



PERSPECTIVES DU MARCHÉ | MARS-AVRIL 2023

Le battement d'ailes du papillon

Avant-propos

La Silicon Valley Bank (SVB) est-elle le papillon qui provoquera une tornade financière ?

Après 2008, personne ne devrait s'en désintéresser. Une économie de marché est toujours vulnérable à une crise (et pas seulement dans le secteur financier). La chute d'un acteur, même petit, peut avoir des répercussions. Mais savoir qu'un tel événement *pourrait* provoquer la prochaine crise financière n'est pas la même chose que de penser qu'il le *fera*.

Il est certain que la faillite de la SVB (et le rachat forcé de Crédit Suisse par UBS en Europe) a rapidement recadré le risque cyclique. Début mars, les investisseurs s'inquiétaient davantage des taux d'intérêts que des bénéfices ; tout d'un coup, le mix s'est inversé. La contagion entraînerait un resserrement monétaire bien supérieur à tout ce que peuvent préconiser les partisans les plus durs de la lutte contre l'inflation, ce qui frapperait durement l'économie et les bénéfices des entreprises. Après un tel choc déflationniste, un nouveau resserrement monétaire serait inutile, ce qui amènerait la Réserve fédérale (Fed) et les autres banques centrales à reconsidérer les taux. Elles ont déjà agi rapidement et de manière significative pour maintenir la liquidité du système bancaire, alors même que leurs objectifs d'inflation ne sont toujours pas atteints.

Malgré tout, nous ne prévoyons pas de vague de contagion. La baisse de l'inflation reste la priorité des responsables politiques, et nous continuons de penser que cet objectif pourra être atteint sans crise économique majeure. La Banque centrale européenne (BCE) n'a pas encore été dissuadée de relever ses taux, même avec le Crédit Suisse à sa porte. Il en va de même pour la Fed et la Banque d'Angleterre.

Nous expliquons notre raisonnement dans le premier article ci-dessous. Dans le deuxième article, nous montrons que l'inflation continue à ralentir, bien que de manière inégale.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Global Investment Strategists

SOMMAIRE

- 3 Le battement d'ailes du papillon
- 7 Le point sur l'inflation

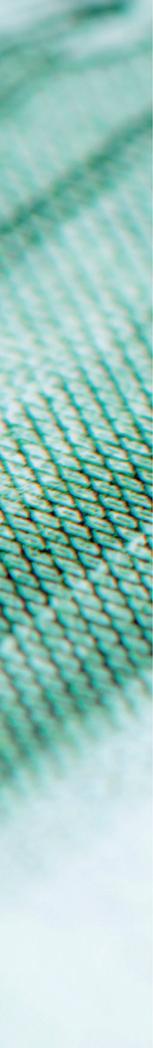
Sources d'images : Détail des billets en euros
© Gettyimages

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 : mars 2023.
Valeurs : tous les chiffres sont à la date du 22 mars 2023, le texte en date du 22 mars 2023.

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



Le battement d'ailes du papillon

UNE ANALOGIE SÉDUISANTE...

Le battement d'ailes d'un papillon qui provoque une tornade lointaine est une notion tirée de la théorie du chaos qui est devenue une métaphore courante de « *Comment le monde fonctionne réellement* ». ¹ Selon cette théorie, un événement minuscule, apparemment sans conséquence, peut avoir des conséquences dramatiques lorsqu'il se répercute en cascade dans un système complexe et non linéaire tel que les conditions météorologiques - ou l'économie moderne interdépendante.

Mais il y a beaucoup plus de papillons que de tornades. L'effet papillon ainsi invoqué offre une *analogie*. Si les petits événements avaient toujours d'énormes conséquences, nous ne serions pas là pour en discuter. Les systèmes complexes ne produisent pas toujours des résultats extrêmes.

La crise financière mondiale déclenchée par la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008 a montré qu'une seule institution pouvait effectivement provoquer des dommages à l'échelon mondial. Mais cela s'est produit après une explosion prolongée des prêts bancaires et une dissimulation généralisée des risques - pardon, de l'innovation financière - qui avaient entraîné un alourdissement et un enchevêtrement massif (et imprévisible) des bilans des banques et des assureurs. Lehman Brothers avait une importance systémique cruciale qui n'avait pas été bien mesurée à l'époque.

Il a fallu un certain temps pour en prendre toute la mesure. Les autorités ont fait preuve d'une rapidité impressionnante pour parer au plus pressé, mais il leur a fallu plus de temps pour mettre en place un programme de soutien plus complet (le *Troubled Asset Relief Program* des Etats-Unis a par exemple donné lieu à des discussions sans fin). L'indice VIX, parfois appelé « indice de la peur », qui mesure la volatilité implicite du marché boursier américain, est resté au-dessus de 50 % en moyenne pendant les six mois suivants, atteignant même un pic sensationnel de 80 % (il était de 22 % le 22 mars 2023). La faillite d'un seul établissement financier peut donc avoir de graves conséquences (et Lehman n'était pas le premier cas de ce genre), mais ce n'est pas toujours le cas – cela dépend des circonstances.

