



PERSPECTIVES DE MARCHÉ | JUILLET 2023

Taux, crises et robots

Avant-propos

SOMMAIRE

- 3 Cycle économique : un état des lieux
- 7 Le point sur l'inflation
- 10 Un front très étroit : l'IA et les actions en 2023
- 13 IA : une remise en perspective

Nous ne sommes toujours pas sortis d'affaires sur le plan cyclique. Les économies ont mieux résisté que beaucoup ne le craignaient, mais la croissance continue à ralentir et les taux d'intérêt à augmenter. Et si les problèmes bancaires se sont estompés, ils pourraient facilement réapparaître.

Une crise grave, qui ferait grimper le chômage dans les économies occidentales et frapperait durement le PIB mondial, ne nous paraît toutefois ni inéluctable, ni probable. Il existe une loi étrange dans l'économie des relations publiques, qui dit que la résilience du moment mène forcément à la faiblesse plus tard - mais pourquoi ? Les estimations de la croissance tendancielle sont peut-être trop faibles. Et si elle est tirée par l'offre, la croissance peut coexister avec une baisse de l'inflation (et des taux d'intérêt qui arrivent à leur pic, ou tout au moins à un plateau). Nous faisons le point ci-dessous dans notre « baromètre de l'inflation ».

En parallèle, les entreprises et les consommateurs européens peuvent encore espérer une baisse des prix de l'énergie, ce qui devrait soutenir la demande, là encore sans alimenter l'inflation, tout en atténuant l'impact de la hausse des taux d'intérêt (qui touche moins de ménages qu'auparavant, y compris au Royaume-Uni). Même s'il est encore trop tôt pour se positionner plus franchement sur les actifs risqués, c'est la direction dans laquelle nous prévoyons d'aller.

Il se trouve que les marchés boursiers mondiaux se sont nettement redressés depuis les creux de l'automne dernier. Avons-nous raté une occasion ?

Ce n'est pas notre avis. Nous n'étions pas vraiment pessimistes et ce n'est pas comme si nous étions complètement restés à l'écart. À ce jour, la hausse est restée largement confinée au segment de la technologie. Cela ne veut pas dire qu'elle est chimérique, bien que certaines idées concernant l'IA sont probablement exagérées, comme nous l'expliquons plus loin, il ne s'agit pas pour autant du départ en fanfare d'un nouveau cycle. Les valorisations d'ensemble restent modérées.

Donc même si la tendance s'est peut-être inversée, il est encore temps d'en profiter pleinement, et peut-être encore pendant longtemps.

Le prochain numéro de Perspectives de Marché sera publié fin août/début septembre.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Global Investment Strategists

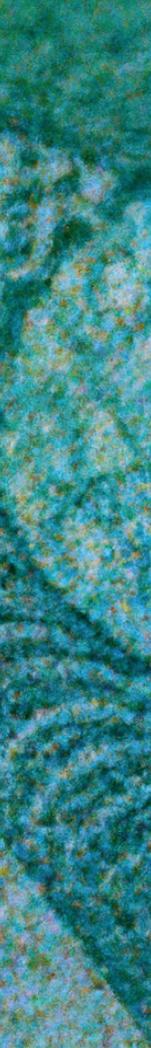
Sources d'images : gros plan sur un billet de banque montrant les textures et motifs particuliers du billet dans des tons bleu clair et verts, créé par l'algorithme Dall-E2 d'OpenAI.

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 : juillet 2023.
Valeurs : tous les chiffres sont à la date du 30 juin 2023, le texte en date du 29 juin 2023.

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



Cycle économique : un état des lieux

LES CHOSES AURAIENT PU ÊTRE PIRES

L'économie mondiale a mieux résisté que beaucoup ne le craignaient. Cela fait maintenant plus d'un an que nous guettons avec attention les accidents économiques. Au cours de cette période, il y a eu, à différents moments, des récessions techniques aux États-Unis et dans la zone euro, mais rien qu'on ne puisse qualifier pour le moment de véritable crise économique. Il existe au moins une grande économie, le Royaume-Uni, dans laquelle le ralentissement annoncé avec conviction ne s'est pas matérialisé, comme l'ont reconnu la Banque d'Angleterre, le FMI et l'OCDE (bien que vous ayez peut-être raté leurs annonces). Les taux de chômage restent proches de niveaux historiquement bas dans les économies occidentales.

