



PERSPECTIVES DU MARCHÉ | FÉVRIER 2023

Les craintes liées à la croissance sont excessives



Avant-propos

Dans un contexte actuellement marqué par une baisse des revenus réels et un fatalisme économique, il est facile d'oublier que depuis les derniers siècles, le niveau de vie matériel a suivi une tendance à la hausse. Il n'y a aucune raison de ne pas renouer avec cette tendance.

Si l'inflation est une menace tactique (via une perte de pouvoir d'achat liée à l'énergie en Europe et via une politique monétaire restrictive permettant de la juguler), elle est néanmoins en train de reculer, et non simplement parce que les prix du gaz se sont (sans surprise) effondrés. Malgré une instabilité compréhensible et un chômage toujours faible, une « spirale prix-salaires » paraît peu probable.

Si le resserrement monétaire doit encore se faire pleinement ressentir, même au Royaume-Uni, une grande majorité de ménages ne sont pas confrontés à une forte hausse des coûts des prêts hypothécaires cette année. Et si l'inflation est en train d'atteindre un sommet, il en va de même pour le risque d'exagération concernant les politiques monétaire.

Les menaces à long terme qui sont perçues ne sont pas nouvelles. Des économistes allant de Malthus et Marx à Reinhart et Rogoff ont démontré en théorie pourquoi les économies ne pouvaient pas croître comme elles le faisaient en pratique. L'idée selon laquelle aucune avancée technologique ne se produira est présomptueuse. Si le changement climatique nous oblige certainement à croître de manière différente, l'adaptation à ce changement, conjointement à son atténuation, sera une source d'innovation et d'invention.

Malgré les inquiétudes post- grande crise financière antérieures portant sur une « stagnation séculaire », les tendances observées sur le PIB à 10 ans ont rebondi juste avant la pandémie pour atteindre des niveaux historiquement respectables. Selon nous, quelque chose de similaire peut désormais se produire.

Dans ces « Perspectives du marché », nous laissons entendre que l'année 2023 pourrait être une nouvelle année moins malheureuse, notamment parce qu'il n'y a guère de signe annonçant la grande récession largement attendue, et parce que notre suivi de l'inflation continue d'indiquer que cette dernière est réellement en train de s'atténuer (même si elle n'est certainement pas en train de disparaître). Nous nous demandons si le temps est venu pour les actions de la zone euro de surperformer. Et nous expliquons pourquoi nous pensons que les devises méritent moins d'attention dans la conception des portefeuilles à long terme qu'elles n'en suscitent aujourd'hui.

Sources d'images : Détail des billets en euros
© Gettyimages

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

© 2023 Rothschild & Co
Wealth Management

Date de publication : février 2023.
Valeurs : tous les chiffres sont à la date du 8 février 2023, le texte en date du 13 février 2023.

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

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Global Investment Strategists

Les craintes liées à la croissance sont excessives

L'INFLATION EST EN TRAIN DE SE DISSIPER...

En décembre, nous nous sommes interrogés pour savoir quel était le niveau de faiblesse des économies nécessaire pour faire refluer l'inflation. Pourtant, l'inflation semble inverser sa course en s'accompagnant (jusqu'à présent) d'un ralentissement relativement modéré de la croissance, ce qui est bien loin de la chute importante de la production (de la forte récession), dont on disait généralement qu'elle était imminente tout au long de l'année 2022.

Nous examinons les derniers chiffres d'inflation dans les commentaires ci-dessous. Ici, nous notons (une nouvelle fois), que s'il est trop tard pour décrire cet épisode comme étant « transitoire » il est bien trop tôt pour le qualifier de « permanent ». A long terme, il est peu probable qu'il représente une sixième vague distincte qui vienne s'ajouter aux cinq autres vagues visibles depuis le seizième siècle (figure 1 : une « vague » étant ici une hausse importante de la moyenne mobile à 10 ans de l'inflation supérieure à sa tendance antérieure).

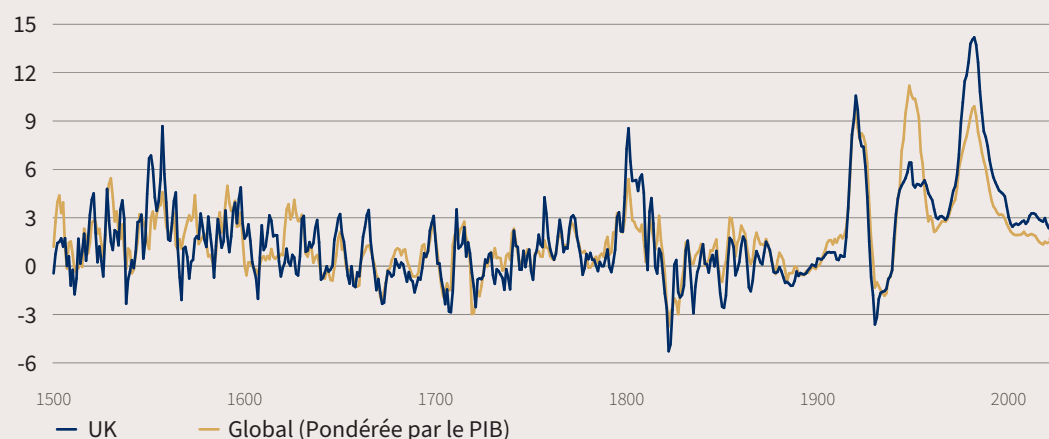
Ceci ne veut pas dire que les taux d'inflation globale et sous-jacente sont tous deux sur le point de retomber rapidement pour revenir à leurs objectifs de 2% et y rester : nous soulignons ci-dessous que, selon nous, ils se maintiendront aux alentours de 2 à 4% dans les prochaines années. Si ces niveaux peuvent inciter les marchés obligataires et les banques centrales à rester vigilants, ils ne susciteront pas de grande inquiétude pour les historiens.

...MÊME SI LE CHÔMAGE EST FAIBLE

Les sondages de conjoncture semblent se stabiliser, la Chine se plaçant en tête et les Etats-Unis avec un retard inhabituel, alors que les marchés de l'emploi semblent toujours tendus. Le FMI est légèrement plus optimiste sur la croissance qu'il ne l'a été ; même la Banque d'Angleterre

FIGURE 1 : INFLATION - HISTORIQUE

Inflation depuis le seizième siècle (moyennes à 10 ans, en %)



Sources : Bank of England, IMF, Rothschild & Co

Note : Les lignes en pointillés proviennent des prévisions économiques mondiales (WEO) du FMI

semble un peu moins pessimiste. Comment pouvons-nous faire face à de bonnes nouvelles, ou tout au moins à de moins mauvaises nouvelles, en termes d'inflation et de production en même temps ?

