurs: toutes les données sont en
date du 30 avril 2022.

Sources des graphiques et des
tableaux: Rothschild & Co ou
Bloomberg, sauf indication contraire.



Visions globales

L'Europe se retrouve ainsi, presque du jour au lendemain, de nouveau au bord d'un conflit continental.

Nous avons compris immédiatement que le brouillard de la guerre ne pouvait pas, en définitive, être dissipé par les médias modernes, ni même par les réseaux sociaux. Notre presse est libre, mais pas nécessairement objective ni complètement informée. Les experts en stratégie peinent à modéliser les actions d'un protagoniste agissant contre son propre intérêt.

Si nous ne pouvons pas donner d'avis (à défaut d'espérer) de façon crédible concernant l'issue probable, nous devons envisager l'hypothèse d'une poursuite du conflit actuel, sinistre mais localisé.

On peut néanmoins dresser des perspectives globales. Nous lisons que la Russie tire profit de la décadence d'un Occident paralysé par le relativisme, manquant de confiance en soi et de leadership. Nous serions en train d'assister à la fin de la « longue paix » libérale, démocratique et mondialiste que l'on retrouve, par exemple, dans les écrits de Fukuyama et Pinker. Les valeurs des Lumières occidentales n'auraient été qu'un concept éphémère, remplacé par le « choc des civilisations », le populisme, un déficit démocratique et/ou la « démondialisation ».

Les partisans du progrès se sont certainement déjà rendus coupables d'orgueil démesuré. Norman Angell a baptisé sa thèse à succès *La grande illusion* en 1910, affirmant que l'interdépendance économique permettrait d'écartier la perspective d'une guerre entre grandes puissances industrielles.

L'« illusion », telle qu'il la concevait, était que les nations tirent profit du militarisme. Angell n'a pas dit que la guerre ne pouvait pas se produire, mais qu'elle n'était pas payante, ce qui, selon lui, devait avoir un effet dissuasif puissant. Une nouvelle édition a été publiée en 1933 et Angell a reçu le prix Nobel de la paix la même année. Le titre a ensuite été adopté par Renoir dans son film de 1937 sur des prisonniers de guerre français pendant la Première Guerre mondiale.

Les conceptions contemporaines du progrès acceptent la possibilité de rechute et/ou d'accident. Une lecture des récents reculs est qu'ils ont été inspirés, non pas par l'échec du modèle occidental, mais par son succès. Il est possible que l'emprise autoritaire se soit relâchée sous la poussée du désir de liberté et de prospérité: l'agression à l'extérieur pourrait constituer une réponse défensive à la peur de perdre le contrôle à l'intérieur.

Les visions globales sont séduisantes, mais elles peuvent devenir des œillères. Beaucoup de choses plaident en faveur d'une vision du monde consistant à « avancer à tâtons » (et nous l'avons souvent dit). Mais si nous devons en choisir une, nous n'avons pas encore abandonné l'idée de progrès – et d'une reprise de la mondialisation à long terme qui l'accompagne (figure 1).

UN PROTAGONISTE IMPRÉVISIBLE

Nous espérons que la paix arrivera bientôt. Mais comme nous l'avons souligné, il est difficile de modéliser les actions du principal protagoniste. Le discours du président russe du 21 février a clairement énoncé ses objectifs et (rétrospectivement) ses intentions, mais la Russie semble maintenant plus faible, pas plus forte.

Si l'on met de côté les pertes humaines et matérielles encore inconnues de la Russie, ainsi que les dégâts infligés à sa réputation militaire (qui pourrait encore se rétablir, bien sûr), l'Organisation du traité de l'Atlantique Nord paraît revitalisée et non intimidée. La Finlande et la Suède pourraient y adhérer. L'économie actuelle et future de la Russie a subi des dégâts importants. Ses marchés de capitaux sont ostracisés : comme l'indice de Saint-Petersbourg en 1917, le MSCI Russie est tombé à zéro dans les faits.

La balance des paiements de la Russie, et sa monnaie, pour l'instant, restent saines, mais uniquement dans le contexte le plus mercantiliste. Les accords de facturation ne changent rien à la situation difficile dans laquelle elle se trouve : elle a besoin de produits manufacturés de grande valeur, pas de roubles (elle peut toujours en imprimer).

Elle doit trouver de nouveaux acheteurs pour une grande partie de son pétrole (et en définitive de son gaz), alors même que ses actions contribuent à accélérer la fin de l'ère pétrolière. Et elle ne peut pas facilement dépenser ses revenus pétroliers actuels, même si elle le souhaite. Les consommateurs russes devront se passer d'une grande partie des voitures, téléphones, ordinateurs et produits de marque qu'ils apprécient.

Si elle peut se comporter de manière aussi irrationnelle, de quoi d'autre est-elle capable ? Si les primes de risque existaient, ce serait sûrement le moment de les augmenter.

UNE CROISSANCE PLUS LENTE, PLUS D'INFLATION...

L'impact économique de l'invasion sur le reste du monde a été tout de suite évident : une croissance plus faible et des prix à la consommation plus élevés, en raison de la perturbation de l'approvisionnement en matières premières essentielles et autres intrants. Les deux premières séries d'enquêtes auprès des entreprises publiées depuis l'invasion montrent un ralentissement relativement modeste des perspectives de croissance.

