



PERSPECTIVES DU MARCHÉ | MAI 2023

# Un « mix » pas si mauvais

## Avant-propos

### SOMMAIRE

- 3 Un « mix » pas si mauvais
- 5 Le point sur l'inflation
- 8 Premiers ou derniers de la classe ?

Les marchés ont rapidement retrouvé un certain équilibre, mais il est encore trop tôt pour en conclure que nous sommes complètement sortis de l'ornière bancaire et économique.

Les taux d'intérêt sont peut-être proches de leur pic – ou, plus vraisemblablement, de leur plateau – mais leur effet ne s'est pas encore fait pleinement sentir ; en parallèle, la restriction informelle du crédit découlant de la prudence accrue des banques ne fait que commencer. Et même si le risque systémique est aujourd'hui plus modéré, il y a fort à parier que nous n'avons pas encore vu la fin des accidents financiers qu'une normalisation aussi brutale des coûts d'emprunt ne peut que provoquer. Les tensions géopolitiques restent fortes.

Il est malgré tout prématuré d'annoncer l'arrivée imminente d'une grave crise économique. De plus, un vent contraire important est en train de se transformer en vent porteur : les prix du gaz se sont effondrés en Europe. Les marchés de l'emploi restent stables : les salaires n'affichent pas d'accélération spectaculaire, peut-être parce que beaucoup de travailleurs qui manquaient à l'appel n'étaient finalement pas si indispensables.

Nous sommes toujours convaincus que le risque bancaire est contenu et qu'une grave crise économique n'est pas inéluctable, ni probable. Nous pensons également que l'inflation (globale et sous-jacente) va nettement se réduire, et donc que les taux d'intérêt sont proches de leur pic (ou plateau). Les risques cycliques liés aux taux d'intérêt et aux bénéfiques des entreprises devraient s'atténuer dans les mois à venir et nous conseillerons probablement alors d'acheter des titres, et non de les vendre. Dans ce numéro de *Perspectives du marché*, nous faisons le point sur cet avis lié au cycle, ainsi que sur l'inflation.

Dans un article plus long, nous prenons du recul par rapport aux débats à court terme pour nous pencher sur le sujet sensible des performances économiques relatives, et sur la manière dont elles se comparent aux idées reçues. On constate ainsi que la Suisse tire très bien son épingle du jeu et que le Royaume-Uni est loin d'être le dernier de la classe, y compris en Europe. Même si elle a peu de liens directs avec les portefeuilles, cette analyse a le mérite de clarifier les choses au milieu du brouhaha macroéconomique actuel.

**Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian**  
Global Investment Strategists

Sources d'images :  
détail des billets de cinquante livres  
© 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 : mai 2023.  
Valeurs : tous les chiffres sont à la date  
du 30 avril 2023, le texte en date du 30  
avril 2023.

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



# Un « mix » pas si mauvais

## CROISSANCE : LORSQUE LE VENT CONTRAIRE DEVIENT UN VENT PORTEUR

Les prévisions largement entendues il y a un an, qui annonçaient une récession imminente de grande ampleur, se sont révélées erronées. La plupart des grandes économies ont fini par afficher une croissance modeste et le premier trimestre de cette année s'annonce tout à fait honorable.

Fait inhabituel, les indicateurs prospectifs récents (à savoir les enquêtes de conjoncture largement suivies) ont été globalement plus solides en Europe qu'aux États-Unis, mais même outre-Atlantique, on observe peu de signes annonciateurs d'une récession technique, et encore moins d'une récession grave. Au Royaume-Uni, la récession prolongée annoncée en premier lieu par la Banque d'Angleterre dès le mois d'août – et largement présentée comme un fait établi – n'a pas encore commencé.

Nous avons toujours affirmé qu'une grave récession mondiale n'était pas inéluctable, ni même probable, et nous sommes toujours du même avis.

Il y avait deux grandes explications à cette sinistrose généralisée : le coup dur porté aux termes de l'échange par la flambée des prix de l'énergie en Europe, et le resserrement des politiques monétaires des deux côtés de l'Atlantique, qui se trouve aujourd'hui amplifié par la restriction informelle du crédit découlant de la prudence accrue du secteur bancaire après la disparition de SVB et de Crédit Suisse (CS).

Les prix du gaz naturel en Europe se sont en fait effondrés et se situent aujourd'hui à des niveaux qui représentent à peine un cinquième de leurs sommets du mois d'août. Ce n'est pas une grande surprise, même si on n'en parle pas autant qu'on aurait pu le penser. Les prix des matières premières évoluent souvent de cette manière après une flambée des cours : les acheteurs économisent et se tournent vers des produits de remplacement, tandis que les vendeurs augmentent l'offre (la Russie représente environ un dixième de la production mondiale d'énergie à base de carbone et en utilise peut-être la moitié elle-même).

Les consommateurs n'en ont pas encore bénéficié, mais à moins d'une nouvelle flambée, ils en bénéficieront dans les mois à venir : ce qui était un vent contraire est en train de devenir un vent porteur. Dans l'ensemble, les prix à la consommation pourraient non seulement ralentir, mais aussi baisser. Dans le même temps, les salaires continueront à augmenter plus rapidement que d'habitude. Les salaires réels devraient donc commencer à se redresser nettement au second semestre, avec des taux d'emploi qui seront encore probablement élevés.

On ne sait pas encore quel sera l'impact du resserrement monétaire, mais il n'a pas besoin d'être spectaculaire. Les fameux "décalages longs et variables" pourraient être prolongés et lissés par le point de départ remarquablement souple du cycle actuel – même aujourd'hui, la plupart des taux directs réels sont encore négatifs – et par le fonctionnement des prêts hypothécaires à taux fixe. Il est possible, bien entendu, que le resserrement plus informel des conditions de crédit fasse davantage de dégâts, et nous surveillons avec attention l'évolution des prêts et des dépôts. Les fonds de roulement apparaissent suffisants pour le moment.

## TAUX D'INTÉRÊT : ON Y EST PRESQUE...

Malgré la résilience de l'économie, les pressions inflationnistes semblent être en train de s'atténuer. Là encore, ce n'est pas une grande surprise. La demande globale a été solide, peut-être même trop pour rassurer les banques centrales, tandis que les conditions de l'offre se sont améliorées (comme le montrent les articles de notre blog consacrés à la « chaîne d'approvisionnement »), aidées par le rebond prévisible des taux d'activité, par l'amélioration des taux de fret et par la réouverture de la Chine. Les salaires ont légèrement augmenté, mais la spirale prix-salaires tant redoutée ne s'est pas matérialisée et il semble peu probable qu'elle le fasse maintenant.

L'inflation globale s'est stabilisée. À mesure que la baisse des prix de l'énergie se fera sentir en Europe dans les mois à venir, elle devrait nettement ralentir (comme déjà évoqué, les prix à la consommation pourraient même baisser dans leur ensemble). L'inflation sous-jacente est plus tenace, là encore sans grande surprise, mais pas suffisamment pour douter qu'elle ralentisse le moment venu.

Avec des taux de chômage toujours peu élevés et une inflation sous-jacente encore forte à l'heure actuelle, il est peu probable que les banques centrales aient le sentiment d'avoir fini leur travail en ce qui concerne les taux d'intérêt. Compte tenu de l'incertitude et de la sensibilité entourant les tensions bancaires, il semble peu probable qu'elles augmentent les taux aussi fortement qu'elles ne l'auraient fait avant SVB et CS, mais à l'heure où nous écrivons ces lignes, une nouvelle hausse de 25 points de base (pb) semble probable aux États-Unis, et davantage dans la zone euro (probablement aussi au Royaume-Uni, bien que la Banque d'Angleterre reste la moins déterminée des trois, peut-être parce qu'elle se fie un peu trop aux prévisions de ses économistes). Si les économies continuent de faire preuve de résilience, il est peu probable que les taux redescendent aussi rapidement que les marchés monétaires ne le prévoient (nous nous attendons plutôt à un profil en « plateau »), y compris lorsque l'inflation sous-jacente diminuera. Mais le chemin à parcourir est désormais limité par rapport à ce que nous avons déjà connu : nous sommes (peut-être) arrivés quasiment à destination.