Cet épisode d'inflation n'est pas seulement le fruit d'une politique laxiste et d'une forte demande, mais également celui d'une offre limitée. Et si cette dernière s'améliore, alors que la première est limitée, l'impact sur l'activité économique est plus modeste que si la gestion de la demande avait dû faire tout le travail. En utilisant l'analogie que nous avons proposée en décembre : si, dans une course, le coureur placé en tête (la demande) ralentit, la vitesse moyenne recule ; si le coureur à la traîne (l'offre) rattrape son retard, la vitesse moyenne augmente.

Une offre plus flexible est perceptible depuis un certain temps dans les prix de matières premières, où les coûts de l'alimentation et de l'énergie ont atteint des sommets il y a plusieurs mois déjà, et dans les coûts de transport et de logistique à l'échelon mondial.

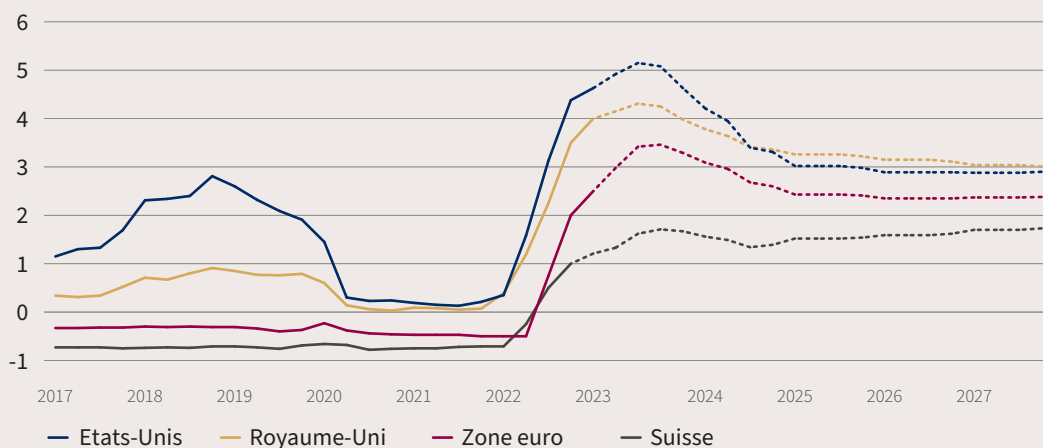
En parallèle, l'offre de travail peut ne pas être aussi rigide qu'elle le paraît : l'augmentation post pandémie des taux d'inactivité n'est pas aussi importante. Dans le cas des Etats-Unis, elle est à moitié inversée, et la tolérance implicite à des salaires réels moins élevés pourrait signaler un nouveau contrat social, dans lequel une plus forte flexibilité des salaires réels est acceptée en échange d'un emploi plus stable. Les marchés de l'emploi d'aujourd'hui sont très différents de ceux des années 1970, comme nous le soulignons ci-dessous.

Considérée ainsi, la conception classique des marchés de l'emploi est inversée : les salaires réels n'ont pas baissé malgré un marché de l'emploi tendu. Le marché semble tendu car les salaires réels ont baissé (dans une certaine mesure au moins, les salaires réels devraient légèrement rebondir, grâce au probable ralentissement de l'inflation globale cette année : l'emploi est peut-être juste en train de patienter).

Plus récemment, la fin abrupte de la politique « zéro Covid » de la Chine a signalé un possible relâchement des goulets d'étranglement ayant entravé les chaînes d'approvisionnement mondiales depuis 2020. Cela suppose qu'une perturbation plus profonde du commerce mondial ne soit pas déclenchée par les tensions sino-américaines (c.-à-d. que la Chine reste patiente vis-à-vis de Taïwan, ce qui, comme nous l'avions évoqué en décembre, pourrait être le risque d'investissement le plus sérieux auquel nous soyons confrontés).

FIGURE 2 : TAUX D'INTÉRÊT: Désormais presque arrivés au but?

Principaux taux directeurs et anticipations du marché (%)



Sources : Bloomberg, Rothschild & Co

Note : Dérivés des courbes de swaps (à trois mois: USD – SOFR; GBP – SONIA; EUR – ESTR; CHF – CHF OIS)

LE RISQUE D'EXAGÉRATION MONÉTAIRE A PEUT-ÊTRE RECULÉ

Les grandes banques centrales ont clairement signalé qu'elles n'en n'avaient pas encore fini avec les relèvements de taux, et de nouvelles hausses de taux sont intégrées dans les cours sur les marchés monétaires (figure 2). Un dépassement, même à de tels niveaux, ne serait pas une grande surprise. Et lorsque les banques en auront fini, nous doutons que les taux commenceront à baisser aussi rapidement que les marchés l'anticipent actuellement : nous pensons que les taux atteindront un plateau plus qu'un sommet, du moins au cours de 2023.

Pourtant, si l'inflation globale est en train d'atteindre un pic, et si la croissance des salaires reste plus passive qu'elle n'aurait pu l'être, soit en raison d'un compromis implicite, soit en raison d'une simple patience de la main d'œuvre, alors le risque de connaître un biais de politique monétaire plus agressif devrait baisser. Les banques centrales doivent reconstruire leur crédibilité, comme nous l'avons souvent écrit dans cette rubrique, mais si la menace de l'inflation s'estompe, une réinitialisation plus spectaculaire de style « Volcker » ne sera pas forcément nécessaire.

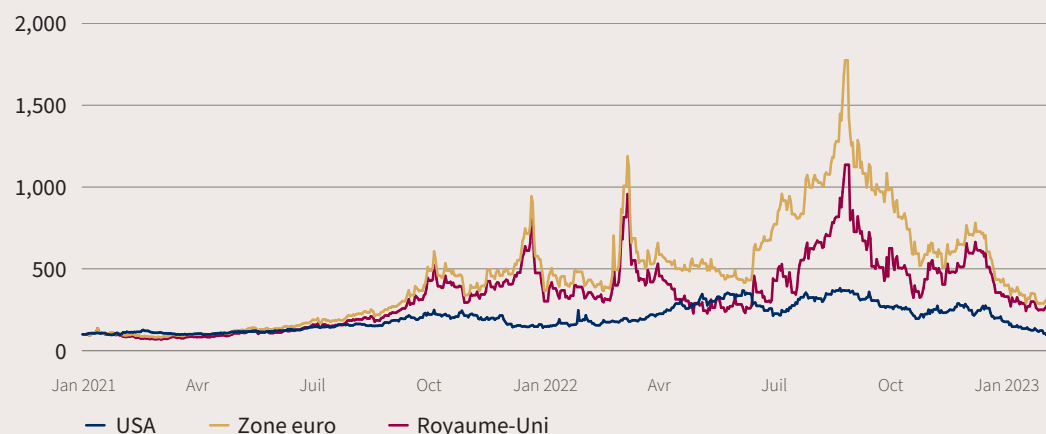
En conséquence, ayant toujours estimé que l'inflation représentait le principal risque économique auquel nous étions confrontés, curieusement nous nous demandons désormais si, comme cela se produit souvent, les commentateurs n'ont pas poussé leur rhétorique trop loin dans cette direction.