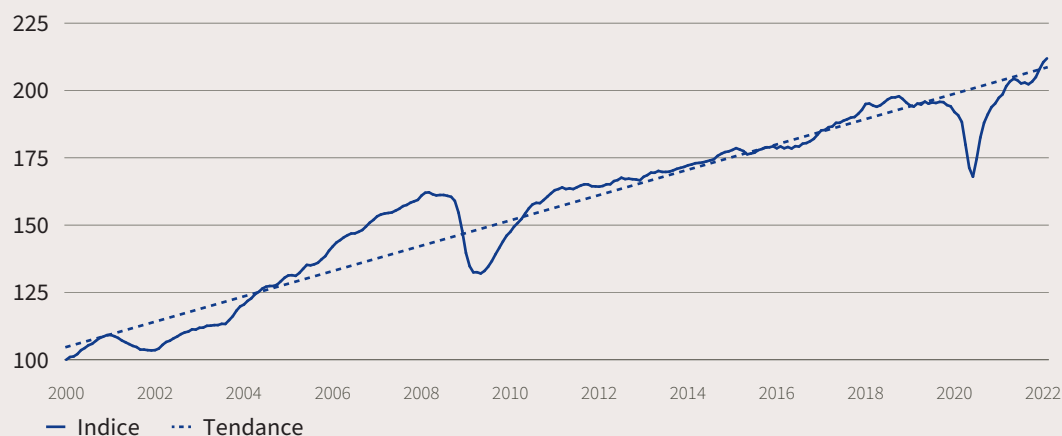
Les données n'ont pas toutes été résilientes : il y a eu une chute notable (partiellement inversée depuis) dans l'élément « attentes » de la très suivie enquête IFO en Allemagne ; la Chine a renouvelé certains confinements contre la Covid et plus récemment, une surprenante baisse annualisée de 1% du PIB américain a été annoncée pour le premier trimestre. Cette dernière nouvelle ne fera qu'encourager les discours sur une imminente erreur de politique alors que la Fed continue de relever ses taux d'intérêt (voir ci-dessous), mais elle reflète ce qui, selon nous, constituera une contribution erratique de la balance extérieure nette – les dépenses intérieures finales ont en fait accéléré vers les 4%.

Il est vrai que la confiance des consommateurs occidentaux a été durement touchée, mais ces enquêtes sont moins utiles en tant qu'indicateurs avancés : nous ne les utilisons pas en règle générale. Qui ne se sentirait pas moins confiant en ce moment ? Que cela nous pousse à dépenser moins ou non est discutable. Nous ne sommes pas satisfaits de la hausse du prix de l'essence, mais son effet immédiat est probablement d'augmenter les dépenses nominales totales. De même, nous n'avons pas envie de dépenser plus maintenant pour anticiper l'impact de l'inflation sur notre pouvoir d'achat futur.

Les marchés du travail des deux côtés de l'Atlantique semblent encore plus tendus qu'en janvier. Il y a toujours de nouveaux travailleurs potentiels qui peuvent être incités à réintégrer le marché du travail – dans le jargon, les « taux de participation » peuvent encore augmenter – et le niveau exact du « plein » emploi est difficile à déterminer. Quel qu'il soit, nous en avons rarement été aussi proches ces derniers temps.

FIGURE 1: LE COMMERCE ÉTAIT EN FORTE CROISSANCE

Volume du commerce mondial: indice, moyenne mobile sur 3 mois. 100 = 31/01/2000



Source: CPB World Trade Monitor, Rothschild & Co

Nous ne sommes pas particulièrement surpris par l'élan initial et la résistance encourageante (jusqu'à présent) de l'économie mondiale après l'invasion.

Nous pensons depuis longtemps que la période de croissance supérieure à la tendance qui a suivi la pandémie pourrait durer plus longtemps que ne le laissent entendre les prévisions officielles. Il y a un plus grand potentiel de rattrapage (une reconstitution de la production perdue) en raison de la période prolongée de politiques monétaire et fiscale laxistes, de l'existence d'une demande frustrée ou refoulée des consommateurs et des investissements, et du besoin plus prosaïque de reconstituer les stocks (de remplir les étagères).

Entre-temps, la perturbation de l'approvisionnement en pétrole qui a suivi l'invasion n'a pas encore entraîné une réduction aussi importante du pouvoir d'achat qu'elle aurait pu le faire. À l'heure où nous écrivons ces lignes, les prix réels (c'est-à-dire corrigés de l'inflation) du pétrole sont supérieurs d'environ deux cinquièmes à leur tendance décennale, mais inférieurs à ceux de 2011-2012 par exemple (figure 1). Les prix de l'énergie constituent actuellement une menace politique ou pour la distribution pour les gouvernements occidentaux, mais pas encore une menace macroéconomique.

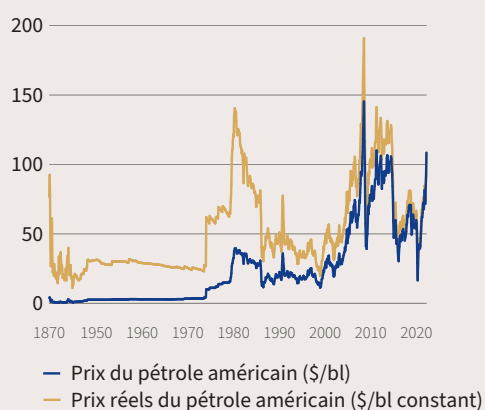
Le niveau élevé et croissant d'utilisation des capacités – tant pour les installations que pour la main-d'œuvre – représente un risque d'inflation sous-jacent et persistant qui ne disparaîtra probablement pas, même si les prix du pétrole et d'autres matières premières cessent de flamber. Et ils cesseront presque inévitablement. Il n'est pas nécessaire qu'il y ait des pénuries mondiales durables, même si (comme cela semble probable) l'Europe décide qu'elle peut payer le prix d'un refus plus formel du pétrole et (en définitive) du gaz russe.