## CONCLUSION POUR L'INVESTISSEMENT

Il existe toujours une grande incertitude, bien entendu, surtout en ce qui concerne le resserrement monétaire plus informel. Comme nous l'évoquions dans le numéro de mars de *Perspectives du marché*, chaque papillon ne provoque pas une tornade ; cependant (pour filer la métaphore), si quelqu'un se met à crier « au feu », y compris dans le cinéma le mieux conçu, il peut y avoir des dégâts même en l'absence de feu.

Le « mur d'inquiétudes » reste élevé malgré tout et les observateurs continuent de mettre l'accent sur les risques baissiers. Mais comme pour la chute des prix du gaz ou la tranquillité d'ensemble des marchés de l'emploi, il pourrait aussi y avoir de bonnes surprises. Nous continuons de penser que les principales décisions d'investissement de 2023 porteront sur quand et quoi acheter, et non sur quand et quoi vendre. Et pour la première fois depuis de nombreuses années, cela pourrait aussi concerner les obligations en plus des actions.

*Nous continuons de penser que les principales décisions d'investissement de 2023 porteront sur quand et quoi acheter, et non sur quand et quoi vendre*



# Le point sur l'inflation

L'inflation globale semble avoir définitivement marqué le pas dans la plupart des pays. Notre indice global des marchés développés est en baisse depuis près de six mois et se situe à environ 2,5 points de pourcentage (pp) en dessous de son plus haut niveau en octobre (figure 1). Les marchés émergents affichent la même tendance (figure 2), y compris quand on exclut la Chine (où l'inflation est restée remarquablement faible par rapport aux normes historiques, en raison principalement des restrictions gouvernementales liées à la covid). L'inflation sous-jacente (hors énergie et produits alimentaires) est toutefois plus tenace et n'a pas encore baissé dans les pays développés (figure 1).

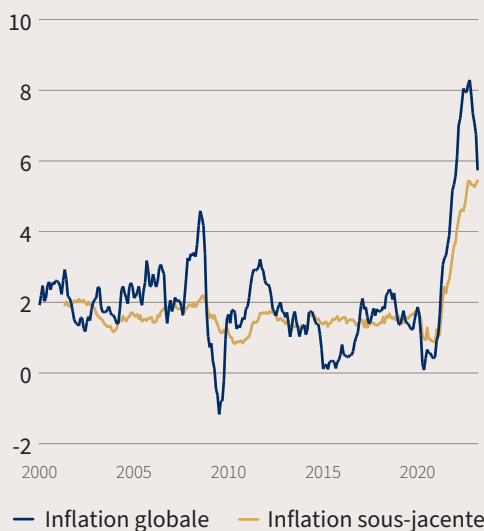
Le risque bancaire s'est – pour le moment – atténué depuis le numéro de mars de *Perspectives du marché*, ce qui semble écarter le risque qu'une nouvelle force déflationniste se déchaîne à brève échéance. Les pressions inflationnistes mondiales que nous avons l'habitude de suivre dans les principales catégories de l'IPC (énergie, alimentation, biens et services) ont toutefois continué de se relâcher.

En premier lieu, les pressions inflationnistes dans les catégories de l'énergie et de l'alimentation, qui sont des composantes clés de l'inflation globale, se sont atténuées.

En ce qui concerne l'énergie, les prix du pétrole ont lentement baissé depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie et ils n'ont connu qu'un rebond de courte durée après la décision surprise de l'OPEP+ de réduire sa production. Ils restent bien en deçà de leurs niveaux de l'an dernier et sont proches de leur moyenne sur 10 ans en termes réels. Cette situation se reflète dans les chiffres d'inflation des États-Unis pour le mois de mars, qui font ressortir une *déflation* des prix de l'énergie pour la première fois depuis janvier 2021. Par ailleurs, les prix de gros du gaz naturel en Europe ont également continué à baisser et sont inférieurs de près de 90 % à leurs sommets de l'été dernier, bien que cet effondrement ne se soit pas encore pleinement répercuté sur les prix à la consommation.

**FIGURE 1 : TAUX D'INFLATION DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS**

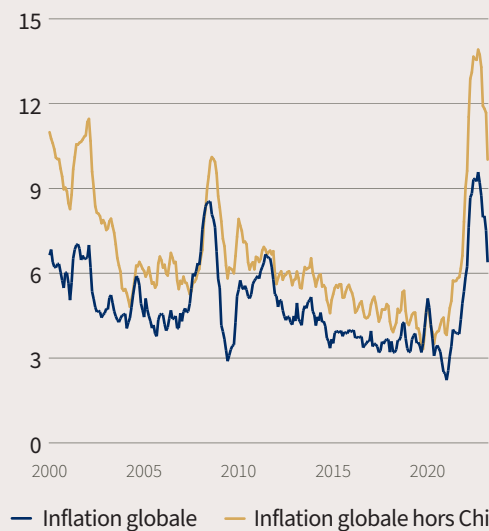
Variation sur 12 mois glissants (%)



Sources : Refinitiv Datastream, Bloomberg, Rothschild & Co

**FIGURE 2 : TAUX D'INFLATION DES MARCHÉS ÉMERGENTS**

Variation sur 12 mois glissants (%)



Sources : Refinitiv Datastream, Bloomberg, Rothschild & Co

Note : La série des marchés développés est une moyenne pondérée par le PIB des chiffres d'inflation des pays suivants : États-Unis, Canada, Royaume-Uni, zone euro, Suisse, Danemark, Norvège, Australie, Japon, Nouvelle-Zélande et Singapour. La série des marchés émergents est une moyenne pondérée par le PIB des chiffres d'inflation des pays suivants : Chine, Inde, Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines, Taïwan, Thaïlande, Vietnam, République tchèque, Égypte, Grèce, Hongrie, Pologne, Russie, Afrique du Sud, Turquie, Brésil, Chili, Colombie et Mexique

Les stocks de gaz se situent aussi apparemment à des niveaux record pour cette période de l'année, malgré la forte baisse des importations en provenance de Russie, ce qui fait qu'une nouvelle flambée des prix semble peu probable à l'heure actuelle (figure 3).

Les cours mondiaux des denrées alimentaires ont également continué de baisser. En mars, l'indice mondial des prix alimentaires de la FAO a diminué pour le douzième mois de suite, à -21 % en glissement annuel (figure 4). Le processus de désinflation des prix des denrées alimentaires a été jusqu'à présent inégal d'un pays à l'autre : l'IPC des produits alimentaires a commencé à s'inverser aux États-Unis, mais il continue d'augmenter dans plusieurs pays européens. Bien qu'il soit difficile de déterminer les causes de cette divergence (la météo locale et les coûts de transport ont une influence, tout comme les coûts de transformation et de distribution depuis l'exploitation agricole jusqu'aux rayons des supermarchés), on peut s'attendre à ce que l'IPC des produits alimentaires revienne lui aussi vers zéro pendant l'année en Europe, sachant que les prix des denrées de base sont déjà en baisse depuis un moment.

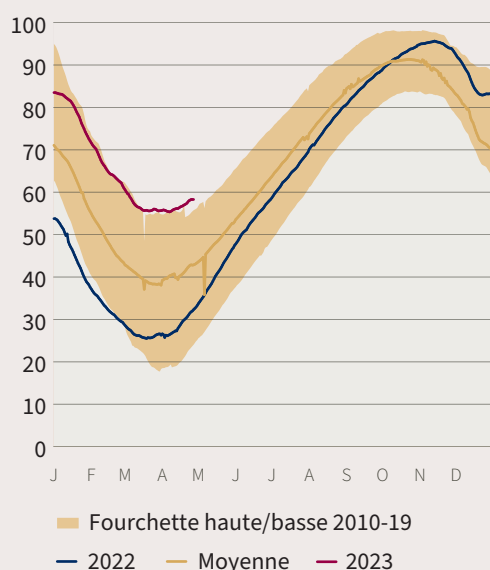
Comme nous l'avons déjà mentionné, l'inflation sous-jacente s'est montrée plus tenace, mais certains signes indiquent que les composantes « biens » et « services » devraient se modérer plus nettement dans le courant de l'année.