Cela ne signifie pas que l'inflation va disparaître ou revenir aux standards de la décennie précédente : si le plein emploi est un concept élastique, nous sommes certainement plus proches de lui que depuis bien des années. Nous doutons que l'inflation retourne durablement à son objectif pendant encore un certain temps, et nous la voyons s'établir dans une région de 2 à 4% dans les prochaines années.

Si les taux directeurs sont, en effet, désormais établis dans la bonne fourchette, l'impact de taux plus élevés, lorsqu'il sera plus pleinement ressenti, pourrait ne pas être assez important pour entraîner le grand revers économique tant anticipé pendant la majeure partie de l'année passée. Comme indiqué, l'offre pourrait s'avérer plus flexible ; la demande globale pourrait être moins sensible que prévu à la politique nominale et aux taux hypothécaires ; en outre, d'autres obstacles pourraient se transformer en vents favorables (les prix du gaz naturel en Europe faisant figure de candidat évident, figure 3).

FIGURE 3 : L'OBSTACLE SE TRANSFORME EN VENT PORTEUR ?

Prix de gros du gaz naturel (indices rebasés en janvier 2021 : base 100)



Sources : Bloomberg, Rothschild & Co

CONCLUSION D'INVESTISSEMENT : BRISER LE LIEN CROISSANCE/TAUX

La réflexion collective actuelle en matière d'investissement pourrait se résumer ainsi :

- Ce qui est bon pour la croissance est mauvais pour les taux d'intérêt.
- Ce qui est bon pour les taux d'intérêt est mauvais pour la croissance.

C'est une vision du monde où tout est blanc ou noir, et dans laquelle il est difficile d'entrevoir comment les marchés boursiers en particulier, qui nécessitent de bonnes nouvelles tant en matière de croissance que de taux d'intérêt, feront des progrès durables. Mais il existe d'autres mondes, et dans certains d'entre eux, des climats favorables à la croissance et aux taux d'intérêt peuvent coexister (et dans certains de ces mondes, ces deux facteurs sont mauvais, comme l'a illustré l'année 2022).

Les valorisations sont importantes pour déterminer quelle vision du monde prévaut : des valorisations raisonnables confèrent davantage de marge de manœuvre aux marchés. Mais c'est le cas de l'inflation également, ou, plus spécifiquement, de la désinflation. Des taux directeurs nominaux qui plafonnaient (avec des taux réels sans doute stabilisés après avoir atteint un plateau...), sur fond de diminution de l'inflation après 1981 et dans un contexte où les économies étaient toujours capables de croître : telle est la formule qui a lancé obligations et actions sur de longs parcours haussiers. Dans un contexte différent, la combinaison d'une croissance soutenue et de taux d'intérêt bas a prévalu également après la grande crise financière (voir ci-dessous). Quelque chose de similaire (à une bien plus petite échelle, sommes-nous pressés d'ajouter !) est possible au cours du prochain cycle.

Possible, mais peut-être pas encore probable. Les obligations ne sont pas bon marché, en particulier en Europe (y compris au Royaume-Uni). Les actions affichent des valorisations raisonnables, mais avec le risque résiduel lié aux taux d'intérêt (et aux rendements obligataires), nous ne sommes pas encore au bout de nos peines en termes de cycle en ce qui concerne les bénéfices des entreprises. Nous continuons de penser qu'il est trop tôt pour préconiser une augmentation importante des positions sur les actions, ou un retour massif sur les obligations.

Mais, dans chacun des cas, il nous semble que la question la plus probable qui se pose en 2023 est de savoir à quel moment acheter, et non pas à quel moment vendre.

POSTFACE : LA CROISSANCE NE DOIT PAS NÉCESSAIREMENT DÉCEVOIR...

Après la grande crise financière, nous avons lu que « l'avenir n'était plus ce qu'il était », que les perspectives à plus long terme pour la croissance avaient changé, et que le monde était confronté à une « stagnation séculaire ».

La dette, la démographie, la déflation et d'autres obstacles perçus ont semblé pour bon nombre de personnes promettre un monde dans lequel la croissance n'était plus réalisable. L'économiste américain de renom Robert Gordon a suggéré que nous pourrions simplement être à court de choses à inventer.

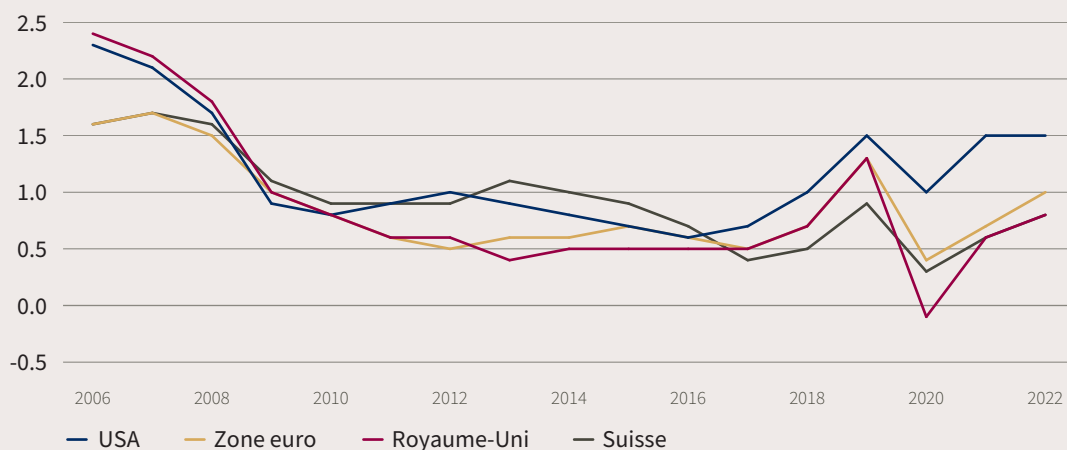
Ceci était prématuré (comme Kevin l'a écrit dans son livre, *Donner un sens aux marchés* en 2015). La croissance a été forte de manière insoutenable au cours des années 2000, et, une fois la grande crise financière elle-même retirée des données, les moyennes mobiles de la croissance du PIB ont rebondi pour atteindre des niveaux respectables (figure 4), même sur une base par habitant, et ce en Europe (y compris au Royaume-Uni) ainsi qu'aux Etats-Unis.