C'est la raison pour laquelle nous anticipons une hausse de l'inflation tendancielle depuis la pandémie. La hausse des prix du pétrole et d'autres matières premières amplifie le risque, mais n'est ni nécessaire ni suffisante pour une inflation durable, comme nous le laissons entendre ci-dessous. L'inflation des années 1970 s'est accélérée bien avant la formation de l'OPEP ; et sans un mauvais fonctionnement des marchés du travail et des politiques monétaires et fiscales laxistes, la flambée des prix du pétrole n'aurait pas eu l'écho qu'elle a eu.

Les prix réels des matières premières sont tout sauf stables – ils peuvent être extrêmement volatils et, à plus long terme, ils ont tendance à baisser. Ils ne sont pas toujours la « couverture » naturelle de l'inflation que beaucoup croient qu'ils constituent -- même s'il était possible pour les investisseurs ordinaires de les posséder directement, ce qui n'est pas le cas (à l'exception des métaux précieux). Le fiasco du nickel à la Bourse des métaux de Londres vient d'affaiblir un peu plus les arguments en faveur de leur détention indirecte.

FIGURE 2: PRIX DU PÉTROLE BRUT

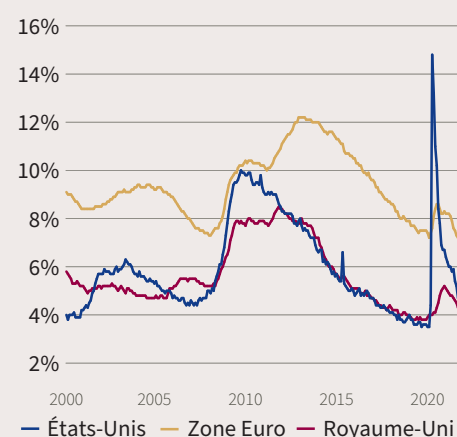
Nominal (\$pb) et réel (prix 2022, indexé), WTI



Source: Bloomberg, EIA, FRED, Rothschild & Co
Note: Données annuelles 1870 à 1945; données mensuelles jan. 1946 à mars 2022

FIGURE 3: TAUX DE CHÔMAGE

Base EFT, en %.



Source: Datastream, Rothschild & Co

... MAIS PAS ENCORE LA « STAGFLATION »

Les experts annoncent le mélange imminent de croissance plus lente et d'inflation plus élevée comme le retour de la « stagflation ». Ces déclarations sont prématurées.

Ce nom a été donné pour la première fois à la décennie de faible croissance et de forte inflation qui a duré jusqu'en 1983 environ (stagflation = stagnation + inflation). La croissance américaine a été divisée par deux et l'inflation a doublé (davantage dans chaque cas pour le Royaume-Uni). Ce phénomène a perduré et se préparait depuis longtemps (comme indiqué).

Même si le ralentissement à venir s'avère plus marqué que nous le pensons – si l'Europe décide de renoncer plus complètement à l'énergie russe, déclenchant des récessions plus tard dans l'année en Allemagne et ailleurs – il n'y a aucune raison de ne pas s'attendre à un rebond par la suite (encore une fois, en supposant qu'il n'y ait pas d'aggravation effroyable du conflit). Nous pensons (comme nous l'avons indiqué) que l'inflation tendancielle sera plus élevée, mais bien en deçà des taux globaux actuels, et à une échelle qui ne devrait pas nuire de manière significative à l'économie réelle et à la rentabilité des entreprises.

Si une nouvelle période de stagflation devait survenir, les gestionnaires de patrimoine seraient confrontés à un climat particulièrement difficile. Une faible croissance est mauvaise pour la rentabilité des entreprises et les actions, tandis qu'une inflation élevée est mauvaise pour les taux d'intérêt et les obligations (et pour les actions aussi). Les portefeuilles classiques fondés sur des titres ne sauraient plus à quels saints se vouer.

NORMALISATION DES POLITIQUES

Les grandes banques centrales occidentales se sont tardivement rapprochées de notre façon de voir les choses. Le niveau d'urgence actuel de relèvement des taux d'intérêt n'est tout simplement pas nécessaire et amplifie probablement la pression inflationniste sous-jacente. La courbe plaçant les banques centrales si loin derrière n'est pas celle des marchés monétaires d'aujourd'hui – qu'elles contrôlent en partie après tout – mais celle qui pourrait faire une entrée gênante dans les livres d'histoire.

Certes, pendant une brève période après l'invasion, la nécessité de freiner la demande globale a semblé devenir moins pressante – mais comme nous l'avons noté, les données ultérieures ont laissé entendre qu'elle possédait un certain élan et les marchés du travail en particulier sont plus tendus que ce que les banques centrales avaient prévu.

La Réserve fédérale semble prête à accélérer le rythme de ses hausses de taux, peut-être par paliers d'un demi-point plutôt que par quarts de point. La courbe du marché monétaire montre maintenant que les taux américains atteindront un pic au-dessus de 3% en 2023. Il s'agit là d'un taux « élevé » uniquement au regard des remarquables standards des deux dernières décennies et, en termes corrigés de l'inflation, il est probable qu'il se situe encore dans la partie basse de la normale.

Même la Banque centrale européenne a maintenant reconnu publiquement que les taux d'intérêt de la zone euro devraient être bientôt plus élevés : des augmentations de taux à partir de juillet semblent probables (la Banque nationale suisse suivra en temps voulu, à moins que le franc ne se renforce encore). La Banque d'Angleterre, qui a été la première des trois grandes banques à faire marche arrière en décembre, semble maintenant la plus équivoque quant à l'ampleur du resserrement nécessaire – mais là aussi, les taux semblent devoir augmenter pendant le reste de l'année.