Les perspectives d'inflation concernant les biens se sont nettement améliorées depuis que la Chine a assoupli les restrictions liées à la covid. Les conditions d'approvisionnement se sont normalisées et certains signes montrent même que des capacités se libèrent : l'indice de la Réserve fédérale américaine de New York qui mesure les tensions sur la chaîne d'approvisionnement mondiale (*New York Fed's Global Supply Chain Pressure Index*) se situe à plus d'un écart-type en dessous de sa moyenne à long terme, ce qui représente son niveau le plus bas depuis 2009 (figure 5). Certains indicateurs plus « bruts » des conditions d'approvisionnement, comme les tarifs d'affrètement des conteneurs maritimes, sont revenus à leurs niveaux d'avant la pandémie.

L'impact de cette amélioration des conditions d'approvisionnement ne se reflète pas encore complètement dans le panier de biens de l'IPC sous-jacent de la plupart des pays européens (il est plus visible dans les chiffres américains), en raison peut-être du fait que les entreprises

**FIGURE 3 : NIVEAUX DES STOCKS DE GAZ EN EUROPE**

Capacité totale (%)



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

**FIGURE 4 : PRIX DES DENRÉES ALIMENTAIRES AU NIVEAU MONDIAL**

Variation sur 12 mois glissants (%)



Sources : UN Food and Agriculture Organisation, Refinitiv Datastream, Rothschild & Co

européennes avaient au départ des coûts d'intrants relativement plus élevés après la flambée des prix de gros du gaz de l'an dernier. Sans être parfaitement comparables, les taux d'inflation des prix à la production de la zone euro et du Royaume-Uni ont ainsi été en moyenne beaucoup plus élevés que leurs homologues américains (bien qu'ils soient maintenant orientés à la baisse et inférieurs de plus de 50 % à leurs pics).

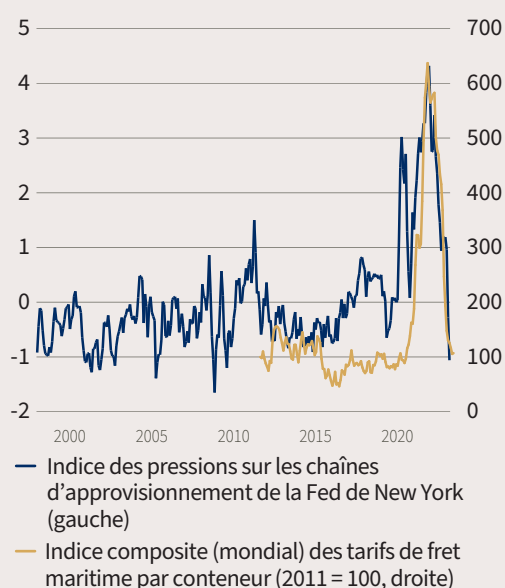
Enfin, la persistance d'une croissance des salaires nominaux supérieure à la tendance est peut-être l'aspect le plus important – et potentiellement le plus inquiétant – du contexte de l'inflation, en particulier pour les prix à la consommation dans les services. Cela dit, le rythme d'augmentation des salaires n'a rien de spectaculaire quand on sait que les taux de chômage sont à leur plus bas ou presque dans plusieurs grandes économies : en termes réels (corrigés de l'inflation), la croissance des salaires aux États-Unis a en fait été négative pendant la majeure partie de la période postpandémie (figure 6).

Il est probable qu'avec l'inflation globale qui diminue, la croissance des salaires réels va maintenant devenir positive, comme le montre l'indicateur de suivi du salaire médian aux États-Unis publié par la Fed d'Atlanta (figure 6). Une spirale salaires-prix du type années 1970, dans laquelle les salaires et les prix se chassent mutuellement vers des niveaux toujours plus élevés, nous semble très improbable : au Royaume-Uni par exemple, qui est la grande économie la plus sujette à l'inflation, la croissance des salaires réels était largement positive à l'époque, ce qui poussait activement l'inflation à la hausse. Il existe également des différences structurelles : les taux de syndicalisation sont beaucoup plus faibles de nos jours, les modes de gestion et les relations du travail ont changé, et l'offre mondiale de main-d'œuvre a été renforcée par la Chine et d'autres économies asiatiques (pour n'en citer que quelques-unes).

Dans l'ensemble, nous pensons que l'inflation globale et l'inflation sous-jacente vont probablement se réduire pendant l'année. La seconde devrait être plus tenace, notamment parce que la demande des consommateurs est restée solide ces derniers mois, mais elle finira par diminuer lentement pour atteindre peut-être la fourchette de 2 à 4 % (qui reste supérieure à l'objectif) aux États-Unis comme en Europe.

**FIGURE 5 : CONDITIONS D'APPROVISIONNEMENT**

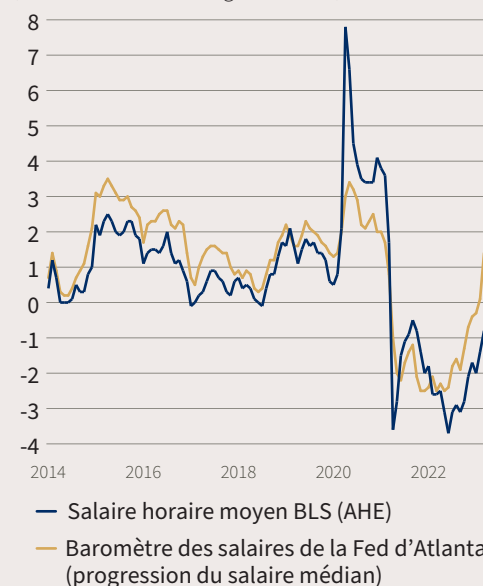
Indicateurs variés



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

**FIGURE 6 : INDICATEURS DE CROISSANCE DES SALAIRES RÉELS AUX ÉTATS-UNIS**

Croissance des salaires nominaux corrigée de l'inflation globale des prix à la consommation (variation sur 12 mois glissants, %)



Sources : US Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve Bank of Atlanta, Bloomberg, Rothschild & Co

# Premiers ou derniers de la classe ?

Beaucoup de gens ont un avis bien arrêté sur l'évolution de l'économie de leur pays – le plus souvent négatif.

En l'espace d'à peine quinze ans, nous avons connu une crise financière mondiale, une crise de la dette dans la zone euro, une généralisation du populisme et des dysfonctionnements politiques, une pandémie mondiale et, plus récemment, une augmentation de l'insécurité énergétique associée à une résurgence de l'inflation et des traumatismes géopolitiques (avec en plus maintenant une augmentation inconfortable du risque bancaire).

Dans ce contexte, les mauvaises nouvelles locales n'ont pas manqué. Le « mur d'inquiétudes » a rarement semblé aussi élevé que ces derniers mois, et quel que soit notre pays, il est facile de se dire que notre économie et nos dirigeants se sont particulièrement mal débrouillés et que nous sommes, d'une manière ou d'une autre, particulièrement ineptes ou malchanceux.

En réalité, tous les pays ne peuvent pas se trouver en bas (ou en haut) du tableau. Nous présentons dans cet article plusieurs classements plausibles des performances économiques en fonction de différents critères macroéconomiques. Ces classements n'ont pas pour but d'aider à prendre mécaniquement des décisions d'investissement : la macroéconomie n'est qu'une variable parmi beaucoup d'autres dans le processus d'investissement, et les différents aspects de la performance n'ont pas tous la même importance. Ils ont toutefois le mérite d'offrir une perspective quasi-objective et de filtrer certains signaux économiques parmi le brouhaha ambiant.