Le fatalisme antérieur fait un retour en force. Nous lisons non seulement que nous faisons face à un ralentissement imminent, mais que les chances de connaître une croissance à long terme sont également minces.

Le risque géopolitique est plus visible (et plus préoccupant) qu'il ne l'a été depuis de nombreuses années, et avec le changement climatique, il représente une perspective plus effrayante que celle que les experts en défis nous annonçaient après la grande crise financière. Mais aucun de ces risques ne signifie nécessairement que la croissance doit cesser, notamment parce que l'économie mondiale elle-même évolue et qu'elle devient de plus en plus intangible, à mesure que nous consommons des contenus plus numériques et liés au secteur des services.

La croissance ne peut pas continuer éternellement. Mais les contraintes incontournables sur la taille de ce que nous désignons (et valorisons) comme étant de la production économique sont insaisissables, et la croissance peut être capable de durer au moins sur la durée d'un cycle d'investissement traditionnel (environ).

FIGURE 4 : LA CROISSANCE TENDANCIELLE A REBONDI APRÈS LA GRANDE CRISE FINANCIÈRE
PIB réel par habitant (moyenne à 10 ans, en %)



Sources : Refinitiv Datastream, Rothschild & Co
Note : sur la base de chiffres annuels, l'année 2022 étant en partie estimée

Mise à jour concernant l'inflation : les tensions s'estompent

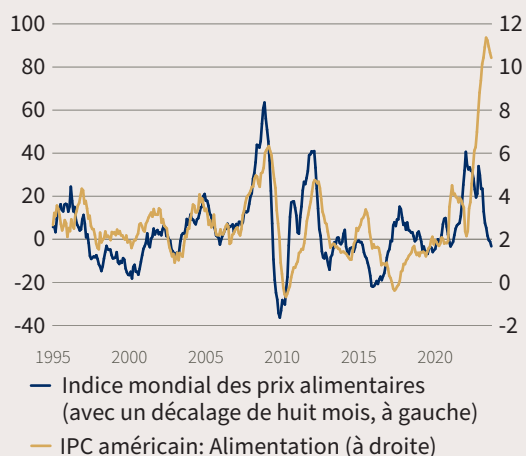
Le contexte lié à l'inflation a continué de s'améliorer dans la plupart des principales économies : le taux d'inflation global aux Etats-Unis a baissé pendant six mois consécutifs, alors que ses équivalents européens ont également commencé à fléchir, le plongeon des prix du gaz naturel promettant une poursuite de ce mouvement. Les taux d'inflation sous-jacente, c'est-à-dire, hors alimentation et énergie, se montrent plus persistants, en particulier en Europe, même s'il y a de plus en plus de signes indiquant que la vague inflationniste à l'échelon mondiale est en train de refluer.

Premièrement, les prix des matières premières se sont globalement calmés. Les prix des denrées alimentaires à échelle mondiale ont baissé depuis près d'un an (selon l'indice FAO des prix mondiaux des produits alimentaires), et la variation annuelle des prix est négative depuis quelques mois (figure 5). Le prix des produits alimentaires dans les rayons des supermarchés inclut également les coûts de transformation et de distribution, pas uniquement les matières premières, mais comme l'illustre la figure 5, on pourrait toujours s'attendre à ce que les taux d'IPC alimentaires des pays individuels commencent à reculer pour tendre vers zéro dans les prochains mois.

Le choc des prix de l'énergie est également en train de s'atténuer. Les prix du pétrole (en dollars) ont baissé au cours des douze derniers mois ; les indices de référence du gaz naturel au Royaume-Uni et dans la zone euro sont tous deux globalement de 80% inférieurs à leurs sommets respectifs atteints durant l'été. En ce qui concerne l'indice de la zone euro, les

FIGURE 5 : LES PRIX ALIMENTAIRES MONDIAUX ONT CONTINUÉ DE BAISSER

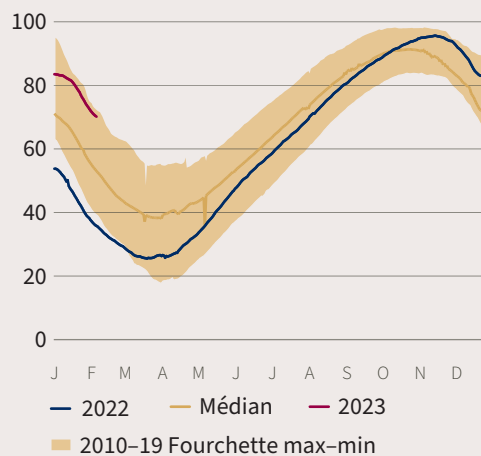
Evolution en glissement annuel (en %)



Sources : Food and Agriculture Organization of the United Nations, US Bureau of Labor Statistics, Refinitiv Datastream, Rothschild & Co

FIGURE 6 : LES NIVEAUX EUROPÉENS DE STOCKS DE GAZ NATUREL RESTENT SAINS

% de la capacité totale



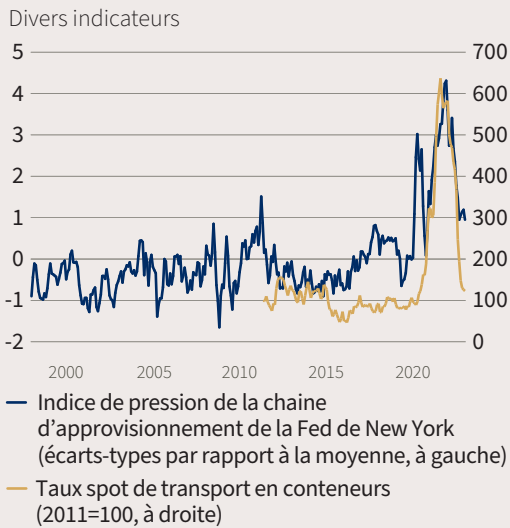
Sources : Gas Infrastructure Europe – AGSI, Bloomberg, Rothschild & Co

gouvernements européens ont apparemment réussi à s'adapter et à trouver des substituts en dehors de l'approvisionnement russe : les niveaux de stocks de gaz, par exemple, sont élevés pour cette période de l'année (figure 6).

L'Europe pourrait être confrontée à un contexte plus compliqué l'hiver prochain : l'hiver a été plus doux que prévu cette année et les importations de gaz de Russie sont presque à l'arrêt. Mais à plus long terme, la substitution devient plus probable. Simultanément, des effets de base favorables devraient empêcher une nouvelle explosion de l'IPC énergétique, même si les prix rebondissent.