...MAIS LES CIRCONSTANCES SONT DIFFÉRENTES

Ces derniers temps, le système bancaire américain a plutôt donné l'impression d'être surcapitalisé : la croissance du crédit n'a rien eu de remarquable au cours de la dernière décennie et les banques se sont retrouvées avec des fonds propres à en revendre (ce qui les a amenées à racheter des actions) et des liquidités en abondance (figures 1 et 2 à la page 4). La complexité financière n'a pas augmenté comme elle l'avait fait dans les années 2000, ce qui se traduit par un système plus transparent et probablement moins sensible aux chocs. La réaction des autorités a été rapide et déterminée, le gouvernement américain ayant rapidement proposé de rembourser tous les dépôts de la banque en faillite (même si cela a ravivé la question de longue date de savoir si les banques bénéficiant d'un plan de sauvetage devraient être autorisées à réaliser des bénéfices supérieurs à ceux des besoins de service public).

Les déposants (au passif) et les emprunteurs (à l'actif) de la SVB semblent avoir été fortement concentrés dans le segment le plus risqué du secteur technologique. Nerveux, les entrepreneurs et les employés du secteur ont tenté de retirer leurs dépôts au moment même où la baisse de valeur de leurs entreprises compromettait les prêts financés par ces dépôts. La banque aurait également eu une exposition inhabituelle au risque directionnel de taux d'intérêt (baisse du cours des obligations, un risque fréquemment couvert). Il y a eu quelques autres banques américaines confrontées à des difficultés, mais elles ont rapidement bénéficié d'un soutien ciblé.

¹ *How the World Really Works* – Vaclav Smil, 2022.

En parallèle, la Fed a continué à relever ses taux directeurs, mais dans une moindre mesure que ce qui était attendu juste avant l'effondrement de la SVB (25 points de base au lieu de 50). Dans le même temps, elle distribue des liquidités ciblées et adopte un ton moins agressif.

Dans un contexte différent, mais sans doute influencé par la plus grande sensibilité au risque bancaire qui a suivi la chute de la SVB, une grande banque européenne, Crédit Suisse, a également connu des difficultés jusqu'à son rachat par UBS le 19 mars, un rachat imposé par les autorités suisses. Crédit Suisse avait subi des sorties de capitaux il y a plusieurs mois ; la banque a connu une série de malchances ces dernières années, empêtrée dans des restructurations successives, et le cours de son action, même avant cette dernière chute, représentait moins d'un vingtième de son pic d'avant la crise financière mondiale (et moins d'un cinquième de son niveau d'il y a cinq ans). Elle avait été qualifiée d'institution ayant une importance systémique, mais ses difficultés et sa situation semblent idiosyncrasiques. Si les déposants de la nouvelle entité, mieux capitalisée, ne paniquent pas, la disparition de Crédit Suisse pourrait bien représenter une source potentielle d'instabilité en moins.

Les banques européennes étaient récemment jugées plus vulnérables que les banques américaines, et elles sont peut-être plus imbriquées, indépendamment des frontières nationales, alors que les banques américaines restent fragmentées au niveau régional, ce qui pourrait constituer un coupe-feu naturel dans le cas d'une situation d'urgence localisée. Mais elles sont aussi collectivement mieux capitalisées et moins risquées qu'elles ne l'étaient en 2007 (figures 1 et 2) et se comparent favorablement à leurs homologues américaines sur ces critères (bien que les attitudes réglementaires locales puissent encore varier). Alors que la BCE et la Banque nationale suisse viennent de relever de nouveau leurs taux de 50 points de base, et la Banque d'Angleterre de 25 points de base, les banques centrales européennes ont clairement conscience des risques et offrent des liquidités ciblées et d'autres formes de soutien alors même qu'elles augmentent leurs taux directeurs.

FIGURE 1: LEVIER FINANCIER DU SECTEUR BANCAIRE

Ratio de fonds propres réglementaires (Tier 1)
(moyenne des principales banques, en %)



Source : Bloomberg, Rothschild & Co

FIGURE 2: LIQUIDITÉ DU SECTEUR BANCAIRE

Ratio liquidités/actifs (moyenne des principales banques, en %)



Source : Bloomberg, Rothschild & Co

Note : le ratio de fonds propres de catégorie 1 (« Tier 1 ») correspond aux fonds propres des banques (et leurs fonds propres additionnels de catégorie 1) rapportés à leurs actifs pondérés en fonction du risque. Le ratio liquidités/actifs est une mesure de la liquidité qui correspond aux liquidités (et équivalents) rapportées au total des actifs (sur la base de la mesure FDIC pour les banques américaines). Les chiffres des États-Unis correspondent à la moyenne de JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo, Citigroup, Goldman Sachs et Morgan Stanley. Les chiffres de l'UE correspondent à la moyenne de Banco Santander, BNP Paribas, ING Group, UBS, Société Générale, Crédit Suisse et Deutsche Bank. Les chiffres du Royaume-Uni correspondent à la moyenne de Lloyds, NatWest, Barclays et HSBC.