## QU'EST-CE QUI COMPTE ?

Comment mesurer la performance macroéconomique et identifier les économies les plus performantes ? Malgré l'intensité des sentiments exprimés, il n'y a pas de « bonne » réponse largement acceptée. Les avis divergent sur l'objectif principal de l'activité économique : est-ce la prospérité, la pérennité, l'équité, une combinaison des trois, ou autre chose ?

La performance économique revêt de nombreux aspects : nous avons retenu 19 critères qui reflètent chacun une perspective différente. Nous avons d'abord classé les pays en fonction de chacun de ces critères, puis calculé leur positionnement moyen sur ces derniers afin d'obtenir un classement général. Nous laissons les chiffres parler d'eux-mêmes : la plupart de nos lecteurs pourront constater que leur économie nationale ne se porte finalement pas si mal.

En matière de bien-être économique, comme ailleurs, « ce qui compte ne peut pas toujours être compté et ce qui peut être compté ne compte pas forcément » (citation attribuée à A. Einstein). Beaucoup de critères importants, y compris des aspects majeurs comme la production, la productivité, l'inégalité, l'utilité ou le bonheur, sont difficiles, voire impossibles à mesurer réellement. Dans le même temps, d'autres critères faciles à mesurer, comme par exemple l'offre de monnaie, les réserves de devises étrangères, les emprunts publics ou le crédit à la consommation, n'ont finalement que peu d'importance.

Nous savons également qu'en dépit des efforts déployés par les statisticiens pour normaliser les définitions et les pratiques de mesure, ces ambiguïtés peuvent varier d'un pays à l'autre, comme la pandémie l'a montré de manière très visible dans le cas de la production (c'est-à-dire le PIB, qui est probablement l'indicateur le plus utilisé - voir les commentaires ci-dessous). En nous appuyant sur un large éventail d'indicateurs et une période relativement longue, nous estimons malgré tout avoir une base de comparaison aussi large et équitable que possible.



Nous avons regroupé nos 19 critères au sein des trois grandes catégories indiquées ci-dessous :

- **Prospérité** (croissance et niveau de vie matériel) ;
- **Pérennité** (finances, environnement – nous avons envisagé le terme « durabilité », mais il est trop étroitement lié aux seuls aspects environnementaux) ;
- **Équité** (bien-être social au sens large, stabilité).

Sans être exhaustifs, ces critères reflètent chacun une qualité distincte et souhaitable. Les trois catégories ci-dessus comportent chacune un nombre différent de critères.

Pour parvenir au classement général, nous avons ignoré ces catégories en donnant le même poids à chacun des 19 critères retenus. Il pourrait toutefois être intéressant de comparer les économies sur la base de chacune de ces catégories (cf. annexe). Certains lecteurs peuvent ainsi estimer que la prospérité est l'aspect le plus important, tandis que d'autres penseront que c'est l'équité.

#### COMMENT EST-CE QUE CELA COMPTE ?

Après avoir choisi les critères susceptibles d'avoir de l'importance, nous avons dû déterminer sous quelle forme nous devons les prendre en compte. Fallait-il (par exemple) se concentrer sur le *niveau* de PIB/habitant, son *taux de croissance*, ou les deux ? Fallait-il utiliser des chiffres annuels ou les tendances à plus long terme ? Devions-nous nous limiter à des classements, ou fallait-il quantifier les écarts (c'est-à-dire adopter une approche ordinale ou cardinale) ? Un pays peut être mal classé, mais son écart de performance peut s'avérer négligeable sur le plan quantitatif (en termes de mesure ou de statistique).

Là-encore, il n'y a pas de « bonne » réponse. Sous la rubrique « prospérité », nous incluons à la fois les niveaux et les taux de croissance, et pour la croissance du PIB, nous utilisons une moyenne mobile sur trois ans pour atténuer certaines des fluctuations annuelles les plus aberrantes. Nous avons également examiné les classements basés sur les scores bruts et sur les scores Z (dans lesquels les disparités sont exprimées en termes d'écart par rapport à la moyenne), même si nous ne présentons ici que les classements basés sur les scores bruts.

**FIGURE 7 : CLASSEMENT GÉNÉRAL PAR PAYS**

Moyenne 2011–2022

	Classement général	Prospérité	Pérennité	Équité
Suisse	1	5	1	3
Suède	2	6	2	1
Allemagne	3	8	3	2
Pays-Bas	4	9	4	6
Australie	5	3	14	4
Canada	6	7	11	7
États-Unis	7	2	15	9
Royaume-Uni	8	10	10	5
Chine	9	4	8	12
France	10	12	6	10
Japon	11	14	7	8
Zone euro	12	13	5	11
Inde	13	1	13	15
Espagne	14	15	12	13
Italie	15	16	9	14
Brésil	16	11	16	16

Sources : Rothschild & Co, autres comme indiqué à la rubrique « Sources »

Note de bas de page : pour calculer le classement dit « général », nous avons d'abord calculé le classement moyen de chaque pays sur l'ensemble des 19 critères pour chaque année. Nous avons ensuite calculé le score moyen global de chaque pays pour la période 2011-2022, puis nous les avons classés. Le même processus a ensuite été répété pour chacune des trois catégories, en utilisant uniquement les critères relevant de ces catégories (voir le détail des critères à la rubrique « Sources »).

## RÉSULTATS

Globalement, sur la base de l'ensemble des classements, l'économie la mieux classée, à la fois récemment et sur l'ensemble de la période 2011-22, est une économie dont on parle rarement : la Suisse (figure 7). Elle arrive en tête pour la pérennité, mais se classe également très bien pour l'équité et la prospérité. Elle est suivie par la Suède et l'Allemagne, qui affichent également d'excellents scores dans ces trois domaines.

Dans le bas du tableau, c'est l'Italie qui se classe au dernier rang sur la période récente (figure 8), et le Brésil sur l'ensemble de la période examinée. Dans les deux cas, ils sont précédés de l'Espagne. Ces trois pays sont généralement mal classés dans les trois catégories, à l'exception de l'Italie, qui se classe en milieu de tableau pour la pérennité (ce qui est peut-être inattendu).

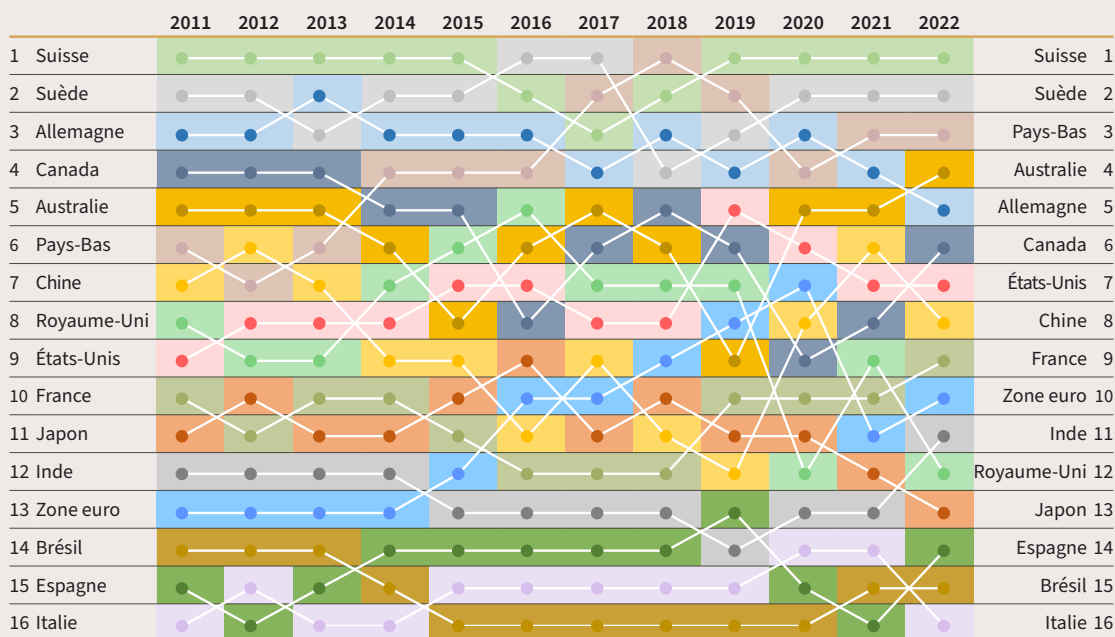
L'économie la mieux classée (parmi celles du G7) est l'Allemagne (de manière assez constante), suivie du Canada et des États-Unis (de manière moins constante). La grande économie la moins bien classée est l'Italie (très régulièrement), et l'avant-dernière est le Japon (parfois la France).