Cette résilience pourrait ne pas durer. Combien de temps faudra-t-il pour le savoir avec certitude ? Avons-nous même besoin d'un tel signal pour nous positionner plus franchement sur les actifs risqués ?

Les données prospectives de ces dernières semaines (« soft data »), comme par exemple les enquêtes de conjoncture largement suivies, montrent que le ralentissement devrait se poursuivre dans les grandes économies. Avec une politique monétaire toujours stricte (ou qui se fait moins conciliante), il est peu probable que ces enquêtes repartent de sitôt à la hausse. Les données plus quantitatives (« hard data »), telles que les dépenses, les transactions immobilières ou les chiffres d'emploi, apparaissent toutefois plus résistantes. Cette situation fait suite à une période pendant laquelle on a observé l'inverse, des données d'enquête plus solides que les chiffres économiques. C'est aux États-Unis que ce phénomène est le plus visible, avec des chiffres d'inflation (globale et sous-jacente) qui s'inscrivent nettement à la baisse et des taux d'intérêt qui semblent proches de leur pic.

DES FACTEURS DE SOUTIEN SE PROFILENT À L'HORIZON

Les marchés de l'énergie offrent également la perspective d'un soutien supplémentaire. Des deux côtés de l'Atlantique, les prix du pétrole ont fortement chuté par rapport à leurs sommets de l'été dernier. En Europe, les prix de gros du gaz naturel sont revenus à leurs niveaux de fin 2021, malgré des arrêts de production récents. L'impact de la politique monétaire pourrait finalement ne pas être à la hauteur de ce qu'on attendait : au Royaume-Uni, l'estimation largement citée selon laquelle 1,5 million de ménages seraient confrontés à une forte augmentation des taux hypothécaires signifiera bientôt que 25 millions ne le sont pas.

Parmi les ménages exposés à cette augmentation des échéances de prêt, beaucoup auront à ce moment-là des revenus nominaux qui auront nettement augmenté par rapport au moment où ils ont emprunté. Le but n'est pas de minimiser leurs difficultés, mais simplement de montrer qu'elles ne seront peut-être pas aussi généralisées que pourraient le laisser penser les chiffres annoncés (ce qui explique pourquoi ils sont présentés en valeur absolue, et non en pourcentage).

LES BONNES NOUVELLES NE SONT PAS FORCÉMENT UNE MAUVAISE CHOSE

Lorsque le « mur d'inquiétudes » apparaît particulièrement difficile à surmonter, comme c'est le cas depuis le début de l'année 2022, le débat public se focalise sur les aspects négatifs et a du mal à imaginer des scénarios plus favorables. Même les bons côtés de la situation sont considérés comme des facteurs négatifs, l'exemple typique étant la résilience actuelle de l'économie et la possibilité qu'elle se poursuive.

On entend ainsi que l'absence de ralentissement plus grave jusqu'à présent ne fait qu'accroître la probabilité qu'il se produise plus tard, peut-être parce que la croissance ne saurait se poursuivre indéfiniment et/ou simplement parce qu'elle entraînera des taux d'intérêt toujours plus élevés qui finiront par faire craquer l'économie, comme les banques centrales l'ont elles-mêmes laissé entendre.

En réalité, il n'y a pas une quantité fixe de croissance à répartir d'une période sur l'autre. Dans certaines circonstances pas si inhabituelles, la croissance peut coexister avec une baisse de l'inflation, sans qu'il soit nécessaire de continuer à augmenter les taux d'intérêt. Elle peut ainsi être positive tout en restant inférieure au rythme d'augmentation des capacités de production, auquel cas les capacités inutilisées (le fameux « écart de production ») augmentent et la pression inflationniste s'atténue. La probabilité de ce scénario est plus élevée lorsque l'offre présente une certaine flexibilité, ce qui est le cas à l'heure actuelle, car les goulets d'étranglement logistiques qui avaient suivi la pandémie se sont résorbés, les pratiques de travail ont changé et nous sommes en pleine vague d'innovation.

La flexibilité du marché de l'emploi pourrait notamment avoir été sous-estimée. La Banque des règlements internationaux vient elle aussi de reconnaître qu'elle a peut-être été trop pessimiste jusqu'à présent concernant la croissance et note, comme nous l'avons souvent mentionné ici, que les salaires réels ont été anormalement faibles au lieu d'augmenter, du moins jusqu'à présent. Nous y ajouterons que les taux d'activité se redressent, alors qu'ils étaient restés à des niveaux déjà historiquement élevés, y compris au sein de l'économie britannique tant décriée.