Ce secteur bancaire moins fragile dans les économies occidentales s'est accompagné dernièrement de taux de chômage peu élevés et, en dehors de la pandémie, d'un environnement macroéconomique qui s'est relativement bien comporté (tout au moins jusqu'à présent). Les taux d'intérêt ont fortement augmenté au cours de l'année écoulée et, comme nous l'avons noté, ils n'ont peut-être pas encore fini de monter, malgré la nervosité engendrée par la SVB et le Crédit Suisse. En termes réels, ils restent malgré tout à des niveaux peu élevés par rapport au passé et il y a peu de signes de traumatisme économique (encore une fois, jusqu'à présent).

Le fait que les taux d'intérêt soient restés si bas pendant si longtemps a dû faire « mousser » un peu les marchés – il a certainement alimenté la hausse de l'inflation. Mais cette « mousse » potentiellement annonciatrice d'une bulle financière semble moins répandue et moins importante sur le plan systémique qu'elle aurait pu l'être. Les crypto-monnaies, les NFT, les SPAC peuvent être source d'embarras, mais ils feront probablement peu de dégâts (comme en témoigne l'effondrement récent de la plateforme FTX). Il aurait été étonnant que la normalisation des taux d'intérêt nominaux s'effectue sans le moindre incident, et il y en aura probablement d'autres, mais cela ne veut pas forcément dire qu'une crise grave nous attend.

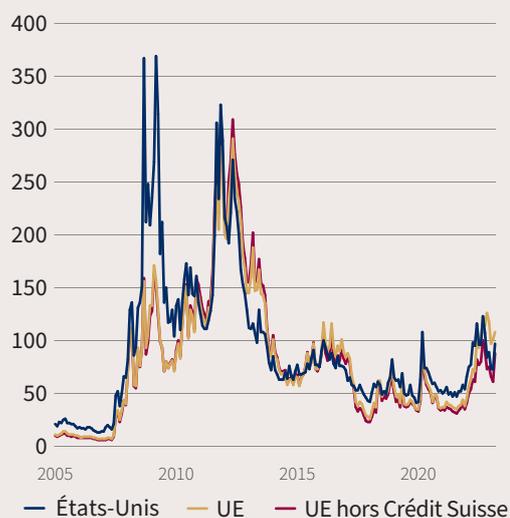
Il est vrai que si tous les investisseurs s'inquiétaient suffisamment du risque bancaire en général, leur inquiétude pourrait finir par se concrétiser d'elle-même, invalidant tous les points ci-dessus. Les économies de marché sont vulnérables aux changements de perspectives, justifiés ou non. Si un nombre suffisant de clients et de pairs sont convaincus que le secteur bancaire - ou n'importe quel autre secteur - a un problème, il finira par en avoir un et sera mis en péril. Les conseillers en investissement doivent se garder de pêcher par excès de confiance.

À l'heure actuelle, nous estimons que la faillite de la SVB, aussi perturbante qu'elle soit, ne devrait pas – et ne sera probablement pas – le battement d'ailes qui provoquera la prochaine tempête financière. La contagion est restée limitée jusqu'à présent, et la baisse des actions du secteur bancaire doit être remise en perspective (figures 3–6).

Si le risque d'une crise financière a (modestement) augmenté, il serait surprenant qu'en dépit de leur récentes hausses de taux, la Fed et les autres grandes banques centrales ne révisent pas prochainement leur évaluation des perspectives d'inflation et des conditions monétaires, ne serait-ce qu'à la marge.

FIGURE 3: RISQUE DE CRÉDIT PERÇU DU SECTEUR BANCAIRE

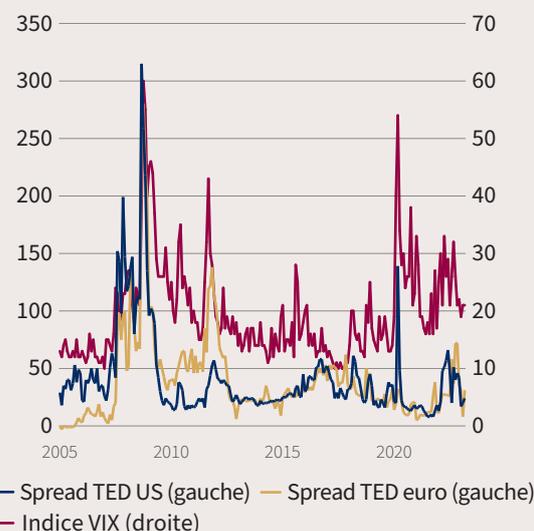
Spreads des swaps de défaut de crédit sur la dette de 1er rang des banques à 5 ans (2005 - présent)



Source : Bloomberg, Rothschild & Co

FIGURE 4: INDICATEURS DE STRESS DU MARCHÉ

Spreads du marché monétaire (en points de base) ; Indice VIX (%)



Source : Bloomberg, Rothschild & Co

Une crise de liquidité majeure dans le système bancaire constitue en elle-même un resserrement des conditions monétaires, à une échelle potentiellement massive et déflationniste. Si elle se produisait, il ne serait plus nécessaire de continuer à augmenter les taux d'intérêt, et ces derniers pourraient même baisser.