Une grande partie de la normalisation prospective des taux est désormais prise en compte dans les marchés monétaires et à revenu fixe. Les obligations ont connu (selon leurs normes) une année 2022 torride jusqu'à présent, mais elles intègrent désormais (presque) le risque d'inflation persistante auquel nous pensions : les niveaux du point mort d'inflation à 10 ans sont proches de 3% aux États-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni (dans ce dernier cas, après ajustement du taux RPI implicite sur une base IPC).

Les rendements réels ont également augmenté, ce qui explique pourquoi les prix de nombreuses obligations indexées sur l'inflation ont baissé (bien que dans une moindre mesure que ceux des obligations classiques). Ils restent cependant très bas : ils sont toujours clairement négatifs en Allemagne et au Royaume-Uni, et proches de zéro (mais toujours juste en dessous) aux États-Unis. C'est peut-être là que la marge de manœuvre est la plus grande aujourd'hui.

Le rétablissement de la crédibilité monétaire au début des années 1980 a vu les mesures des taux d'intérêt réels passer rapidement d'un niveau nettement négatif à un niveau clairement positif. La menace qui pèse aujourd'hui sur la crédibilité monétaire est de moindre ampleur et l'ajustement probable des rendements et des taux réels devrait également être plus faible. Mais sur les marchés actuels où les prix sont élevés, elle pourrait tout de même être déstabilisante, et pas seulement pour les obligations.

Personne ne sait avec certitude où les taux d'intérêt finiront par se situer, bien sûr (y compris les banques centrales elles-mêmes). Mais au vu des perspectives économiques actuelles, nous pensons qu'une augmentation significative par rapport aux niveaux récents est nécessaire pour maintenir la crédibilité monétaire et garantir que l'inflation reste dans la fourchette de 2 à 4% et ne s'emballe pas. Nos meilleures estimations de la « juste valeur » des rendements des bons du Trésor américain à 10 ans, des bunds et des gilts restent bien supérieures aux niveaux actuels du marché, même si nous sommes conscients du fait que la route qui y mène sera sinueuse.

Les taux d'intérêt bas et les bilans imposants des banques centrales ne sont pas les seuls paramètres politiques qui doivent être corrigés. La politique budgétaire est également en jeu, mais dans ce domaine, un processus de normalisation est déjà bien engagé même s'il n'a pas fait l'objet de beaucoup de communication.

Les déficits budgétaires aux États-Unis et en Europe ont diminué plus rapidement que les prévisions officielles ne le laissaient entendre (une fois encore, cela ne surprendra pas nos lecteurs réguliers), car les économies ont rebondi et certains taux d'imposition ont augmenté. L'impact cumulé sera significatif : les ratios dette/PIB seront plus faibles que ce que l'on craignait (figure 4).

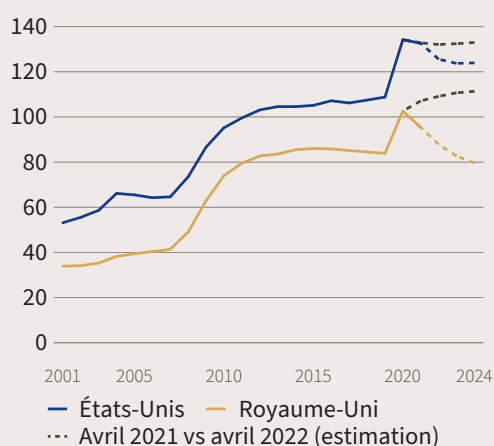
L'amélioration des finances publiques ne fragilise pas (selon nous) de manière significative les arguments en faveur d'une hausse des taux d'intérêt : elle est en grande partie un effet économique et non une cause. Ce que cela signifie, cependant, c'est que les gouvernements pourraient avoir un peu plus de marge de manœuvre lors de la prochaine récession (ou élection – si vous pensez que cela est un peu cynique, rappelez-vous que le gouvernement britannique s'est déjà engagé à réduire les taux d'imposition sur le revenu à partir de 2024).

CONCLUSIONS SUR LES INVESTISSEMENTS

Les actions sont généralement volatiles, les obligations ne le sont pas. Il est donc remarquable de constater qu'aussi bien les actions que les obligations mondiales ont récemment enregistré une baisse à deux chiffres en 2022 (figure 5).

FIGURE 4: RATIOS DETTE PUBLIQUE/PIB

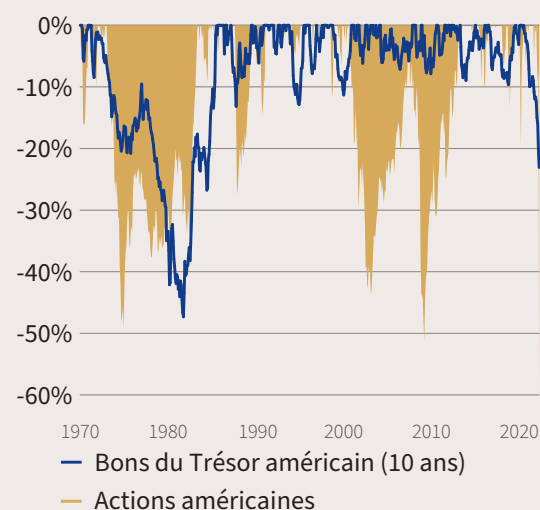
Projections du FMI: % PIB



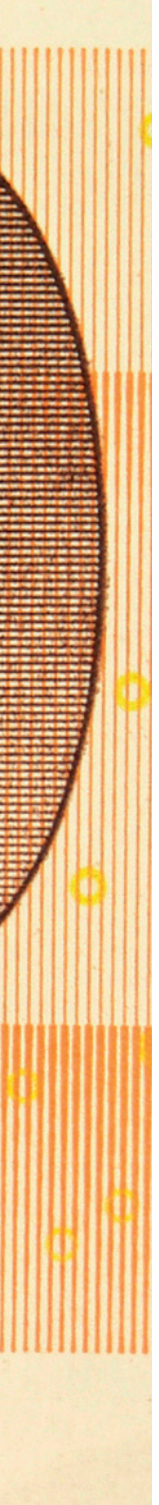
Source: FMI, Rothschild & Co

FIGURE 5: BAISSSES PAR RAPPORT AUX PICS

Baisse des actions et obligations mondiales (réelle, USD, %)