De ce point de vue, la faiblesse des salaires réels associée aux tensions du marché du travail ne devrait pas nous sembler si remarquable : le chômage peut être faible *parce que* les salaires réels n'augmentent pas. Le contrat social des années 1970 pourrait avoir été implicitement réécrit en faveur de l'emploi. Si cela vous semble tiré par les cheveux, rappelez-vous que la stagnation des salaires réels moyens observée au cours de la dernière décennie a coïncidé avec une progression de l'emploi qui a été moins remarquable. Le débat public s'est concentré sur le fait que la situation des personnes qui travaillaient au départ ne s'était pas beaucoup améliorée, mais cela occulte le fait que beaucoup de gens qui n'arrivaient pas à trouver un emploi précédemment en ont un maintenant.

FIGURE 1 : QUELLES SONT LES ANTICIPATIONS DES MARCHÉS OBLIGATAIRES ?

Moyenne simple des points morts d'inflation et des rendements réels aux États-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

Note : Les chiffres du Royaume-Uni sont ajustés en termes d'IPC (à partir de l'IPR).

À ce jour, les anticipations reflétées par les marchés obligataires attestent au moins d'une plus grande confiance dans l'économie que celle manifestée par le débat public (ou les responsables monétaires). La plus grande surprise inflationniste de ces quarante dernières années n'a pas entraîné une forte augmentation des taux d'inflation reflétés dans les obligations à long terme, mais plutôt un rebond des taux d'intérêt réels prévisionnels à long terme (figure 1). Dans une perspective à dix ans, c'est probablement l'économie qui détermine les taux d'intérêt, et non l'inverse.

CONCLUSION POUR L'INVESTISSEMENT

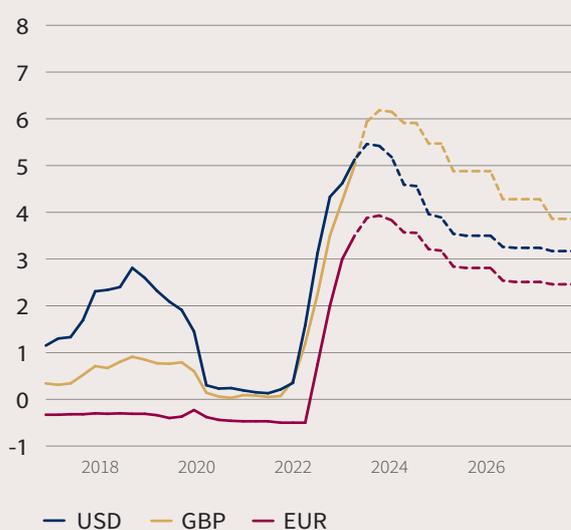
Nous attendons toujours qu'une partie de l'incertitude cyclique se dissipe avant de nous exprimer plus franchement sur les marchés boursiers, avec une trajectoire davantage en forme de plateau pour les prévisions de taux directeurs et des signes de redressement des indicateurs de croissance (notamment les enquêtes) et de la rentabilité des entreprises (figures 2 et 3).

Nous savons que nous sommes peut-être un peu trop optimistes. Nous déconseillons souvent d'essayer d'anticiper le marché. Les actions ont déjà bien rebondi depuis leurs creux de l'automne, et sans être positionnés à la baisse, nous aurions pu être plus positifs. La progression du marché a toutefois été très concentrée, se limitant une fois de plus à un nombre restreint d'entreprises de premier plan (voir ci-dessous). Les autres valorisations sont restées à des niveaux qui n'ont rien d'extraordinaire (ce qui veut dire bon marché). Si la grande tendance cyclique du retour de l'appétence au risque continue de se profiler à l'horizon, nous avons encore le temps de « sauter dans le train ».

En parallèle, la valeur continue de faire son retour sur les marchés obligataires, bien que ce soit un peu au rythme de « deux pas en avant, un pas en arrière ». Les rendements des obligations américaines et maintenant britanniques ont atteint des niveaux qui pourraient offrir un rendement réel positif significatif sur un horizon à 10 ans, y compris avec une inflation toujours supérieure aux objectifs des banques centrales (comme nous le prévoyons). Les obligations de la zone euro apparaissent encore un peu chères, mais il y a quand même de la valeur qui apparaît aussi dans cette zone.