Deuxièmement, les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement ont continué de s'atténuer. Les coûts de transport maritime sont globalement revenus à leurs niveaux pré-pandémiques, la demande s'étant calmée et l'offre étant revenue à des niveaux conformes au passé (figure 7). L'indice de pression de la chaîne d'approvisionnement de la Fed de New York

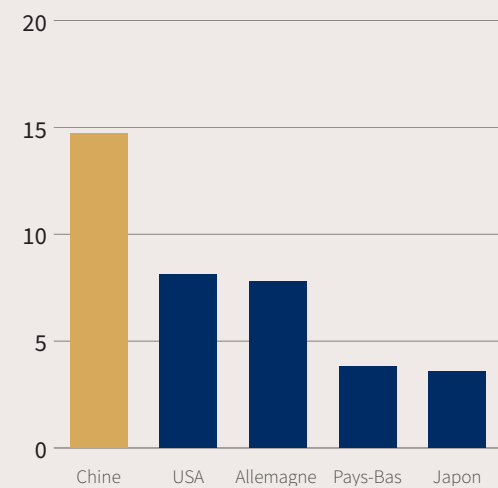
FIGURE 7 : LES TENSIONS DANS LES CHAÎNES D'APPROVISIONNEMENT CONTINUENT DE S'ATTÉNUER



Sources : Federal Reserve Bank of New York, Drewry Research, Bloomberg, Rothschild & Co

FIGURE 8 : LA CHINE DOMINE LE COMMERCE MONDIAL

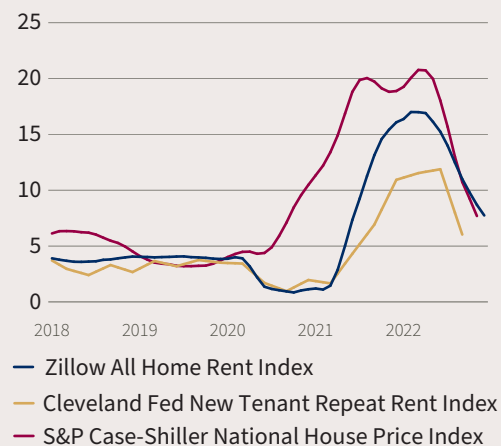
Part des exportations mondiales de marchandises (en %, 2020)



Sources : UNCTAD, Rothschild & Co

FIGURE 9 : LA CROISSANCE DES LOYERS ET DES PRIX DES LOGEMENTS AUX ETATS-UNIS EST EN TRAIN DE SE RETOURNER

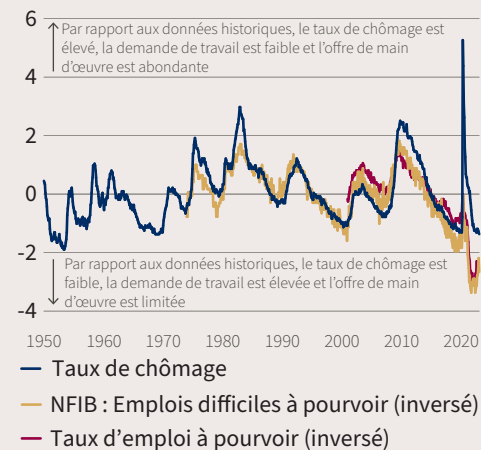
Evolution en glissement annuel (en %)



Sources : Zillow, Federal Reserve Bank of Cleveland, S&P/Case-Shiller, Bloomberg, Rothschild & Co

FIGURE 10 : SEULEMENT QUELQUES TIMIDES SIGNES DE RELÂCHEMENT DU MARCHÉ DE L'EMPLOI AMÉRICAIN

Z-scores normalisés



Sources : US Bureau of Labor Statistics, US NFIB, Bloomberg, Rothschild & Co

se situe également bien en-dessous de son sommet, même s'il demeure au-dessus de la « moyenne », une conséquence probable des restrictions chinoises liées à la COVID.

La Chine a réouvert son économie depuis lors, ce qui devrait soutenir davantage le côté de l'offre de l'économie mondiale, sachant qu'elle a représenté près de 15% des exportations mondiales de marchandises en 2020, presque le double des exportations américaines (figure 8). Certains prix des matières premières, notamment ceux des métaux industriels, pourraient également monter grâce à cette réouverture. Pourtant, les variations de prix enregistrées jusqu'à présent ont été limitées : l'indice Bloomberg des métaux industriels a progressé de moins de 5% depuis décembre. De plus, la résurgence de la demande chinoise pourrait ne pas trop perturber le réseau d'approvisionnement *mondial*, étant donné que de nombreux biens de consommation sont produits dans ce pays. L'effet net de la réouverture de la Chine pourrait en définitive se traduire par une diminution de l'IPC lié aux biens aux Etats-Unis et en Europe.

Troisièmement, plus spécifiquement aux Etats-Unis, l'impact de la hausse des coûts de logement devrait s'estomper. Les prix liés au logement (habitation et services), qui représentent environ un tiers du panier d'inflation américain dans son ensemble, pourrait enfin baisser, grâce à la poursuite du retournement de l'inflation liée aux loyers. Différents paramètres, notamment le recul des taux des prêts hypothécaires (figure 9), vont commencer à se répercuter. Les problèmes liés à la mesure de ces indicateurs signifient que cela peut prendre un certain temps avant que ces observations soient reflétées dans les chiffres (l'IPC lié au logement et aux services capture le coût *moyen* à travers l'ensemble du stock de logements, plutôt que le coût *marginal* de quelqu'un qui déménage ou qui renouvelle son bail).

Enfin, la tension sur le marché de l'emploi reste sans doute la partie la plus préoccupante de l'équation liée à l'inflation. Le taux de chômage se situe à des niveaux historiquement bas aux Etats-Unis et en Europe, tandis que les mesures liées à la demande et l'offre de travail montrent seulement de timides signes de relâchement (figure 10). Pourtant, la hausse des salaires reste négative en termes réels (ajustés de l'inflation) dans la plupart des régions du monde, et la hausse des salaires nominaux est en train de ralentir aux Etats-Unis : comme nous l'évoquons ci-dessus, la main d'œuvre occidentale est-elle peut-être en train d'accepter implicitement une hausse des salaires plus passive en échange d'une hausse du nombre d'emplois.

Les marchés de l'emploi ont connu de nombreux changements structurels au fil des années : les taux de syndicalisation sont bien plus faibles, en particulier dans le secteur privé (qui fixe les prix); les employeurs sont de meilleurs managers; le cadre juridique régissant les grèves est plus restrictif; la mondialisation a augmenté le bassin de main d'œuvre; la composition de la production a immensément changé; et, plus récemment, le travail à distance a impacté les méthodes de travail.