Certaines caricatures rejoignent la réalité : la Suède se classe presque systématiquement au premier rang dans la catégorie « équité », tandis que les États-Unis obtiennent d'excellents résultats dans la catégorie « prospérité ». Mais il y a aussi des scores inattendus : l'Inde est très bien classée dans la catégorie « prospérité », ce qui peut sembler étrange, mais s'explique par le fait que nos classements intègrent les taux de croissance en plus des niveaux de PIB, ainsi que la croissance de la population. Les revenus actuels sont peut-être faibles, mais le rythme de progression est élevé. Dans le même esprit, le Japon affiche un classement médiocre dans cette catégorie : le niveau de vie y est élevé, mais stagnant, et sa population vieillit.

La Chine, grande puissance économique, mais qui ne fait pas partie du G7, se classe de manière peu remarquable, obtenant de bons résultats en matière de prospérité, mais de moins bons résultats dans d'autres domaines.

**FIGURE 8 : CLASSEMENT GÉNÉRAL DES PAYS DANS LE TEMPS**

2011–2022



Source : Rothschild & Co, autres comme indiqué à la rubrique « Sources »

Note de bas de page : les classements annuels sont basés sur le score moyen concernant les 19 critères examinés. Lorsque deux pays avaient le même score, nous avons donné le rang supérieur à celui qui avait le meilleur score « prospérité ».

Le Royaume-Uni, haut lieu d'inquiétude et d'auto-récrimination, est en perte de vitesse depuis peu (mais voir ci-dessous : cela reflète en partie des problèmes de mesure qui sous-estiment sa croissance récente par rapport à celle de ses pairs). Il se classe malgré tout devant le Japon et l'Italie au sein du G7. Sur l'ensemble de la période examinée, il est bien ancré en milieu de tableau et affiche systématiquement les meilleurs scores en matière d'« équité » (ce qui est peut-être inattendu).

Bien que ce soit peut-être une évidence, il faut se rappeler qu'en ce qui concerne notamment les grandes économies les moins bien classées, il s'agit toujours d'économies développées et sophistiquées, et que leurs faibles scores dans nos classements n'impliquent pas nécessairement de mauvaises performances en matière d'investissement (voir ci-dessous).

#### **REMARQUE CONCERNANT LES INDICATEURS DE MESURE POSTPANDÉMIE : ROYAUME-UNI ET EUROPE**

Nous n'essayons pas de corriger les différences entre les méthodes de mesure qui contribuent de manière significative aux trajectoires divergentes des PIB depuis la pandémie. En particulier, les statisticiens britanniques utilisent des mesures de certaines activités du secteur public basées sur la prestation (cours à l'école, rendez-vous chez le médecin), alors que d'autres pays utilisent des mesures davantage basées sur les revenus (masse salariale). Lorsque les écoles ont fermé, il y a eu moins de cours, même si les enseignants étaient toujours payés, et la production britannique a donné l'impression de chuter davantage, et d'être par conséquent plus lente à se redresser.

L'Office for National Statistics du Royaume-Uni avait soulevé ce point particulier en 2021 (« *International comparisons of GDP during the coronavirus (COVID-19) pandemic* », 1er février 2021). Plus récemment, le rapport du Trésor britannique sur le budget de mars 2023 laissait entendre qu'il pouvait expliquer la totalité de la différence de PIB réel entre le Royaume-Uni et les principales économies de la zone euro depuis 2019 (« *Spring Budget 2023* », pages 15-16). Il reste malgré tout largement ignoré par les commentaires britanniques, qui affichent depuis près de six mois un biais de négativité encore plus important que d'habitude.

Nous n'avons pas essayé de corriger ces chiffres, car nous ne disposons pas de séries chronologiques comparables. Mais même en tenant compte de ce biais négatif dans les performances relatives du Royaume-Uni en matière de PIB et de productivité après 2019 – qui s'estompera probablement à mesure que les pratiques de travail se normaliseront – les scores les plus récents du Royaume-Uni dans la rubrique « prospérité » sont ainsi supérieurs à ceux de l'Allemagne et de l'Espagne (figure 10). Sur l'ensemble de la période pour laquelle nous avons établi des classements (2011-2022), le Royaume-Uni se classe en moyenne au 10e rang, devant la France, l'Italie, l'ensemble de la zone euro et le Japon (figure 7).

*... nous savons que ce qui compte ne peut pas toujours être compté, et ce qui peut être compté ne compte pas forcément.*



## REMARQUE CONCERNANT LES MESURES À LONG TERME : ROYAUME-UNI ET RESTE DU MONDE

Comme nous l'avons indiqué, le biais de négativité des commentaires nationaux a été particulièrement marqué au Royaume-Uni. La hausse des factures d'énergie y a été particulièrement douloureuse, en plus d'une politique intérieure particulièrement éprouvante ces derniers temps. Mais certains commentaires comparatifs semblent exagérés.

Les tendances récentes de la croissance de la productivité au Royaume-Uni auraient ainsi été les pires depuis trois cents ans. Cela semble alarmant (ce qui est bien sûr le but recherché). Mais au risque d'énoncer une évidence, cette observation n'a pas beaucoup de sens.

D'une part, s'il est difficile de mesurer l'économie moderne, il est encore plus difficile de compiler, rétrospectivement, des données convaincantes pour des périodes durant lesquelles le concept de PIB n'existait même pas. Les chercheurs en sciences naturelles peuvent déduire des climats anciens à partir de carottes glaciaires, de cernes d'arbres et d'autres éléments similaires : les économistes n'ont rien d'aussi précis à leur disposition lorsqu'ils essaient d'évaluer des températures économiques historiquement éloignées.

D'autre part, le Royaume-Uni est l'un des rares pays pour lesquels il existe des séries chronologiques aussi longues, ce qui génère aussi un biais de disponibilité. Si nous disposions de données similaires pour d'autres pays, elles pourraient fort bien faire ressortir des comparaisons historiques tout aussi négatives – mais nous n'avons pas le moyen de le savoir.

## IMPLICATIONS POUR L'INVESTISSEMENT

Les performances macroéconomiques ont forcément une influence sur la performance des investissements, mais il en va de même pour de nombreux autres facteurs. Les bénéfices des entreprises dépendent de la croissance, mais aussi des impôts et d'autres variables : les performances décevantes à long terme du marché boursier chinois ne se sont pas traduites par une croissance plus rapide du bénéfice par action. Et nos classements ne dépendent pas uniquement de la croissance, mais aussi de l'ensemble des autres variables. S'attendrait-on à ce que l'équité stimule visiblement les performances des marchés boursiers ? Il est possible qu'elle joue un rôle, mais est-il systématique et comment le mesurer ? Des considérations similaires s'appliquent à la composante environnementale de notre tableau de bord macroéconomique.

*C'est peut-être dans le domaine des obligations et des devises, qui dépendent davantage des variables macroéconomiques, que nos classements sont les plus susceptibles de concorder avec les marchés financiers.*



D'autres considérations, beaucoup plus prosaïques, entrent également en ligne de compte. Le marché boursier suisse génère plus de neuf dixièmes de ses bénéfices en dehors de la Suisse, et la majeure partie des bénéfices des entreprises britanniques sont également réalisés en dehors du Royaume-Uni. Si les bénéfices du Brésil sont plus largement réalisés au niveau national, ils sont fortement influencés par les cours mondiaux des matières premières.