Source: Bloomberg, Rothschild & Co



Après s'être vendues si brutalement, les obligations ne sont plus aussi chères qu'elles l'étaient. Et comme indiqué plus haut, il est possible qu'elles ne remontent pas toutes à des niveaux « normaux » en ligne droite, en un seul cycle. Néanmoins, les rendements réels restent faibles, comme nous l'avons indiqué, et il nous semble toujours peu probable que les obligations soient en mesure d'offrir des rendements supérieurs à l'inflation sur le long terme à partir de maintenant.

Les actions semblent toujours plus avantageuses – rendements globaux prospectifs supérieurs à l'inflation de 2 à 4% que nous prévoyons – mais elles sont également vulnérables, du moins sur le plan tactique, à cette hausse des taux d'intérêt. La croissance n'est peut-être pas particulièrement fragile, mais elle ralentit dans un contexte géopolitique tendu ; et la hausse des taux d'intérêt amplifie ce risque cyclique et réduit les valorisations. Le jour de l'invasion, nous avons fini par plaider en faveur d'une réduction de la pondération des actions alors même que les marchés baissaient – une position que nous n'avions pas adoptée récemment (voire jamais).

Dans ce contexte, la stabilité nominale à court terme des liquidités a plus d'atouts que d'habitude. Même avec les taux d'inflation actuels, les prix à la consommation sont moins volatils que les obligations et les actions. L'or peut aussi jouer un rôle de valeur refuge, bien sûr, mais il est volatil à court terme et connaît souvent des difficultés lorsque les taux d'intérêt réels augmentent.

Sur le plan monétaire, la vigueur récente du dollar n'est ni surprenante ni étrange. Un risque d'investissement mondial élevé associé à un cycle de taux d'intérêt dirigé par les États-Unis forme la toile de fond classique du « sourire du dollar », mais le dollar doit encore sortir de manière décisive des fourchettes de négociation récentes par rapport à l'euro ou à la livre sterling (il l'a fait par rapport au yen, mais les marchés de capitaux japonais sont souvent particuliers – et pas d'une manière utilement prédictive). En général, les marchés des changes restent plus stables que d'habitude par rapport aux actions et (surtout) aux obligations.

Nous conseillons rarement de prendre des positions importantes sur les marchés des changes même dans le meilleur des cas, mais nous sommes heureux de pouvoir affirmer une chose : le dollar restera la principale monnaie de réserve dans un avenir prévisible. La monnaie chinoise continuera à gagner en importance, mais les déclarations répétées selon lesquelles elle supplantera bientôt le dollar sont fantaisistes. Il ne s'agit pas de regarder dans une boule de cristal, mais plutôt de simple logistique.

Si un pays enregistre un excédent structurel de sa balance des paiements, il accumule sans cesse des créances nettes sur le reste du monde. Si sa balance des opérations en capital est contrôlée, il n'y a pas de solution simple pour rembourser ces créances.

Donc, si le reste du monde veut faire du renminbi son actif de réserve, comment va-t-il en obtenir suffisamment ?

Matières premières et inflation

La guerre en Ukraine a poussé les prix des matières premières à la hausse, et les prix à la consommation avec. Les similitudes historiques sont troublantes : la grande vague d'inflation qui a fait tant de dégâts dans les années 1970 et au début des années 1980 était également associée à des conflits (guerres israélo-arabe et Iran-Irak) et à une flambée des prix du pétrole. L'histoire de l'inflation est-elle sur le point de se répéter ?

Comme nous l'avons dit plus haut, nous pensons que le risque d'inflation est plus élevé que depuis un certain temps, mais pas uniquement – ni même principalement – pour cette raison. L'inflation peut avoir tendance à augmenter pour d'autres raisons et il est peu probable que la hausse des prix des matières premières suffise à la faire augmenter. Il y a eu plusieurs périodes après la Seconde Guerre mondiale au cours desquelles les prix des matières premières ont grimpé en flèche – dans certains cas en raison de conflits – sans entraîner une augmentation durable de l'inflation au sens large. Le principal effet a été une modification des prix relatifs, qui s'est souvent inversée par la suite.

Le pétrole reste la matière première la plus importante, mais son importance a diminué au fil du temps – l'intensité énergétique de l'économie américaine, par exemple, a diminué de deux tiers au cours des cinquante dernières années.

Les matières premières ont une relation évidente avec l'inflation – leurs prix reflètent rapidement les changements dans l'activité économique et elles sont largement utilisées. L'alimentation et l'énergie sont les composants les plus volatils des indices des prix à la consommation, représentant directement un cinquième du panier américain (33% dans la zone euro et 18% au Royaume-Uni). Elles se font également sentir indirectement, sous la forme de coûts d'intrants plus élevés pour les fabricants, les transformateurs et les distributeurs dans d'autres secteurs.

FIGURE 6: CONFLITS, MATIÈRES PREMIÈRES ET INFLATION

Prix des matières premières (USD) et IPC américain (% en glissement annuel)



Source: Rothschild & Co.

Les matières premières sont historiquement sujettes à des cycles prononcés d'expansion et de ralentissement. Les prix réagissent rapidement aux pénuries à court terme ; l'offre finit par arriver, généralement lorsque la demande s'est estompée, ce qui entraîne une surabondance. Très peu de matières premières se raréfient en permanence, et même celles pour lesquelles c'est le cas, comme l'or, peuvent voir leur prix baisser ou augmenter.