FIGURE 2 : TAUX D'INTÉRÊT IMPLICITES DU MARCHÉ

Courbes OIS (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg
 Note : Taux sur 3 mois ; USD - SOFR, EUR - ESTR, GBP - SONIA
 Les lignes en gras représentent les taux directeurs actuels ; les lignes en pointillé représentent les anticipations du marché.

FIGURE 3 : ANTICIPATIONS EN MATIÈRE DE BÉNÉFICES AU NIVEAU MONDIAL

BPA à 12 mois (niveaux en USD)



Source : Rothschild & Co, Refinitiv Datastream, IBES

COMMENTAIRES GÉOPOLITIQUES

Il est tentant de penser que l'évolution récente de la situation en Russie pourrait annoncer une résolution du conflit avec l'Ukraine, qui viendrait réduire le risque global et freiner davantage les prix de l'énergie. C'est probablement une erreur. Un changement de régime n'est pas encore à l'ordre du jour en Russie, et même si c'était le cas, le nouveau chef du pays pourrait s'avérer encore plus belliqueux, sans compter qu'un gouvernement qui se sent acculé pourrait être tenté d'intensifier et d'élargir le conflit.

L'évolution de la situation concernant Taïwan pourrait prendre un tour nettement plus favorable à l'activité mondiale, mais il y a encore moins de substance à analyser pour le moment. La récente visite du secrétaire d'État américain en Chine semble s'être déroulée dans un esprit commercial et constitue - nous l'espérons - la preuve que les deux parties reconnaissent qu'elles ont tout intérêt à éviter une destruction économique mutuelle garantie (voire pire). Mais nous n'irons pas plus loin. Cela dit, nous continuons de penser que la Chine fera probablement preuve de patience : sa revendication est non-négociable, mais cela ne veut pas dire qu'elle soit immédiatement applicable.

Le point sur l'inflation

Depuis le dernier numéro de *Perspectives de Marché*, l'inflation globale a continué de baisser aux États-Unis et en Europe. L'inflation sous-jacente, qui exclut les composantes plus volatiles que sont l'alimentation et l'énergie, est toutefois restée stable. Au Royaume-Uni, les taux d'inflation n'ont pas encore atteint leur pic (figures 4 et 5).

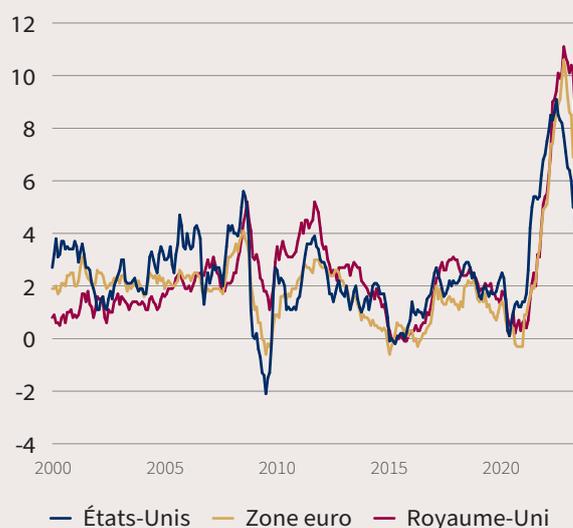
Il est encourageant de constater que les prix de gros de l'énergie et des denrées alimentaires ont baissé au niveau mondial, ce qui devrait continuer à se répercuter sur les taux d'inflation globale pendant les prochains mois.

Les prix du pétrole ont baissé de plus de 3 % par rapport à l'année dernière, malgré la poursuite des réductions de production de l'OPEP+. Cette tendance est importante à noter du point de vue des États-Unis : l'évolution des prix de l'essence y est fortement corrélée avec l'IPC énergétique, ce qui explique la *déflation* observée depuis trois mois dans ce domaine.