En résumé, plusieurs pressions inflationnistes ont continué de s'estomper à l'échelon mondial, renforçant notre opinion selon laquelle les taux d'inflation globale et sous-jacente devaient baisser au cours de cette année. Il est probablement trop tôt pour s'attendre à un retour, même bref, au niveau cible de 2% en 2023. C'est en particulier le cas pour les taux d'inflation sous-jacente plus atones, mais la direction prise est tout de même celle d'une amélioration.

Un changement de leadership ?

Le cycle d'activité dominé par les Etats-Unis ainsi que l'hégémonie du marché boursier américain ont tous deux constitué la principale caractéristique de l'économie mondiale pendant une grande partie des trente dernières années. Nous remarquons souvent que c'est le cycle américain qui importe le plus pour les portefeuilles globaux : c'est l'économie la plus grande (en dollars américains), elle possède les marchés de capitaux les plus investissables et les plus vastes, et elle continue d'attirer des capitaux et des investissements étrangers (figure 11). Elle fournit également, à son avantage, la monnaie de réserve mondiale, et les actions de la Réserve fédérale américaine permettent de fixer les taux d'intérêt sans risque à l'échelon mondial.

Pourtant, cette suprématie financière a semblé s'estomper à la fin de 2022, au moment où le leadership de marché s'est détourné. Cette évolution est-elle destinée à se poursuivre ?

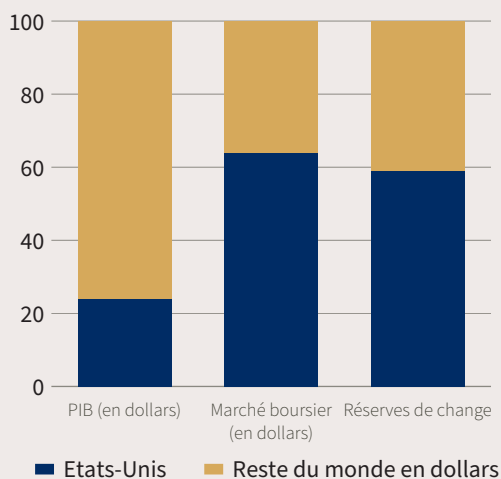
Au cours du demi-siècle qui s'est écoulé, il y a eu de grands points de retournement dans les destins boursiers relatifs des entreprises non-américaines, au cours de la majeure partie des années 1970 et 1980 et dans les années 2000 (figure 12). Une grande partie de la performance décevante des Etats-Unis au cours de ces deux périodes correspond à l'ascension en forme de bulle du Japon vers la fin des années 80 (les actions japonaises ont ultérieurement chuté de 80% du pic au creux et elles n'ont toujours pas récupéré le terrain perdu en termes de prix) et l'éclatement de la « bulle technologique » effervescente au début des années 2000.

La comparaison plus étroite entre les Etats-Unis et l'Europe, par exemple, indique que la tendance était résolument unidirectionnelle. En tant qu'investisseur, vous vous éloigniez des Etats-Unis à votre propre péril.

Pourtant, si les perspectives de croissance relative sont en train d'évoluer et que l'appétit au risque est en train de se renforcer, et si nous sommes amenés à connaître un régime de taux d'intérêt « plus élevés pour plus longtemps » en forme de plateau, nous pourrions bien connaître une évolution qui s'écarte des Etats-Unis (et de sa forte pondération de titres de la « Big Tech » et de valeurs de croissance). Cet écartement serait en faveur d'autres marchés internationaux, au moins de manière cyclique, si ce n'est de manière séculaire.

FIGURE 11 : LA POSITION DOMINANTE DES ETATS-UNIS À L'ÉCHELON MONDIAL

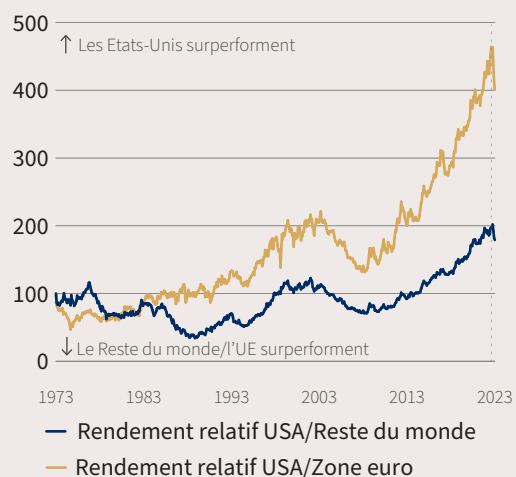
Etats-Unis relativement au Reste du monde (en %)



Sources : Bloomberg, IMF, MSCI, Rothschild & Co

FIGURE 12 : RENDEMENTS RELATIFS DES ACTIONS (USA VS. RESTE DU MONDE)

Rendement total en dollars, indexé (1973 = 100)



Sources : Refinitiv Datastream, Bloomberg, Rothschild & Co

Un bénéficiaire potentiel de ce type d'évolution est le marché d'Europe continentale. Si la croissance économique au sein du bloc européen continue d'accuser un retard par rapport aux Etats-Unis, les prévisions pour 2023 sont en train d'être révisées à la hausse et les discussions concernant une récession sont en train de se raréfier, et plus encore aux Etats-Unis ces derniers temps. En outre, si la croissance réaccélère à échelle mondiale, en particulier si le regain économique de la Chine s'intensifie, alors les entreprises européennes intégrées au niveau international et exportatrices, ainsi que le marché boursier européen présentant un biais cyclique, seraient les plus aptes à en bénéficier le plus.

Les valorisations pourraient encourager une telle évolution. Le marché américain est habituellement le marché le plus cher, illustrant sa meilleure croissance et profitabilité à long terme (la tendance de la rentabilité des fonds propres est supérieure de près de deux-tiers aux Etats-Unis). L'écart de valorisation a été anormalement important ces dernières années, même s'il s'est récemment resserré. D'un point de vue tactique, les bénéfices des entreprises européennes semblent plus résilients et les prévisions de résultats semblent s'orienter à la hausse, tandis que les estimations de résultats des entreprises américaines semblent avoir atteint un plateau (figure 13).

Toutefois, comme nous l'avons souvent évoqué ici, la valorisation en soi n'est pas un bon outil d'anticipation du marché (de « market-timing ») à court terme. Si les marchés retournent néanmoins à leur moyenne, ces rendements relatifs et valorisations relatives plus amples que d'habitude indiquent que les marchés européens pourraient progresser.