Les conflits ont souvent provoqué des pénuries. Les prix des matières premières ont connu des pics importants au moment de la Seconde Guerre mondiale, de la guerre de Corée, des guerres israélo-arabes et irano-irakienne, de l'invasion du Koweït par l'Irak et, bien sûr, aujourd'hui. Mais parmi ces périodes, seuls les deux épisodes des années 1970 ont été suivis d'une période prolongée d'inflation supérieure à la tendance (figure 6).

La guerre du Vietnam a fait partie de la tempête inflationniste de la fin des années 1960 et du début des années 1970, mais l'impact sur les matières premières a été moindre. Plus récemment, on a assisté à une forte hausse des prix des matières premières en temps de paix – le « supercycle » des années 2000 – qui n'a pas eu de répercussion plus large sur l'inflation.

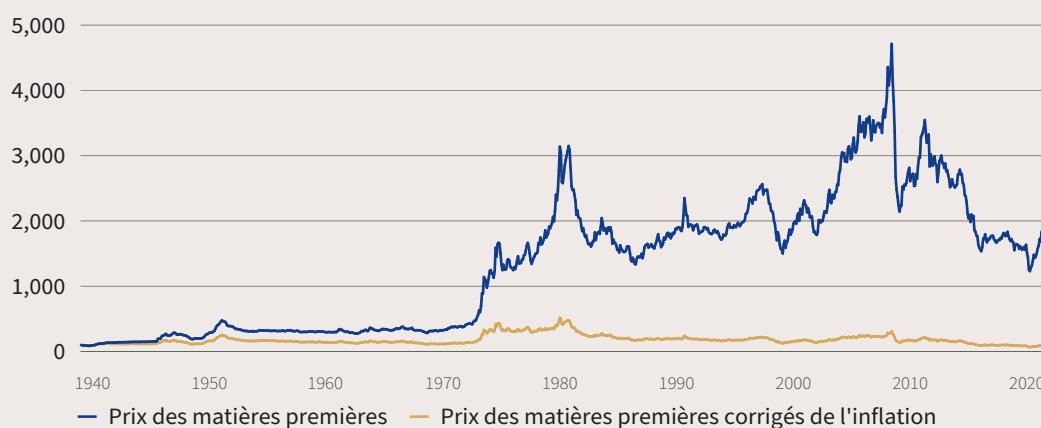
La Russie joue un rôle central non seulement dans l'approvisionnement énergétique mondial, mais aussi dans un certain nombre de matières premières essentielles, y compris les métaux tels que le nickel et l'aluminium, ainsi que les céréales et les engrais. L'Ukraine elle-même est un grand exportateur de céréales. Le conflit n'étant pas près de s'achever et les sanctions occidentales devant rester en place pendant un certain temps, des pénuries sont à craindre dans tous les domaines, des batteries de voiture au blé.

Mais ces pénuries pourraient ne pas durer. La Russie a besoin d'importations essentielles et tentera de vendre son pétrole et son gaz à des acheteurs asiatiques. Il existe également d'autres fournisseurs, et certains produits de substitution, même (en définitive) pour le gaz naturel russe. Des travaux sont en cours pour réorienter à long terme la demande énergétique de l'Europe, en s'éloignant de la Russie et du gaz acheminé par gazoduc, pour se tourner vers d'autres fournisseurs, le GNL et peut-être même des sources d'énergie inorganiques. Une deuxième flambée des prix, plus spectaculaire, ne peut être exclue si l'Europe décide d'agir plus tôt ; mais la durée de cette flambée est discutable.

S'il devait y avoir une nouvelle flambée, la constellation particulière de facteurs qui a conduit à l'inflation des années 1970 n'est (à notre avis) plus présente aujourd'hui. Les relations industrielles ont été transformées ; la production est moins tangible (et donc moins gourmande en métaux et en énergie) ; les niveaux de revenus sont plus élevés (ce qui réduit l'importance économique des produits agricoles) ; et – malgré nos doutes maintes fois exprimés, répétés ci-dessus – les politiques monétaires et fiscales finiront par se révéler moins laxistes (nous le pensons et l'espérons) qu'à l'époque.

FIGURE 7: PRIX DES MATIÈRES PREMIÈRES: NOMINAUX ET RÉELS

Indices: Dollar américain et ajustés pour l'inflation américaine. 100 = 31/01/1940



Source: NBER, Bloomberg, Rothschild & Co

Remarque: Données issues de l'indice NBER des matières premières au comptant de 1940 à 1960 et de l'indice Bloomberg des matières premières au comptant à partir de 1960.

À plus long terme, l'impératif mondial croissant de produire et de consommer de manière plus durable se superpose à tout cela. À court terme, cela renforce la pression inflationniste, mais à mesure que l'âge du pétrole (et des métaux ?) touche doucement à sa fin, la demande s'estompe et les prix réels des matières premières subissent une pression à la baisse plus durable.

Les perspectives à plus long terme pour les prix des matières premières restent donc probablement faibles. Comme nous l'avons noté, la pénurie est souvent exagérée et, plutôt que de voir les prix des matières premières entraîner une hausse des prix à la consommation, nous pensons qu'il est probable qu'ils soient à nouveau à la traîne.

Ainsi, l'apparente relation de cause à effet actuelle pourrait se révéler être le contraire de ce qui finira par prévaloir. Comme indiqué précédemment, nous pensons que l'inflation restera plus forte que pendant la majeure partie du dernier quart de siècle, mais pas à cause des matières premières. En fin de compte, il se peut que ce ne soit pas les prix du pétrole qui compriment les salaires réels, mais plutôt que la hausse des salaires diminue l'importance du pétrole.