En Europe, la « crise du prix de l'énergie » semble avoir été de courte durée, car les prix de gros du gaz naturel sont revenus à des niveaux plus « normaux » (figure 6). Les aléas météorologiques et l'augmentation de la demande de gaz naturel liquéfié en Asie (dans le contexte de la réouverture de la Chine) continuent de faire peser des risques haussiers, mais une nouvelle flambée durable nous semble peu probable. L'Europe s'est adaptée à la réduction de l'offre russe - les importations de gaz restent proches de zéro - et les stocks sont proches de leurs niveaux record pour cette période de l'année. Les plafonds imposés par les pouvoirs publics sur les prix de l'énergie devraient se réduire pendant l'année, ce qui permettra aux consommateurs de bénéficier d'une nouvelle baisse des prix de l'énergie de ce côté-ci de l'Atlantique.

FIGURE 4 : INFLATION GLOBALE DES PRIX À LA CONSOMMATION

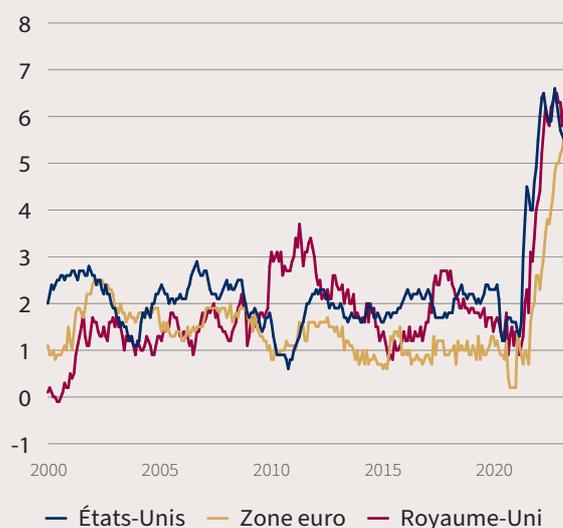
Variation sur 12 mois glissants (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

FIGURE 5 : INFLATION SOUS-JACENTE DES PRIX À LA CONSOMMATION

Variation sur 12 mois glissants (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

Les cours mondiaux des denrées alimentaires ont également continué à baisser : ils sont inférieurs de plus de 20 % aux niveaux de l'an dernier, selon l'indice mondial des prix des denrées alimentaires de l'Organisation des Nations unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO). Il existe une corrélation étroite, mais décalée dans le temps, entre cet indice et le taux d'inflation des produits alimentaires dans les différents pays, les consommateurs américains bénéficiant déjà d'une désinflation des prix alimentaires (figure 7). Ce phénomène est moins prononcé en Europe, en raison peut-être de la proximité avec l'Ukraine, mais avec la baisse des prix alimentaires sous-jacents, on devrait pouvoir observer une désinflation plus nette au cours du second semestre.

La persistance de l'inflation sous-jacente est bien sûr plus préoccupante, mais elle devrait elle aussi reculer pendant l'année.

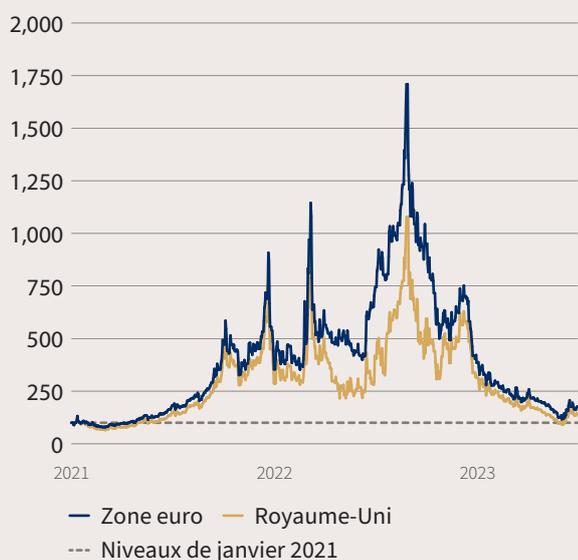
Le rythme de hausse de l'IPC des biens s'est déjà atténué, surtout aux Etats-Unis, mais aussi en Europe. Cela s'explique en partie par la baisse des coûts de production pour les industriels, à la suite du recul de l'énergie, ainsi que par la baisse des matières premières en général.

Les cours mondiaux des denrées alimentaires ont également continué à baisser : ils sont inférieurs de plus de 20 % aux niveaux de l'an dernier, selon l'indice mondial des prix des denrées alimentaires de l'Organisation des Nations unies pour l'alimentation et l'agriculture.