En pratique, dans l'éventualité d'une crise de liquidité, la Fed et les autres banques centrales pourraient ne plus avoir la possibilité d'ajuster les taux d'intérêt même si elles voulaient encore le faire. En fin de compte, la politique monétaire ne peut être dissociée de la régulation et de la surveillance du système bancaire, car si les banques font faillite, l'idée d'une évolution progressive du coût et du volume des liquidités et d'un « mécanisme de transmission » efficace des taux directeurs vers l'ensemble de l'économie n'a plus lieu d'être.

Dans de telles circonstances, il existe effectivement une « trappe à liquidité » sur les marchés monétaires. Cela peut sembler évident, mais il a fallu la crise financière mondiale pour nous le rappeler. La décision de l'Irlande, qui a sauvé la mise en garantissant les dépôts bancaires locaux - une décision qu'elle n'avait sans doute pas à prendre - est peut-être l'illustration la plus visible de ce qui était en jeu.

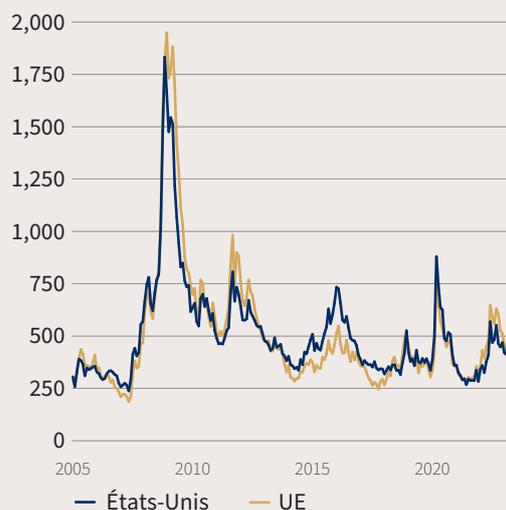
Dans les semaines à venir, nous nous attendons par conséquent à ce que les différentes banques centrales fassent preuve de davantage de retenue dans leur politique monétaire qu'elles ne l'auraient fait sans ces événements (comme nous l'avons noté, cela semble déjà être le cas de la Fed). Cela ne veut pas dire qu'elles relâchent (de nouveau) leurs efforts sur le front de l'inflation, mais plutôt qu'elles reconnaissent qu'il y a autre chose que les taux d'intérêts qui pourrait la faire baisser, avec des enjeux encore plus importants en arrière-plan.

Les marchés monétaires n'ont pas tardé à refléter ce nouvel équilibre des risques, éliminant une grande partie du resserrement précédemment anticipé et réintégrant des prévisions de baisses de taux d'ici la fin de l'année. Ces taux prévisionnels ne sont toutefois pas plus certains que les prévisions antérieures, qui pourraient fort bien s'avérer plus valables.

Si, comme nous le prévoyons, la contagion reste modeste et une crise généralisée est évitée, nous nous remettons - tout comme la Fed, la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse - à surveiller l'évolution des données économiques. À l'heure où nous écrivons ces lignes, le scénario annoncé par les données est clair et le moment ne semble pas encore venu de le modifier de manière substantielle.

FIGURE 5: SPREADS DU CRÉDIT

Spreads du crédit spéculatif (haut rendement), en points de base



Source : Bloomberg, Rothschild & Co

FIGURE 6: PERFORMANCES DES ACTIONS DU SECTEUR BANCAIRE

Indices de cours relatif des actions du secteur bancaire (Janvier 2005 = 100)



Source : Bloomberg, Rothschild & Co

Jusqu'à présent, l'économie mondiale a ralenti mais n'a pas craqué sous le poids de taux d'intérêt plus élevés (peut-être pour les raisons que nous exposons dans le précédent numéro de *Perspectives du marché*). En Europe en particulier, un autre vent contraire cyclique - la détérioration des termes de l'échange causée par la flambée des prix du gaz naturel - est en train de se transformer en vent porteur. Le ralentissement de la croissance, associé à l'amélioration des conditions de l'offre, dont notamment un rebond progressif des taux de participation au marché du travail, a permis à l'inflation de ralentir, même si c'est de manière inégale et peu rapide (voir ci-dessous). À son tour, cette tendance laisse à penser que le pic éventuel des taux n'était peut-être pas si éloigné - bien que si l'économie continuait de faire preuve de résilience, une baisse hâtive des taux serait inutile et peu probable.