Il s'ensuit que nous ne considérons pas les matières premières en général comme une « couverture » de l'inflation à long terme, même s'il était possible d'y investir aussi directement que le laissent entendre les manuels d'allocation d'actifs. Les investisseurs qui souhaitent tirer parti de leurs phases d'expansion et de ralentissement seraient plus avisés de le faire indirectement par le biais des actions des sociétés qui les extraient et les raffinent – si les budgets environnementaux le permettent, bien sûr.

Économie et marchés: contexte

CROISSANCE: PRINCIPALES ÉCONOMIES

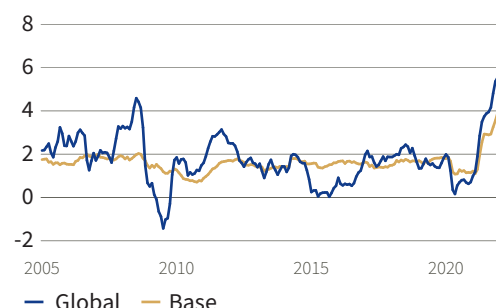
Optimisme des entreprises: écarts types par rapport à la tendance



Source: Bloomberg, Rothschild & Co
Composé des éléments prospectifs des enquêtes sur l'activité manufacturière de la Chine, de l'Allemagne, du Japon, du Royaume-Uni et des États-Unis, approximativement pondérées en fonction du PIB.

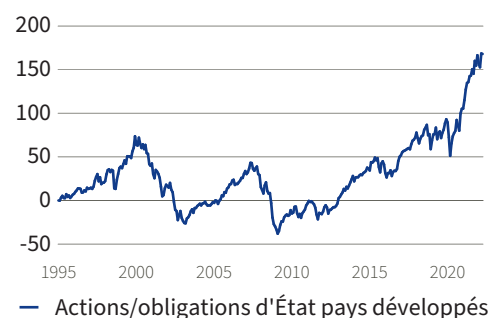
INFLATION G7

%, glissement annuel



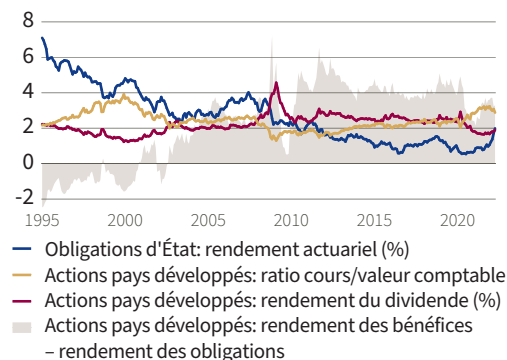
Source: OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

ACTIONS/OBLIGATIONS - INDICE DE RENDEMENT RELATIF (%)



Source: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

ACTIONS/OBLIGATIONS - VALORISATIONS RELATIVES



Source: MSCI, Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg, Rothschild & Co

OBLIGATIONS SÉLECTIONNÉES

Rendements actuels, rendements récents en monnaie locale

	RENDEMENT (%)	1 AN (%)	3 ANS (%)
Trésor américain à 10 ans	2.8	-8.5	1.6
Gilt britannique à 10 ans	1.9	-6.7	-2.9
Bund allemand à 10 ans	0.9	-8.8	-7.7
Obligation d'État suisse à 10 ans	0.9	-7.6	-8.4
Obligation d'État japonaise à 10 ans	0.2	-0.9	-1.5
Crédit mondial: investment grade (USD)	2.5	-6.5	1.4
Crédit mondial: haut rendement (USD)	7.3	-6.9	5.0
Émergents (USD)	6.2	-12.1	-2.1

Source: Bloomberg, Rothschild & Co

MARCHÉS BOURSIERS SÉLECTIONNÉS

Rendements des dividendes, rendements récents en monnaie locale (indices MSCI)

	RENDEMENT (%)	1 AN (%)	3 ANS (%)
Monde: tous les pays	2.0	-0.4	36.3
Développés	1.9	2.1	40.1
Émergents	2.8	-16.9	11.2
États-Unis	1.4	1.6	51.3
Zone euro	2.7	-3.5	14.8
Royaume-Uni	3.9	15.4	13.6
Suisse	2.5	9.5	30.0
Japon	2.4	2.0	27.6

Source: Bloomberg, Rothschild & Co

TAUX DE CHANGE SÉLECTIONNÉS

Indices pondérés en fonction du commerce extérieur, nominaux (2000 = 100)

	RENDEMENT (%)	1 AN (%)	3 ANS (%)
Dollar américain (USD)	113.7	7.6	4.7
Euro (EUR)	124.7	-5.1	1.0
Yen (JPY)	78.1	-13.2	-13.9
Livre sterling (GBP)	80.8	-0.4	2.7
Franç suisse (CHF)	172.4	4.6	11.7
Yuan chinois (CNY)	146.5	7.7	9.0

Source: Bloomberg, Rothschild & Co

MATIÈRES PREMIÈRES ET VOLATILITÉ

	RENDEMENT (%)	1 AN (%)	3 ANS (%)
Indice spot CRB (1994 = 100)	308.0	53.7	66.8
Pétrole brut Brent (\$/b)	107.6	59.9	49.1
Or (\$/once)	1,888.7	6.4	46.9
Métaux industriels (1991 = 100)	429.2	29.4	72.6
Volatilité implicite des actions: VIX (%)	30.0	73.6	135.6
Volatilité implicite des obligations: MOVE (bps)	128.7	113.5	160.5

Source: Bloomberg, Rothschild & Co

Toutes les données sont en date du 30 avril 2022.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.