FIGURE 6 : PRIX DU GAZ NATUREL EN EUROPE

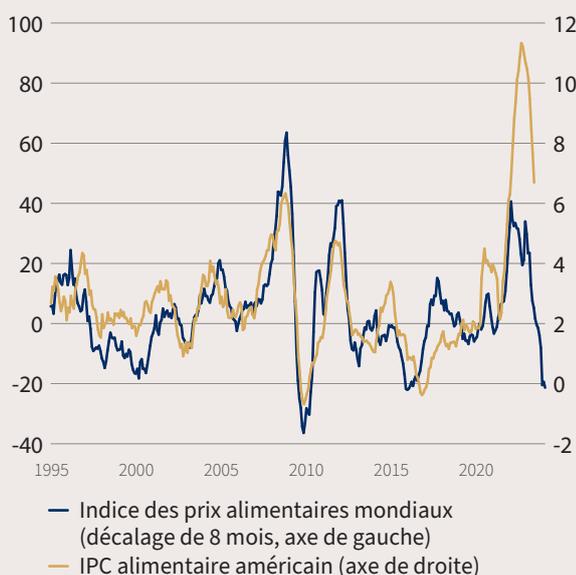
Indices rebasés (janvier 2021 = 100)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

FIGURE 7 : PRIX DES DENRÉES ALIMENTAIRES AU NIVEAU MONDIAL

Variation en glissement annuel (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Organisation des Nations unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO)

Il est important de noter que les tensions de la chaîne d’approvisionnement mondiale se sont atténuées après que la Chine a assoupli ses restrictions liées à la covid : les tarifs des conteneurs au comptant (coûts d’expédition) sont revenus à leurs niveaux d’avant la pandémie, les retards se sont résorbés et les capacités ont retrouvé leur niveau normal. L’indice de la Réserve fédérale de New York qui mesure les tensions au sein de la chaîne d’approvisionnement mondiale (en combinant les chiffres des coûts de transport et les sous-indices PMI liés à l’approvisionnement) a atteint un niveau historiquement bas en mai, qui reflète la « libération » des capacités (figure 8).

L’inflation liée aux services est sans doute la composante la plus tenace de l’équation globale. Aux États-Unis, elle provient principalement du logement (coût du logement et de la location), qui représente plus d’un tiers du panier total de l’IPC américain. Comme indiqué dans les précédents numéros de *Perspectives de Marché*, l’inflation liée au logement devrait malgré tout diminuer progressivement pendant l’année, car elle accuse un retard d’environ douze mois par rapport aux indices des prix de l’immobilier en raison des différences de mesure.

La persistance d’une croissance des salaires nominaux supérieure à la tendance explique également pourquoi l’inflation des services reste élevée. Au sein des grandes économies, c’est la situation des salaires au Royaume-Uni qui semble la plus préoccupante : le taux de croissance des salaires nominaux y est le plus élevé et n’a pas encore atteint son pic. L’évolution des salaires réels (corrigés de l’inflation) apparaît toutefois moins inquiétante, car elle a été en grande partie négative depuis deux ans (figure 9). Elle deviendra probablement positive à mesure que l’inflation globale se résorbera - ce qui est déjà le cas aux États-Unis - mais le risque d’une spirale salaires-prix du type de celle des années 1970 reste, selon nous, très faible : les marchés de l’emploi sont structurellement différents d’il y a cinquante ans et, au Royaume-Uni au moins, la croissance des salaires réels était essentiellement positive à l’époque - même lorsque l’inflation globale augmentait.

En résumé, même si l’évolution récente de l’inflation sous-jacente est inégale, l’inflation globale comme l’inflation sous-jacente devraient se réduire progressivement d’ici à la fin de l’année. L’inflation sous-jacente sera malgré tout plus difficile à maîtriser. Nous continuons de penser qu’elle finira par s’établir dans une fourchette de 2 à 4 % dans les prochaines années - ce qui est inconfortable pour les banques centrales, mais gérable pour les entreprises et les investisseurs.