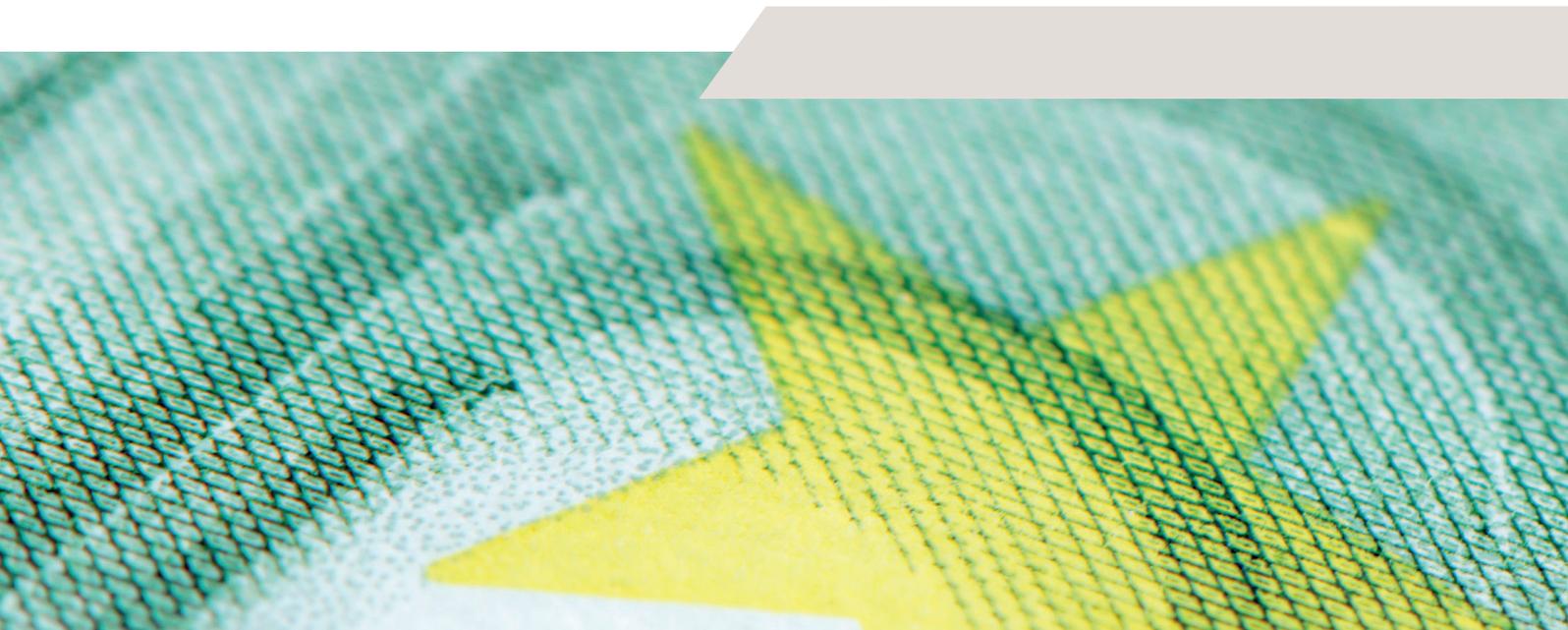
CONCLUSION POUR L'INVESTISSEMENT

Croissance ralentie mais résiliente, baisse de l'inflation et fin de la hausse des taux en vue de la hausse des taux en vue : nous pensons que ce n'étaient pas de mauvaises perspectives économiques pour 2023. Le conflit actuel en Ukraine et (surtout) les tensions persistantes autour de Taïwan forment une toile de fond géopolitique préoccupante, mais qui nous est désormais relativement familière et qui pourrait rester contenue (tout au moins d'un point de vue purement économique). Nous pensons que les grandes questions de 2023 en matière d'investissement se rapporteraient à quand - et quoi - acheter, et non à savoir s'il fallait vendre.

Nous attendions que les risques liés aux taux d'intérêt et aux bénéfices, qui nous semblaient être des risques résiduels, soient pleinement pris en compte par le marché. Ces dernières semaines - avant SVB et maintenant Crédit Suisse - les anticipations de bénéfices semblaient avoir passé le creux de la vague, tandis que les marchés monétaires présentaient encore un profil de pic plus important que ce que nous avons imaginé (même si cela commençait à changer).

La réapparition du risque bancaire a changé la donne du jour au lendemain. Le risque accru d'une crise financière a fait passer les bénéfices des entreprises au second plan, tandis que les anticipations de taux d'intérêt se sont repliées (tout en adoptant un profil encore plus en forme de pic).