Un bon nombre des facteurs qui influent l'attractivité relative du marché boursier influent également sur les devises, et le sentiment vis-à-vis du dollar américain est devenu plus défavorable ces derniers mois : l'attrait du dollar est au plus bas lorsque l'appétit pour le risque global est stable et que la croissance américaine semble médiocre, et la Fed pourrait être désormais déterminée à procéder à moins de relèvements de taux que la BCE. La faiblesse antérieure de l'euro a rendu les entreprises locales plus compétitives, renforçant l'idée qu'une certaine évolution dans les perspectives de croissance future était en cours.

Il est trop tôt pour dire si la zone euro assumera le leadership du prochain cycle, mais la vieille hypothèse selon laquelle c'est le marché américain qui entraîne les actions à la hausse pourrait être neutralisée, au moins pour le moment.

FIGURE 13 : VALORISATION DU MARCHE BOURSIER

Ratios Cours/Bénéfices ajustés du cycle (CAPE)



Sources : Refinitiv Datastream, Rothschild & Co

Portefeuilles en devises étrangères et portefeuilles multi-actifs : une vue macro

LE RISQUE DE CHANGE PEUT ABSORBER UNE GRANDE PARTIE DU TEMPS ET DE L'INGÉNIOSITÉ DES GÉRANTS DE PORTEFEUILLE, SOUVENT POUR PEU DE RÉSULTAT. VOICI UNE TENTATIVE DE CLARIFICATION DES PROBLÉMATIQUES TOP-DOWN.

Premièrement, les devises ne sont pas des actifs distincts, mais des caractéristiques que les actifs possèdent. Afin d'y être exposés, nous devons spécifier sous quelle forme nous allons les détenir. Nous ne pouvons pas détenir du « sterling », pas plus que nous pouvons détenir du « bleu ».

Qu'une exposition à une devise rende un actif plus ou moins attrayant dépend de la manière dont nous pensons qu'elle affecte les rendements attendus et la volatilité (cette dernière étant un proxy du risque) de notre portefeuille dans la devise nationale.

Si la plupart des actifs sont libellés dans une monnaie unique, leurs prix sont néanmoins influencés par d'autres facteurs. Les cours nationaux de nombreuses actions sont indirectement affectés par les effets dérivés des taux de change sur les coûts d'importation, les prix des concurrents étrangers, les investissements réalisés à l'étranger et ainsi de suite. Pour étendre l'analogie ci-dessus : il se peut qu'il y ait peu de couleurs primaires dans les portefeuilles.

L'exposition aux devises précise des actions (autrement dit, de la majeure partie d'un portefeuille multi-actifs habituel) n'est pas connue et ne peut pas l'être. La publication des ventes et des coûts par zone géographique, et des coûts et créances liés aux opérations d'achat/de vente à terme (couverture) de devises étrangères, n'est pas obligatoire. Même si c'était le cas, cela ne nous aiderait pas tellement. Une couverture exhaustive de toutes les devises concernées serait une opération complexe et onéreuse, et l'influence des taux de change sur les revenus et les profits s'étend au-delà de la traduction des factures et atteint les changements de comportement non modélisables des clients et des fournisseurs.

MESURER L'IMPACT DE LA DEVISE EST UN DÉFI

Si l'exposition aux devises ne peut pas être mesurée précisément ex ante, même au moyen de l'analyse de l'actif sous-jacent la plus rigoureuse qui soit, elle ne peut pas être mesurée de manière convaincante non plus par une observation ex post de la manière dont notre portefeuille est corrélé avec des taux de change spécifiques. De telles corrélations reflètent des facteurs, tels que l'appétit au risque à l'échelon mondial, ou les perceptions considérant que certaines monnaies sont plus « sûres » que d'autres, et ces perceptions évoluent au fil du temps, souvent de manière imprévisible. Le yen était autrefois considéré comme une valeur refuge.

Dans la mesure où c'est une caractéristique supplémentaire, qui doit être considérée au même titre que d'autres aspects, tels que la sécurité, la durée et la liquidité, l'hypothèse veut que l'exposition aux devises renforce de manière importante la volatilité du portefeuille. Ce n'est pourtant pas toujours le cas : différents actifs ont différents niveaux de volatilité pour commencer, et/ou ils sont affectés différemment par les taux de change.

Toute volatilité supplémentaire introduite par des actifs libellés en devise étrangère peut neutraliser une partie de la volatilité du portefeuille initial. Cette volatilité supplémentaire peut être elle-même plus faible que les variations des taux de change pourraient le suggérer à eux seuls.

Les cours des actions américaines en dollars, par exemple, peuvent être affectés par les variations dans la valeur du dollar (souvent, un renchérissement du dollar va entraîner une baisse des cours des actions américaines, et aboutir ainsi à des variations de cours des actions américaines en sterling ou en euros, plus petites que, dirons-nous, celles enregistrées dans les taux de change respectifs). Il est même possible pour une volatilité initiale de la devise nationale de se voir diminuée par la volatilité du taux de change.

LES TAUX DE CHANGE PEUVENT ÊTRE VOLATILS

Considérés séparément, les taux de change sont « généralement » plus volatils que les obligations en monnaie locale (et les liquidités et les dépôts à terme), mais bien moins volatils que les actions. Ils sont très visibles et suscitent un fort intérêt, bien que leur importance durable pour les économies et les portefeuilles soit souvent surévaluée. Les fluctuations des devises sont elles-mêmes plus souvent un effet qu'une cause, étant alimentées par des facteurs qui importent réellement à la performance sous-jacente.

Les positions en obligations et liquidités sont peut-être les plus proches d'instruments de monnaie unique purs (couleur primaire), bien que certains effets indirects existent même là, lorsque les coûts d'importation affectent les taux d'inflation qui, à leur tour, influencent la politique monétaire et les rendements obligataires, par exemple.

Si nous détenons de tels actifs, obligations et liquidités, essentiellement pour leur stabilité, alors les détenir en tant qu'actifs de devise étrangère a peu de sens. L'actif étranger peut rapporter davantage. Toutefois, même s'il n'est intrinsèquement pas plus risqué que l'actif national, il peut être néanmoins porteur d'un risque de change supplémentaire. Comme nous l'avons indiqué, même si ce risque peut ne pas toujours se matérialiser, (le « carry » était une stratégie fructueuse pour les fonds de devises étrangères gérés dans les années 2000), il est réel.

Le risque peut être couvert, mais uniquement en reversant une partie du supplément de rendement pour acheter des contrats à terme (ou des options onéreuses). Si les rendements des actifs étrangers sont moindres, la couverture elle-même génèrera un rendement supplémentaire, amenant le rendement plus près de celui de l'actif national, mais alors à quoi bon se donner cette peine ? Cela suggère que la position par défaut pour les obligations et les dépôts devrait généralement consister à les détenir dans la monnaie nationale.