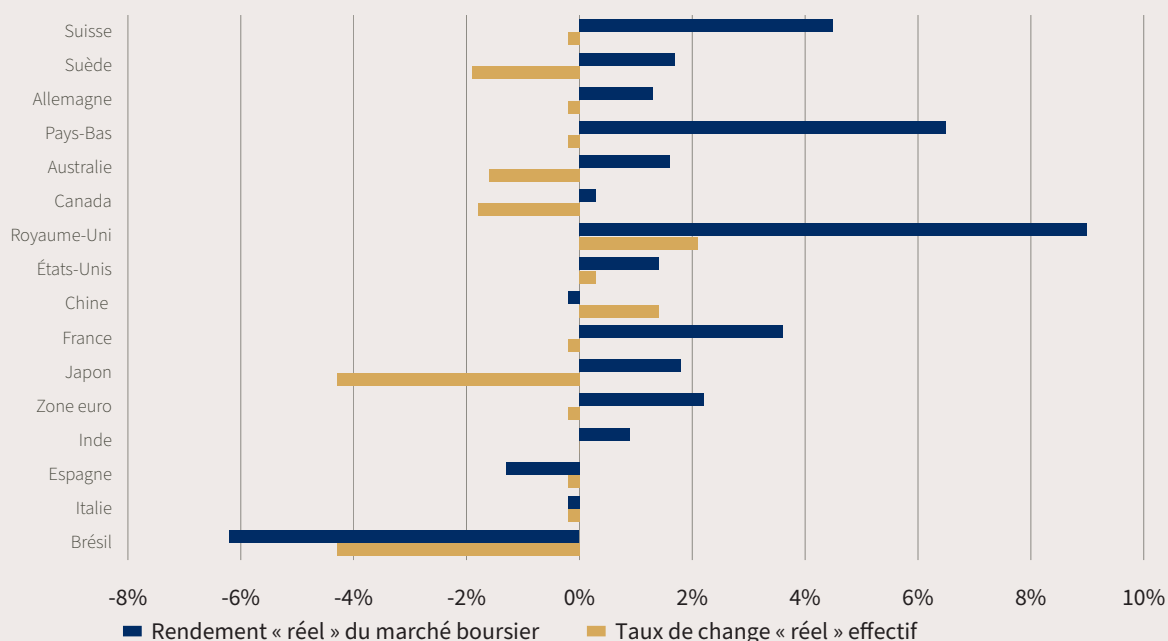
Plus généralement, les attentes peuvent avoir autant d'importance, si ce n'est plus, que les résultats. Si les investisseurs anticipent une croissance rapide en Inde, il est fort possible que les marchés d'actions et d'obligations du pays le reflètent déjà. Ce pays est systématiquement l'un des marchés émergents les plus chers (figure 9).

C'est peut-être dans le domaine des obligations et des devises, qui dépendent davantage des variables macroéconomiques, que nos classements sont les plus susceptibles de concorder avec les marchés financiers. En règle générale, le taux de change réel de la Suisse est élevé et ses coûts d'emprunt peu élevés. Au Brésil, la monnaie et le marché obligataire peuvent être volatils, comme ce serait probablement le cas de l'Italie si elle ne faisait pas partie de la zone euro. Mais même dans ce cas, nous doutons qu'un lien exploitable entre nos scores et la performance des investissements puisse être découvert.

Cependant, si ces classements permettent de réfuter certaines idées reçues, ils auront servi à quelque chose, ne serait-ce qu'en réduisant le bruit de fond et en aidant les investisseurs à ignorer certaines légendes fantaisistes.

### FIGURE 9 : RENDEMENTS DES MARCHÉS BOURSIERS ET DES DEVISES

En fonction du classement des pays (2011-2023\*, en base annuelle)



Sources : Rothschild & Co, Bloomberg

\* La période considérée va de janvier 2011 à mars 2023. Les rendements des marchés boursiers correspondent au rendement total en dollars américains, corrigé de l'inflation globale enregistrée aux États-Unis.

# Annexe : critères d'analyse

Nous avons recensé 19 critères, regroupés en trois catégories comme indiqué plus haut. Dans chaque cas, les données proviennent d'une même source pour garantir leur comparabilité. Ces sources sont indiquées à la fin de ce document.

## PROSPÉRITÉ

Les critères de cette catégorie visent à mesurer la capacité de chaque pays à générer des flux de production, de revenus et de dépenses en termes réels (c'est-à-dire corrigés de l'inflation) avant dépréciation au niveau national – sachant qu'au niveau agrégé, ces trois éléments sont équivalents et correspondent au produit intérieur brut (PIB). Ces éléments nous intéressent parce qu'ils sont corrélés en fin de compte au bien-être général (le bonheur – ou l'utilité – tirés des biens que nous fabriquons et des services que nous fournissons – qui n'est pas le seul type de bonheur qui existe, mais qui est le plus facile à mesurer).

Ce n'est pas le seul critère de flux que nous aurions pu utiliser, mais c'est le plus utile et le plus suivi. Nous pourrions aussi utiliser des chiffres nominaux, mais lorsque les taux d'inflation divergent, cela fausserait la mesure des quantités sous-jacentes. Il existe également des mesures du produit intérieur net, mais elles ne sont aussi facilement accessibles et donneraient plutôt une image différente.

**FIGURE 10 : CLASSEMENT DES PAYS DANS LE TEMPS SUR LA BASE DES CRITÈRES DE « PROSPÉRITÉ »**  
2011–2022

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Australie	2	2	2	1	2	5	2	3	7	5	2	1
Brésil	9	9	9	11	15	15	15	15	14	9	8	9
Canada	4	5	4	4	7	9	7	6	4	6	8	8
Chine	3	3	3	4	4	4	3	4	2	4	6	7
Zone euro	12	13	14	14	14	12	11	12	9	11	13	10
France	10	11	11	12	13	13	13	13	10	12	11	11
Allemagne	7	6	7	9	8	7	9	8	12	10	10	14
Inde	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	7	3
Italie	16	16	16	16	16	16	16	15	15	13	14	12
Japan	14	12	11	10	11	14	14	14	16	15	15	16
Pays-Bas	13	13	13	13	10	8	6	5	5	8	4	5
Espagne	15	15	15	15	12	10	10	10	13	16	16	15
Suède	5	4	8	8	2	2	5	8	8	7	4	6
Suisse	5	8	4	6	6	6	7	7	6	2	3	3
Royaume-Uni	11	10	10	7	9	10	11	10	10	14	11	13
États-Unis	8	7	4	3	5	3	3	2	1	1	1	2

Source : Rothschild & Co, autres comme indiqué à la rubrique « Sources »

Le PIB en valeur absolue ne nous intéresse pas vraiment – la taille considérable de l'économie américaine et de l'économie chinoise dominerait la catégorie, sans nous en dire beaucoup sur leur performance proprement dite. Nous nous concentrons plutôt sur le **PIB par habitant** (corrige du taux de change réel, c'est-à-dire en tenant compte des différents pouvoirs d'achat des monnaies locales). Nous tenons également compte du **taux de croissance du PIB et du PIB par habitant** en base tendancielle (afin de lisser la volatilité cyclique à court terme).