Nous continuons de penser que ce sont les actions, et non les obligations, qui offrent les meilleures perspectives de rendement réel à long terme, bien que le retour du risque lié aux bénéfices renforce notre opinion selon laquelle il vaut mieux faire preuve d'attentisme avant de conseiller toute augmentation significative des positions.



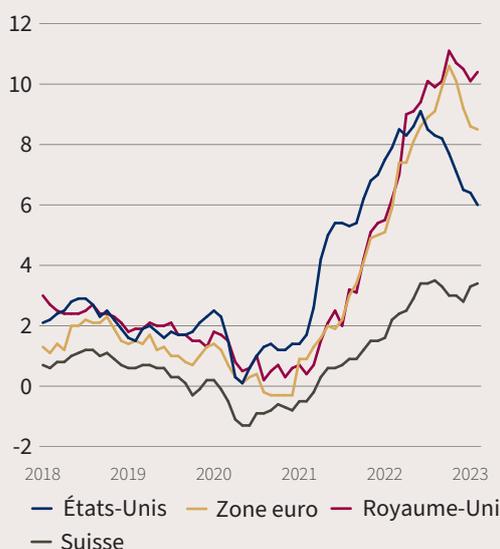
Le point sur l'inflation

Si le risque bancaire s'atténue comme nous l'anticipons, l'inflation pourrait rester le sujet brûlant de cette année. De manière encourageante, l'inflation globale a continué à baisser dans la plupart des grandes économies, même si l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) semble plus tenace (figures 7 and 8).

C'est aux États-Unis que le contexte inflationniste s'est le plus nettement amélioré : l'inflation globale est en baisse depuis le mois de juin, tandis que l'inflation sous-jacente diminue elle aussi lentement. En fait, trois des quatre catégories du panier de l'IPC se sont améliorées :

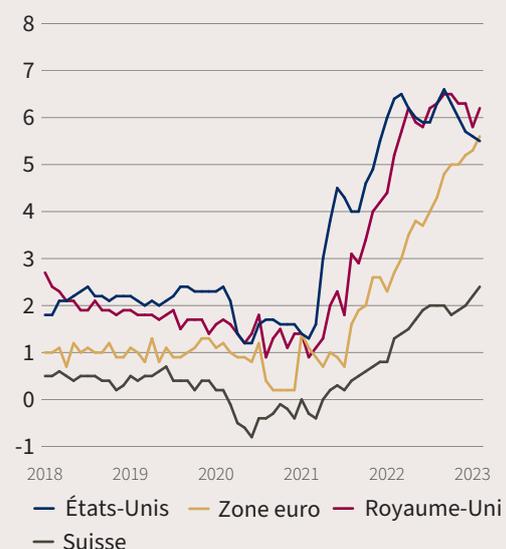
- **Énergie** : cette composante est en grande partie influencée par les prix de l'essence aux États-Unis, qui sont eux-mêmes très sensibles aux variations de prix du pétrole brut : à la suite de la baisse de ce dernier, la contribution de l'énergie à l'inflation globale de l'IPC a elle aussi rapidement diminué. Ces effets de base favorables signifient également que nous pourrions observer de nouvelles réductions de la croissance de l'IPC de l'énergie sur 12 mois glissants même si les prix du pétrole se remettaient à augmenter.
- **Alimentation** : sa contribution à l'inflation globale de l'IPC n'a que légèrement diminué. Cela dit, les prix agricoles sont en baisse depuis presque un an selon l'indice FAO des prix des denrées alimentaires, et l'inflation de l'IPC alimentaire américain devrait donc continuer à se réduire dans les mois à venir (le prix des denrées alimentaires dans les rayons des supermarchés comprend également les coûts de transformation et de distribution, ce qui pourrait expliquer pourquoi nous n'avons pas encore observé de baisse plus prononcée).

FIGURE 7: TAUX D'INFLATION GLOBALE
Variation d'une année sur l'autre (%)



Source : Bureau of Labor Statistics (Etats-Unis), Eurostat, Office for National Statistics (Royaume-Uni), Office fédéral de la statistique (Suisse), Bloomberg, Rothschild & Co

FIGURE 8: TAUX D'INFLATION SOUS-JACENTE
Variation d'une année sur l'autre (%)



Source : Bureau of Labor Statistics (Etats-Unis), Eurostat, Office for National Statistics (Royaume-Uni), Office fédéral de la statistique (Suisse), Bloomberg, Rothschild & Co

- **Biens** : selon l'indice *Global Supply Chain Pressure* de la Fed de New York (figure 9), les chaînes d'approvisionnement semblent s'être normalisées après la réouverture de la Chine et l'inflation liée aux biens a ralenti, malgré des dépenses de consommation toujours solides aux États-Unis. L'inflation des prix à la production a baissé de plus de moitié aux États-Unis, ce qui laisse à penser que les bonnes nouvelles sont en train de se répercuter sur la chaîne de distribution et que la répercussion des coûts des entreprises sur les consommateurs pourrait donc être moins importante à l'avenir.