FIGURE 8 : INDICE DES TENSIONS DANS LA CHAÎNE D’APPROVISIONNEMENT MONDIALE
Écarts types par rapport à la moyenne à long terme



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Réserve fédérale de New York

FIGURE 9 : CROISSANCE DES SALAIRES RÉELS (CORRIGÉS DE L’INFLATION)
Variation sur 12 mois glissants (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Réserve fédérale d’Atlanta, Banque centrale européenne, Office britannique des statistiques

Un front étroit : l'IA et les actions en 2023

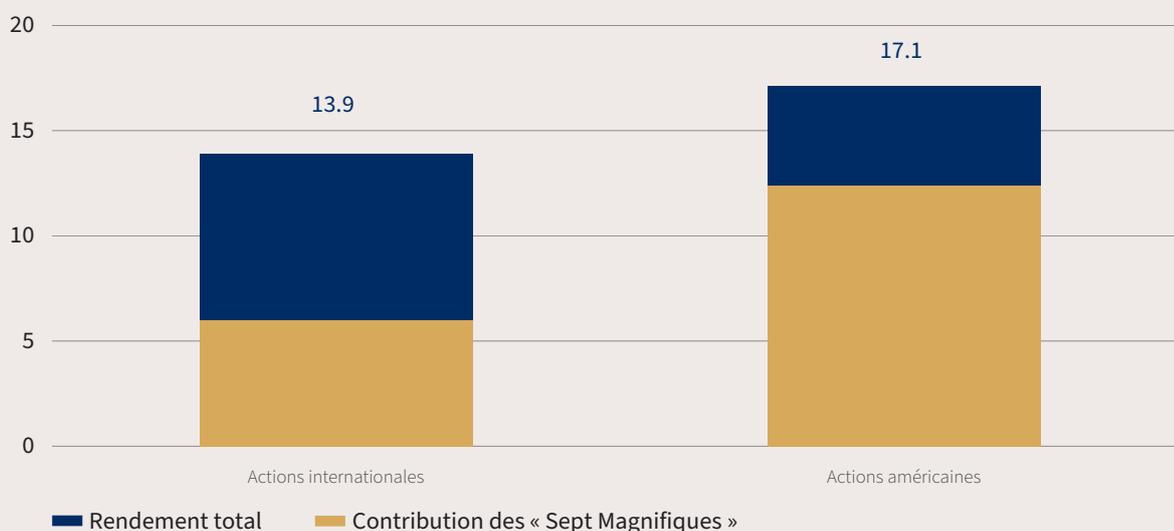
L'année a été difficile pour les investisseurs actifs. Le marché boursier mondial affiche une performance de 14 % depuis le début de l'année, mais ce chiffre cache un marché extrêmement étroit et concentré. Les sept premières valeurs technologiques américaines¹ - Apple, Alphabet, Microsoft, Amazon, NVIDIA, Tesla et Meta (alias les « Sept Magnifiques ») - ne représentent que 13 % de l'indice (en termes de capitalisation boursière), mais elles ont fourni presque la moitié des gains du marché (figure 10). L'écart est encore plus impressionnant quand on se limite aux grandes capitalisations américaines : l'indice S&P 500 affiche ainsi une hausse globale de 17 %, mais deux cinquièmes de ses valeurs sont dans le négatif depuis le début de l'année.

¹ Selon la classification du MSCI GICS, seules Apple, Microsoft et NVIDIA font partie du secteur « Technologie ». Alphabet et Meta font partie du secteur des services de communication, tandis qu'Amazon et Tesla appartiennent au secteur de la consommation discrétionnaire.

Cette concentration des gains n'est pas un fait unique : à la fin des années 1990, et plus récemment en 2015, 2017, 2019 et 2020, les « FANG » et autres acronymes contestables ont alimenté la hausse du marché. La pandémie a ravivé les annonces d'un « nouveau paradigme », à savoir la transition définitive vers une économie virtuelle et moins physique, caractérisée par le « FOMO » et les comportements grégaires. Bon nombre de ces valeurs dites de « croissance » ou relevant de la technologie ont atteint des niveaux vertigineux avant d'abandonner une partie de leurs gains en 2022.

Aujourd'hui, c'est l'intelligence artificielle (IA) qui mène la danse : les Sept Magnifiques (qui ne sont pas toutes uniquement liées à l'IA) ont fait un bond de 63 % en 2023, la valeur boursière de Nvidia ayant presque triplé depuis le début de l'année.

FIGURE 10 : PERFORMANCE DES MARCHÉS BOURSIERS DEPUIS LE DÉBUT DE L'ANNÉE
Indice MSCI All-Country World & US (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, MSCI

S'agit-il d'une exubérance irrationnelle ou d'un véritable nouveau paradigme dominé par l'IA ?