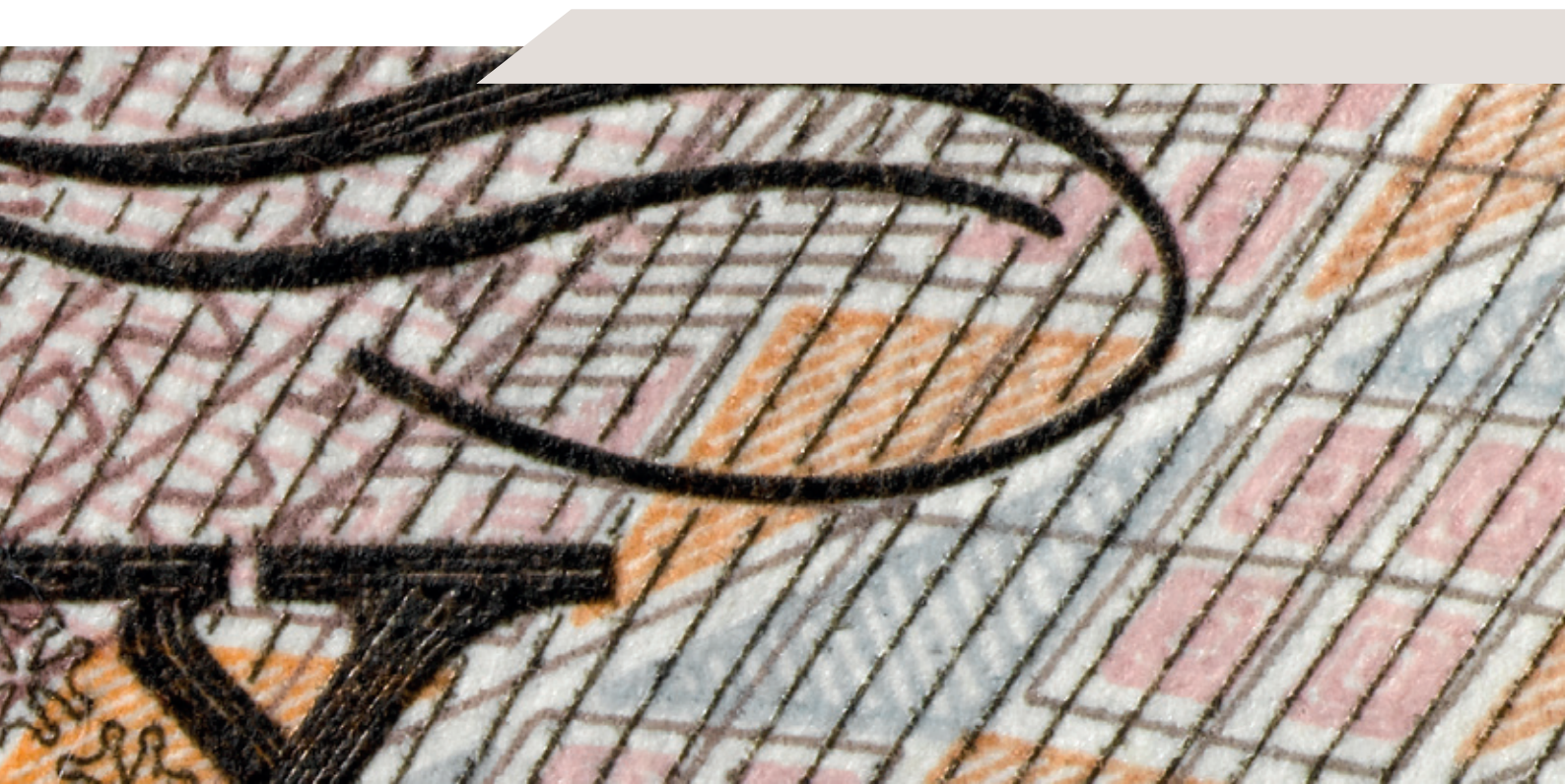
Nous limitons les chiffres de PIB aux tendances jusqu'en 2019 (après quoi la pandémie semble avoir mis en évidence des pratiques statistiques différentes, comme expliqué en remarque ci-dessus).

Nous nous intéressons également à l'efficacité de la production du PIB et incluons par conséquent la **croissance tendancielle de la productivité du travail** et la **rentabilité des entreprises** (rendement des capitaux propres des entreprises cotées, une approximation peut-être de la productivité du capital). La productivité du travail diffère du PIB par habitant dans la mesure où les taux d'emploi (et les heures de travail) peuvent varier pour une population donnée.

Enfin, pour intégrer un critère prospectif, nous incluons la **croissance démographique** tendancielle prévisionnelle. Toutes choses égales par ailleurs, l'augmentation de la population signifie qu'il y a plus de monde à court terme pour partager le gâteau – mais à plus long terme, elle peut être considérée comme un indicateur du dynamisme et de la croissance à venir. La main-d'œuvre est une ressource et non un fardeau.

Même si nous aurions pu le faire, nous n'avons pas inclus dans cette catégorie des critères comme l'actif total consolidé – le patrimoine national, par opposition au flux de revenu national. Il y a deux grandes raisons à cela. Tout d'abord, un aspect pratique : il est difficile de se procurer des chiffres de bilan crédibles et comparables. Deuxièmement, sur un plan plus théorique, le patrimoine peut être considéré (en grande partie) comme un simple cumul des flux.

Il ne fait aucun doute que nous aurions pu trouver d'autres critères à intégrer, mais les puristes conseilleraient quant à eux d'utiliser moins de critères, affirmant par exemple que la croissance du PIB réel par habitant est l'aspect le plus important et que le chevauchement entre la production par habitant et la productivité (par exemple) ne fait qu'embrouiller les choses. Comme nous l'avons dit plus haut, il n'existe pas de bonne réponse. Le débat sur la prospérité s'articule autour de différents axes et nous pensons que notre liste reflète la plupart d'entre eux.



## PÉRENNITÉ

De notre point de vue, cette catégorie de critères nous renseigne sur la viabilité future des économies nationales : les niveaux d'activité actuels sont-ils susceptibles de se maintenir ou existe-t-il des risques financiers et environnementaux qui laissent présager de mauvaises nouvelles ? Il ne s'agit pas seulement de mauvaises nouvelles concernant le PIB ou la productivité, car cela relèverait simplement de la « prospérité », mais plutôt de menaces plus générales, comme par exemple des crises financières ou constitutionnelles, qui sont susceptibles de peser sur l'avenir de l'économie nationale.

Cette catégorie est celle qui compte le plus de critères, mais elle est probablement aussi la plus difficile à appréhender sur un plan quantitatif.

Nous intégrons une mesure des **émissions de carbone** en tant qu'indicateur de l'ajustement environnemental à venir – qu'il s'agisse d'atténuation ou d'adaptation, voire de perturbations politiques -, une valeur plus faible étant jugée plus favorable. **L'inflation** est incluse en tant qu'indicateur général du risque macroéconomique, de même que les rendements des emprunts d'État à 10 ans : là aussi, des valeurs plus faibles se traduisent par un meilleur classement. La prise en compte de l'inflation et des rendements obligataires permet de refléter implicitement la dimension des taux d'intérêt réels : un pays obligé de payer des rendements réels plus élevés peut être considéré comme plus risqué.

La **dette publique** est largement considérée comme une menace pour la viabilité financière, tout comme le **déficit public** (nous incluons à la fois l'encours de la dette et le flux des nouveaux emprunts – rapportés au PIB dans chaque cas – car ils peuvent nous donner des indications différentes). Nous incluons également une mesure de l'encours des **investissements internationaux net** (les actifs nets du pays vis-à-vis du reste du monde) et de la **balance des paiements** (le compte courant, une sorte de tableau des flux financiers nationaux), là encore rapportés au PIB.