Les marchés des devises sont liquides et transparents, et très « efficaces » au sens technique. Les conseillers en investissement ne peuvent pas de manière crédible prétendre qu'ils ont la capacité d'ajouter de la valeur en prenant position sur l'orientation des taux de change. L'inflation et les taux d'intérêt ayant convergé, la conviction est devenue encore plus rare.

IL EST MÊME DIFFICILE DE TIRER PARTI DES TENDANCES À LONG TERME

Des tendances peuvent se dessiner, tout comme des extrêmes de valorisation occasionnels peuvent se produire. Exploiter ces derniers avec succès nécessite une expertise en matière de trading à haute fréquence, et une absence de points de vue bien arrêtés en matière (entre autres) de valorisation. Tirer parti de cette dernière peut nécessiter d'avoir une quantité de patience commercialement prohibitive et d'être indifférent au momentum.

La principale question pour les portefeuilles au cours du demi-siècle passé a porté sur la manière de se positionner au mieux pour capter certaines tendances directionnelles établies de longue date mais épisodiques (c'est-à-dire, imprévisibles en termes de timing), telles que celle liée au déclin de la livre sterling et l'autre liée à la hausse du franc suisse. Pour les investisseurs britanniques en actions mondiales, les rendements en livres sterling ont été plus importants que ceux générés en devises étrangères, tandis que pour les investisseurs suisses,

les rendements en francs suisses ont été inférieurs à ceux générés en devises étrangères. Ceci indique que la vente systématique (« couverture ») des devises étrangères aurait été coûteuse pour les investisseurs britanniques, mais profitable pour les investisseurs suisses.

En pratique, cependant, l'écart entre les taux d'intérêt britanniques et les taux d'intérêt étrangers ayant à peu près correspondu au déclin de la livre, la couverture a généré un « portage » positif, et les rendements couverts en sterling se sont avérés peu différents des rendements non couverts. Pour les investisseurs suisses, la couverture aurait été avantageuse, mais son impact aurait à nouveau été atténué par les taux d'intérêt suisses relativement faibles, ce qui aurait rendu cette stratégie coûteuse.

Ces dernières années, la convergence de l'inflation et des taux d'intérêt a réduit le coût de la couverture sur les marchés à terme, tout en réduisant les tendances directionnelles dans les taux de change. Mais comme nous l'avons observé en 2022, les coûts de couverture directs ne sont pas le seul facteur à prendre en compte : couvrir une devise en train de s'apprécier peut entraîner des regrets (et des appels de marge sur les positions à terme). La preuve de l'impact de la couverture sur la volatilité, par opposition à ses effets sur les rendements, est moins ambiguë : le plus souvent, pour la plupart des grandes devises, la couverture a réduit la volatilité de manière modeste.

CONCLUSION

Dans des portefeuilles multi-actifs traditionnels, l'exposition aux devises ne peut être calculée que de manière approximative. Du côté diversification du portefeuille, les dépôts et les obligations sont sans doute mieux détenus en tant qu'actifs libellés uniquement en monnaie locale. Du côté des actifs de rendement, la vente à terme de monnaies étrangères peut permettre de réduire la volatilité, et les « interférences » du portefeuille liées aux devises, et/ou d'apporter du confort aux investisseurs nerveux, mais il n'est pas certain qu'elle y parvienne.

L'étendue de telles ventes peut refléter l'ampleur de leur impact estimé sur la volatilité du portefeuille, ou une considération plus fondamentale, telle que l'ouverture de l'économie nationale de l'investisseur, ou de plus vastes considérations macroéconomiques (telles que des valorisations extrêmes). Mais il n'existe pas de montant de couverture « juste », et il peut y avoir des coûts importants (coûts d'opportunité et coûts directs). Dans une économie mondiale de plus en plus intégrée, avec peu d'actifs affectés seulement par une monnaie unique, ne rien faire du tout peut être également une stratégie crédible, en particulier pour les investisseurs ayant une haute tolérance au risque.

Le choix dépendra de l'appétit au risque des investisseurs et de leurs gérants de portefeuille, ainsi que des conditions et corrélations de marché perçues. Un paramétrage par défaut peut être une approche pragmatique dans laquelle l'exposition aux devises se situe presque à mi-chemin entre non-couverture totale et couverture totale.

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



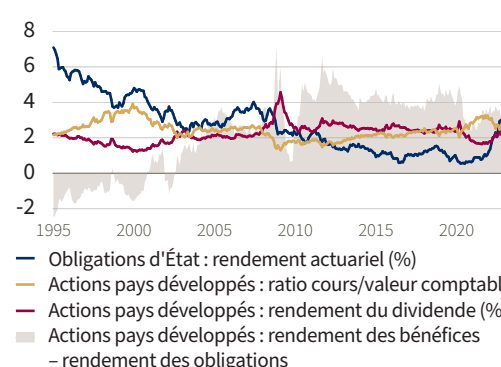
Source : OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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	3.6	-9.8	-9.9
Gilt britannique à 10 ans	3.3	-10.9	-15.8
Bund allemand à 10 ans	2.4	-14.3	-18.7
Obligation d'État suisse à 10 ans	1.4	-6.4	-13.5
Obligation d'État japonaise à 10 ans	0.5	-2.0	-3.2
Crédit mondial : investment grade (USD)	3.5	-6.8	-7.2
Crédit mondial : haut rendement (USD)	8.6	-4.7	-0.7
Émergents (USD)	7.1	-9.7	-10.4

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	2.2	-5.8	21.7
Développés	2.1	-5.3	23.8
Émergents	3.0	-9.3	7.3
États-Unis	1.6	-8.6	27.5
Zone euro	3.1	1.1	14.9
Royaume-Uni	3.7	9.5	18.7
Suisse	2.9	-6.1	5.8
Japon	2.6	4.2	22.7

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)	114	5.1	3.8
Euro (EUR)	130	1.5	6.3
Yen (JPY)	79	-7.7	-16.1
Livre sterling (GBP)	78	-5.9	-2.2
Franc suisse (CHF)	182	7.1	11.6
Yuan chinois (CNY)	143	-1.4	9.7

Source : Bloomberg, Rothschild & Co

MATIÈRES PREMIÈRES ET VOLATILITÉ

	RENDEMENT (%)	1 AN (%)	3 ANS (%)
Indice spot CRB (1994 = 100)	271	4.4	59.3
Pétrole brut Brent (\$/b)	85	-6.3	56.2
Or (\$/once)	1,875	2.7	19.4
Métaux industriels (1991 = 100)	365	-6.5	61.9
Volatilité implicite des actions : VIX (%)	20	-8.4	26.9
Volatilité implicite des obligations : MOVE (bps)	101	21.8	53.6

Source : Bloomberg, Rothschild & Co

Toutes les données sont en date du 8 février 2023.

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, Guernsey, 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).