Les services sont la quatrième catégorie, et aussi la plus tenace. Ils représentent près de 60 % du panier total de l'IPC américain, la partie « *shelter* » (qui mesure les coûts de logement et de location) en constituant la majeure partie. L'IPC du logement n'a pas encore décéléré en glissement annuel, mais il accuse généralement un retard d'environ un an sur l'évolution des prix de l'immobilier en raison de la manière dont il est mesuré (l'IPC du logement reflète les coûts moyens de l'ensemble du parc immobilier, et pas seulement celui des transactions récentes). Il faudra du temps pour que les transactions récentes réalisées à des prix plus bas fassent bouger la moyenne : la croissance des prix de l'immobilier aux États-Unis s'est nettement ralentie depuis quelques mois et l'inflation des prix du logement devrait donc commencer à reculer elle aussi dans les mois qui viennent (figure 10).

À première vue, le contexte inflationniste de l'Europe semble plus préoccupant : l'inflation globale a peu baissé et l'inflation sous-jacente n'a pas encore atteint son pic, tandis que les taux d'inflation du Royaume-Uni sont repartis à la hausse en février. La flambée des prix du gaz naturel a largement contribué à la hausse des taux d'inflation globale et sous-jacente, cette dernière ayant été affectée par l'augmentation des prix du gaz subie par les entreprises et répercutée sur les consommateurs, tandis que la vigueur du dollar américain au cours de l'année écoulée a probablement renchéri les coûts d'importation. En Suisse, l'inflation est restée modérée, en raison peut-être d'un approvisionnement énergétique national plus stable, d'une réglementation plus stricte et d'un franc plus fort.

FIGURE 9: L'INFLATION DU PRIX DES BIENS A RALENTI AUX ÉTATS-UNIS

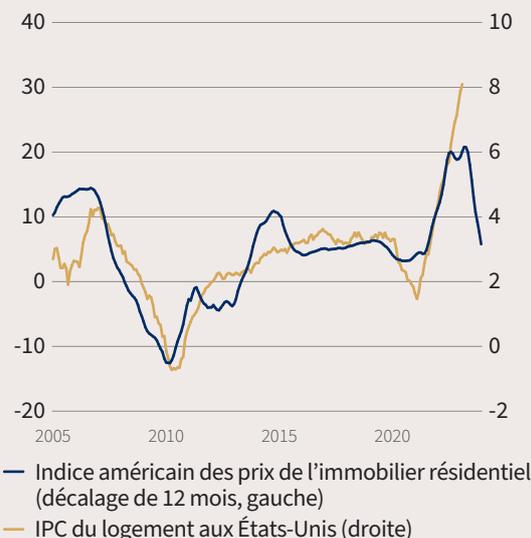
Écart type par rapport à la moyenne (gauche)
Variation d'une année sur l'autre (droite, %)



Source : Federal Reserve Bank of New York, US Bureau of Labor Statistics, Bloomberg, Rothschild & Co

FIGURE 10: PRIX DE L'IMMOBILIER ET INFLATION DES PRIX DU LOGEMENT AUX ÉTATS-UNIS

Variation d'une année sur l'autre (%)



Source : US Bureau of Labor Statistics, S&P/Case-Shiller, Bloomberg, Rothschild & Co

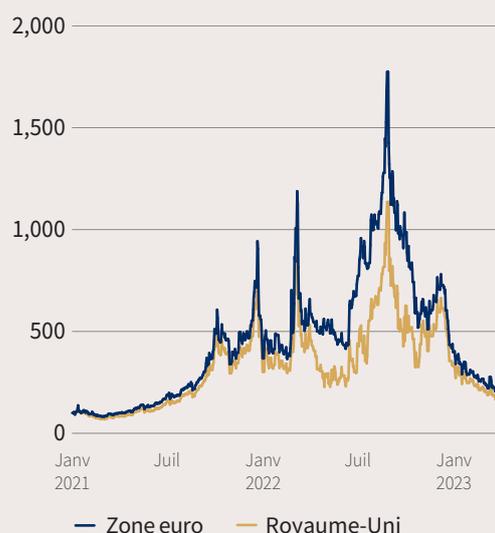
Malgré cela, les prix du gaz naturel sont presque retombés à leurs niveaux de mi-2021, ce qui a plus qu'inversé le choc d'offre provoqué par l'invasion de l'Ukraine par la Russie (figure 11). Il est peu probable que cette chute des prix soit déjà pleinement intégrée dans les taux d'inflation de l'Europe, y compris celui de l'inflation globale. Il existe des décalages liés aux délais de répercussion des prix de gros du gaz sur les consommateurs (jusqu'à six mois selon certaines estimations), ne serait-ce qu'en raison des différents programmes d'aide mis en place par les gouvernements. Cela veut dire qu'il existe probablement une déflation sous-jacente liée à l'énergie qui ne s'est pas encore manifestée dans plusieurs pays européens.