Informations importantes

Le présent document a été produit par Rothschild & Co Wealth Management UK Limited à des fins d'information et de marketing uniquement et à l'usage exclusif du destinataire. Sauf accord écrit spécifique délivré par Rothschild & Co Wealth Management UK Limited, ce document ne peut pas être copié, reproduit, distribué ou transmis, intégralement ou partiellement, à une autre personne. Le présent document ne constitue pas une recommandation personnelle, une offre ou une invitation en vue d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières ou tout autre produit bancaire ou d'investissement. Rien dans le présent document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal.

La valeur des investissements, et les revenus qui en sont issus, est susceptible d'augmenter et de diminuer, sans garantie de récupération du montant investi à l'origine. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Investir dans l'optique d'obtenir des rendements implique d'accepter un risque: les aspirations en matière de performance ne sont pas et ne peuvent pas être garanties. Si vous changez d'avis concernant vos objectifs d'investissement et/ou votre (vos) tolérance(s) au risque et au rendement, veuillez contacter votre conseiller clientèle. Lorsqu'un investissement implique une exposition à une devise, les variations des taux de change peuvent faire augmenter ou diminuer la valeur de l'investissement et des revenus qui en sont issus. Des revenus peuvent être produits au détriment de rendements en capital. Les rendements des portefeuilles seront considérés sur la base d'un «rendement total», ce qui signifie que les rendements proviennent à la fois de l'appréciation ou de la dépréciation du capital telle que reflétée dans les prix des investissements de votre portefeuille et des revenus qu'ils génèrent sous forme de dividendes et de coupons. Les avoirs des portefeuilles discrétionnaires servant d'exemples ou réels présentés dans ce document sont détaillés à des fins d'illustration uniquement et peuvent être modifiés sans préavis. Comme pour le reste de ce document, ils ne doivent pas être considérés comme une sollicitation ou une recommandation pour un investissement distinct.

Bien que les informations et les données figurant dans ce document proviennent de sources réputées fiables, aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est ou ne sera faite/donnée et, sauf en cas de fraude, aucune responsabilité n'est ou ne sera acceptée par Rothschild & Co Wealth Management UK Limited concernant l'équité, l'exactitude ou l'exhaustivité de ce document ou des informations sur lesquelles il repose, ou concernant la confiance accordée à ce document par quelque personne que ce soit. Plus particulièrement, aucune déclaration ou garantie n'est faite/donnée quant à la réalisation ou au caractère raisonnable des projections, objectifs, estimations ou prévisions figurant dans ce document. En outre, toutes les opinions et données utilisées dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

Lorsque les données de cette présentation proviennent de MSCI, nous sommes tenus, pour pouvoir les utiliser, de vous informer du fait que: «Ni MSCI ni aucune autre partie impliquée ou liée à la compilation, au calcul ou à la création des données MSCI n'offre de garantie ni ne fait de déclarations expresses ou implicites concernant ces données (ou les résultats obtenus en les utilisant), et toutes ces parties déclinent expressément par la présente toute garantie d'originalité, d'exactitude, d'exhaustivité, de qualité marchande ou d'adéquation à un usage particulier concernant l'une quelconque de ces données. Sans limiter ce qui précède, MSCI, l'une de ses sociétés affiliées ou tout tiers impliqué dans ou lié à la compilation, au calcul ou à la création des données ne peut en aucun cas être tenu responsable de tout dommage direct, indirect, spécial, punitif ou autre (y compris les manques à gagner), même si elle a été informée de la possibilité de tels dommages. Aucune distribution ou diffusion ultérieure des données MSCI n'est autorisée sans le consentement écrit exprès de MSCI.»

Ce document est distribué au Royaume-Uni par Rothschild & Co Wealth Management UK Limited et en Suisse par Rothschild & Co Bank AG. La distribution de ce document dans certains pays et territoires peut être soumise à certaines restrictions en vertu de la loi ou d'autres réglementations. Par conséquent, les destinataires de ce document doivent s'informer de toutes les exigences légales et réglementaires applicables et les respecter. Pour éviter le moindre doute, il est interdit d'envoyer, d'apporter et de distribuer le présent document ou toute copie de celui-ci aux États-Unis ou à un ressortissant américain («US Person»). Dans le présent document, les références à Rothschild & Co renvoient à l'une des diverses sociétés du groupe Rothschild & Co Continuation Holdings AG opérant/négociant sous le nom de «Rothschild & Co» et pas nécessairement à une société de Rothschild & Co spécifique. Aucune des sociétés de Rothschild & Co situées en dehors du Royaume-Uni n'est autorisée en vertu de la loi britannique sur les services et les marchés financiers (Financial Services and Markets Act 2000) et, par conséquent, dans l'éventualité où des services seraient fournis par l'une de ces sociétés, les protections prévues par le système réglementaire britannique pour les clients privés ne s'appliqueront pas, et aucune compensation ne sera disponible en vertu du Financial Services Compensation Scheme britannique. Si vous avez des questions sur ce document, votre portefeuille ou tout élément de nos services, veuillez contacter votre conseiller clientèle.

Le groupe Rothschild & Co comprend les activités de gestion de patrimoine suivantes (entre autres): Rothschild & Co Wealth Management UK Limited. Enregistrée en Angleterre n° 04416252. Siège social: New Court, St Swithin's Lane, London, EC4N 8AL. Autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Rothschild & Co Bank International Limited. Siège social: St Julian's Court, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernesey, GY1 3BP. Autorisée et réglementée par la Commission des services financiers de Guernesey pour la fourniture de services bancaires et d'investissement. Rothschild & Co Bank AG. Siège social: Zollikerstrasse 181, 8034 Zurich, Suisse. Société agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).