**FIGURE 11 : CLASSEMENT DES PAYS DANS LE TEMPS SUR LA BASE DES CRITÈRES DE « PÉRENNITÉ »**  
2011–2022

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Australie	16	14	16	15	8	15	14	14	13	13	13	11
Brésil	11	12	15	15	15	16	15	16	16	15	15	13
Canada	9	7	7	10	12	12	11	12	11	14	12	8
Chine	5	5	6	7	7	11	9	10	12	10	8	5
Zone euro	10	9	8	5	6	6	6	5	5	5	5	9
France	6	6	5	6	5	7	7	8	7	6	7	6
Allemagne	3	3	3	3	2	2	3	3	2	1	4	4
Inde	15	15	13	13	14	13	13	13	14	12	14	11
Italie	11	12	10	8	9	8	8	7	7	6	9	15
Japan	7	7	9	12	8	5	5	6	6	8	6	6
Pays-Bas	4	4	4	3	3	3	1	2	3	4	3	3
Espagne	11	16	11	8	10	10	12	11	9	9	11	10
Suède	2	2	2	2	4	4	4	4	3	2	2	2
Suisse	1	1	1	1	1	1	1	1	1	3	1	1
Royaume-Uni	8	10	12	11	11	8	10	9	9	11	10	13
États-Unis	14	11	13	14	13	14	16	15	15	16	16	15

Source : Rothschild & Co, autres comme indiqué à la rubrique « Sources »



Enfin, nous incluons également une mesure de la **diversification des exportations**, estimant qu'un pays dépendant d'un éventail restreint de produits ou de matières premières est plus vulnérable aux chocs qu'une économie plus diversifiée.

## ÉQUITÉ

Les critères de cette catégorie visent à refléter certaines dimensions moins matérielles de la vie économique, qui contribuent néanmoins au bien-être social. Comme indiqué, la question de savoir si l'équité importe plus ou moins que la prospérité est discutable – l'inégalité est-elle vraiment aussi préoccupante que la pauvreté ? – mais nous ne l'aborderons pas ici.

Le **chômage** est lié à la croissance et à la prospérité, mais il est également un indicateur de l'équité : une économie en forte croissance qui n'offre pas d'emploi aux personnes qui veulent travailler va forcément laisser des gens sur le carreau. Indicateur clé de la faiblesse des revenus, l'absence d'emploi peut aussi être le signe d'une mauvaise santé physique ou mentale.

L'**inégalité des revenus** (mesurée ici par le « coefficient de Gini ») est une mesure plus directe de l'(in)équité, tout comme l'inégalité de richesse, bien que les données sur celle-ci soient plus difficiles à se procurer.

L'**indice de développement humain** (IDH) est composé de différentes mesures du bien-être, plus qualitatives mais aussi révélatrices, telles que l'espérance de vie, le niveau d'éducation et le revenu national brut. L'**indice de risque politique** évalue d'autres éléments clés tels que la place de la démocratie, l'efficacité du gouvernement et le contrôle de la corruption – ou tout au moins nous l'espérons : il s'agit clairement des critères les plus subjectifs et les plus difficiles à vérifier. Enfin, l'indice « *Ease of doing business* » de la Banque mondiale, un autre indicateur plus subjectif, s'efforce d'évaluer le climat des affaires, une économie libérale étant jugée plus propice à la liberté de choix et à l'égalité (ou du moins à l'égalité des chances, à défaut de l'égalité de résultat).

**FIGURE 12: CLASSEMENT DES PAYS DANS LE TEMPS SUR LA BASE DES CRITÈRES D'« ÉQUITÉ »**  
2011–2022

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Australie	3	3	2	4	4	6	6	6	6	2	2	2
Brésil	15	14	13	15	16	16	16	16	16	16	16	16
Canada	5	3	6	7	7	7	7	3	7	8	7	7
Chine	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
Zone euro	10	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
France	10	10	10	10	10	10	10	10	10	9	10	10
Allemagne	4	2	3	3	3	2	2	2	2	2	3	3
Inde	16	16	16	16	15	15	15	15	15	15	15	15
Italie	12	13	13	14	14	14	14	14	14	14	14	14
Japan	8	8	8	9	9	9	9	9	9	7	7	7
Pays-Bas	5	6	7	5	4	4	4	4	2	6	5	5
Espagne	14	14	15	13	13	13	13	12	12	13	13	12
Suède	2	5	4	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Suisse	1	1	1	2	2	4	4	6	5	5	5	5
Royaume-Uni	7	7	5	5	4	3	3	4	4	2	3	4
États-Unis	9	9	9	8	8	8	8	8	8	9	9	9

Source : Rothschild & Co, autres comme indiqué à la rubrique « Sources »

## SOURCES

### Prospérité

Croissance du PIB : PIB en prix constants (variation annuelle, moyenne mobile sur trois ans), statistiques du FMI

PIB par habitant : PIB par habitant exprimé en PPA (niveaux), statistiques du FMI

Croissance du PIB par habitant : PIB par habitant exprimé en PPA (variation annuelle, moyenne mobile sur trois ans), statistiques du FMI

Croissance de la population : prévisions de croissance de la population (variation prévisionnelle sur 10 ans), chiffres du Census Bureau des États-Unis

Productivité : croissance du PIB par heure travaillée, chiffres du Conference Board

Rentabilité : indices MSCI, rendement des capitaux propres, données Bloomberg

### Pérennité

Inflation : taux d'inflation annuel moyen, statistiques du FMI

Rendement des emprunts d'État à 10 ans : rendement en fin d'année, données Bloomberg

Compte courant : balance des comptes courants en % du PIB, statistiques du FMI

Investissements internationaux nets : position extérieure nette en % du PIB, statistiques du FMI

Prêts/emprunts nets des administrations publiques : prêts et emprunts nets en % du PIB, statistiques du FMI

Dette publique : dette brute des administrations publiques en % du PIB, statistiques du FMI

Diversification des exportations : indice de diversification de la CNUCED

Émissions de carbone : CO2 par habitant, chiffres du Global Carbon Project

### Équité

Taux de chômage : statistiques du FMI

Coefficient de Gini : indice de Gini de la Banque mondiale pour les revenus

Indice de développement humain (IDH) : indices du Programme des Nations Unies pour le développement

Ease of Doing Business : indices de la Banque mondiale

Risque politique : indices Bloomberg



# 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



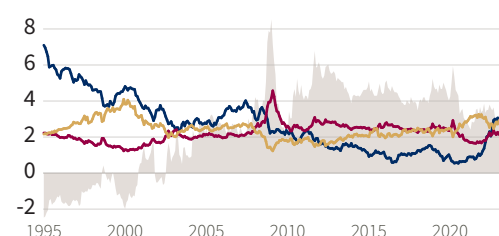
Source : OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

## ACTIONS/OBLIGATIONS – INDICE DE RENDEMENT RELATIF (%)



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

## ACTIONS/OBLIGATIONS – VALORISATIONS RELATIVES



— Obligations d'État : rendement actuariel (%)  
— Actions pays développés : ratio cours/valeur comptable  
— Actions pays développés : rendement du dividende (%)  
— Actions pays développés : rendement des bénéfices – rendement des obligations

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	-1.9	-15.5
Gilt britannique à 10 ans	3.7	-10.0	-19.3
Bund allemand à 10 ans	2.3	-8.7	-19.0
Obligation d'État suisse à 10 ans	1.0	-0.9	-10.2
Obligation d'État japonaise à 10 ans	0.4	-0.4	-1.9
Crédit mondial : investment grade (USD)	3.6	-1.1	-7.6
Crédit mondial : haut rendement (USD)	9.2	0.3	11.6
Émergents (USD)	7.4	-0.3	-2.4

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	2.3	-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)	114	1.0	-1.7
Euro (EUR)	133	6.9	4.5
Yen (JPY)	76	-3.3	-23.0
Livre sterling (GBP)	80	-1.4	2.1
Franc suisse (CHF)	186	8.2	10.1
Yuan chinois (CNY)	141	-3.4	7.4

Source : Bloomberg, Rothschild & Co

## MATIÈRES PREMIÈRES ET VOLATILITÉ

	RENDEMENT (%)	1 AN (%)	3 ANS (%)
Indice spot CRB (1994 = 100)	266	-13.6	126.4
Pétrole brut Brent (\$/b)	79	-27.5	200.0
Or (\$/once)	1,983	4.5	16.6
Métaux industriels (1991 = 100)	342	-19.4	70.6
Volatilité implicite des actions : VIX (%)	16	-51.9	-56.8
Volatilité implicite des obligations : MOVE (bps)	128	-0.2	166.4

Source : Bloomberg, Rothschild & Co

Toutes les données sont en date du 1 mai 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).