En parallèle, malgré les tensions observées sur le marché de l'emploi et les conflits sociaux actuels, la croissance des salaires réels (corrigés de l'inflation) est restée négative aux États-Unis et en Europe (figure 12). Il est possible qu'elle devienne positive - si l'on se fie par exemple à l'indicateur des salaires américains de la Fed d'Atlanta dans la figure 12, celui-ci fait ressortir une croissance (très) modeste des salaires réels - mais c'est très probablement parce que l'inflation globale est en baisse : la croissance des salaires *nominaux* semble avoir déjà atteint son maximum aux États-Unis et au Royaume-Uni, et elle reste modérée dans la zone euro. Globalement, une spirale salaires-prix nous semble de plus en plus improbable (pour rappel, les salaires réels ont augmenté pendant la majeure partie des années 1970 malgré des taux d'inflation à deux chiffres).

En résumé, le contexte général de l'inflation s'améliore lentement et continuera probablement dans cette voie jusqu'à la fin de l'année, bien que de manière graduelle. Même si, comme indiqué plus haut, nous ne prévoyons pas de crise bancaire généralisée, une telle crise viendrait probablement renforcer cette tendance. Pour la première fois depuis de nombreux mois, nous avons le sentiment que le risque d'inflation ne penche plus du côté de la hausse.

FIGURE 11: PRIX DU GAZ NATUREL EN EUROPE

Indices rebasés (janvier 2021 = 100)



Source : Bloomberg, Rothschild & Co

FIGURE 12: LA CROISSANCE DES SALAIRES RÉELS RESTE NÉGATIVE À CE JOUR

Variation d'une année sur l'autre (%)



Source : Bureau of Labor Statistics (États-Unis), Banque centrale européenne, Office for National Statistics (Royaume-Uni), Bloomberg, Rothschild & Co

Note : la croissance des salaires réels est calculée comme suit : croissance des salaires nominaux (sur 12 mois glissants, en %) moins inflation globale de l'IPC (sur 12 mois glissants, en %). Les salaires nominaux des États-Unis sont la série des salaires horaires moyens du BLS ; les salaires nominaux de la zone euro sont l'indicateur des salaires négociés de la BCE ; les salaires nominaux du Royaume-Uni sont la série des salaires hebdomadaires moyens de l'ONS.

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



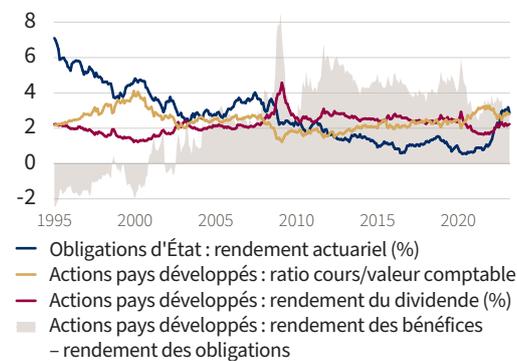
Source : OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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	-6.9	-13.6
Gilt britannique à 10 ans	3.4	-10.0	-15.9
Bund allemand à 10 ans	2.3	-12.4	-17.5
Obligation d'État suisse à 10 ans	1.2	-4.3	-9.5
Obligation d'État japonaise à 10 ans	0.3	-0.0	-0.2
Crédit mondial : investment grade (USD)	3.6	-4.4	-5.1
Crédit mondial : haut rendement (USD)	9.5	-4.1	20.3
Émergents (USD)	7.6	-4.8	2.3

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	2.3	-6.8	66.6
Développés	2.2	-6.7	72.0
Émergents	3.2	-7.8	31.6
États-Unis	1.7	-9.9	79.5
Zone euro	3.1	5.8	67.6
Royaume-Uni	4.5	5.6	62.5
Suisse	3.0	-10.2	29.2
Japon	2.7	2.5	61.2

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)	115	4.8	-2.2
Euro (EUR)	131	3.2	4.3
Yen (JPY)	79	-5.3	-17.4
Livre sterling (GBP)	79	-4.3	5.4
Franc suisse (CHF)	182	4.9	8.5
Yuan chinois (CNY)	142	-4.0	6.4

Source : Bloomberg, Rothschild & Co

MATIÈRES PREMIÈRES ET VOLATILITÉ

	RENDEMENT (%)	1 AN (%)	3 ANS (%)
Indice spot CRB (1994 = 100)	258	-14.0	108.0
Pétrole brut Brent (\$/b)	75	-34.9	179.2
Or (\$/once)	1,940	0.2	29.5
Métaux industriels (1991 = 100)	339	-23.9	72.3
Volatilité implicite des actions : VIX (%)	21	-9.1	-67.6
Volatilité implicite des obligations : MOVE (bps)	162	59.2	21.7

Source : Bloomberg, Rothschild & Co

Toutes les données sont en date du 22 mars 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).