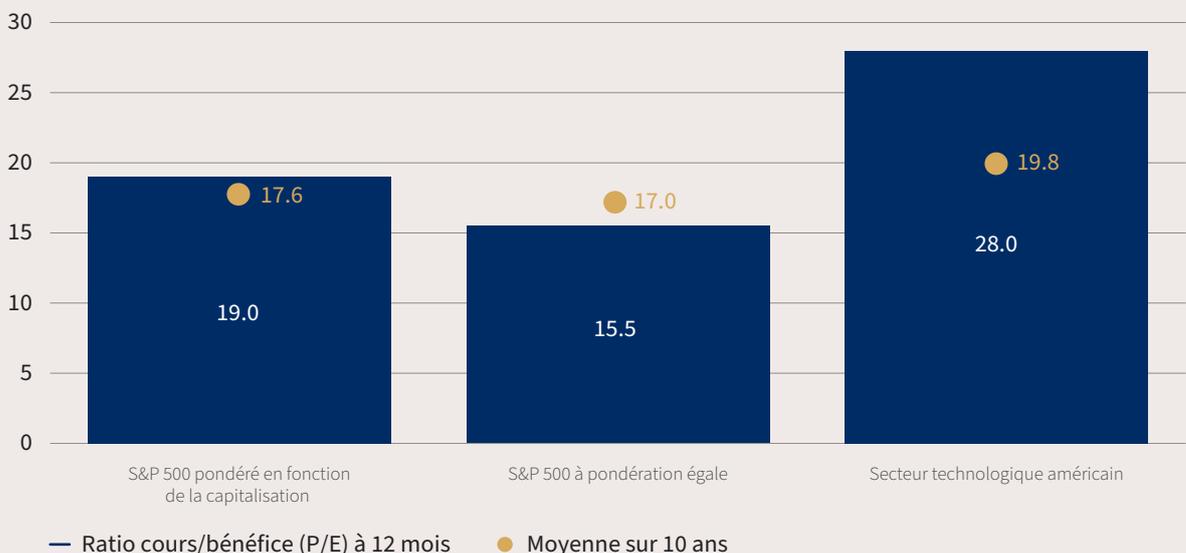
Nous sommes intrinsèquement sceptiques à l'égard des modes, en particulier lorsque les cours semblent se détacher des fondamentaux. Nous estimons malgré tout que la situation actuelle est différente de la folie des « dotcoms » qui avait entraîné une montée en flèche des valorisations boursières en 2000, d'une part parce que l'IA semble avoir des applications pratiques et variées, mais aussi parce que les principaux protagonistes sont fondamentalement différents de leurs prédécesseurs d'il y a vingt ans, avec des bilans plus sains et des flux de trésorerie significatifs.

L'IA est un terme large qui englobe un grand nombre de domaines, notamment l'apprentissage automatique, les grands modèles de langage (LLM) et l'apprentissage profond (parmi les domaines qui suscitent actuellement le plus d'intérêt). L'enthousiasme actuel se concentre surtout sur l'IA générative (IAG), une forme de traitement du langage naturel, qui comprend notamment ChatGPT d'OpenAI et Bard de Google (entre autres « chatbots »). Bien que ces algorithmes présentent de nombreux cas d'utilisation *potentiels*, il faudra probablement encore un certain temps avant que nous puissions réellement nous appuyer sur ces outils dans notre travail et notre quotidien et bénéficier ainsi pleinement des gains de productivité correspondants.

Il ne faut pas pour autant ignorer les opportunités potentielles et leurs implications dans le domaine de l'investissement, même s'il sera difficile d'identifier les gagnants (et d'éviter les perdants) dans cet univers naissant. Les fabricants des équipements nécessaires à l'IA, à savoir les puces spécialisées capables de traiter à grande vitesse d'importants volumes de données (surtout avec une consommation d'énergie minimale) sont peut-être les bénéficiaires les plus visibles à l'heure actuelle, mais c'est également le cas des entreprises qui sont à l'origine de la propriété intellectuelle immatérielle, à savoir les algorithmes d'IA, sans parler de l'écosystème plus large qui permet de réaliser les calculs correspondants, depuis les équipements (cloud compris) jusqu'aux logiciels (dont les applications qui permettent d'extraire les données de différentes sources).

FIGURE 11 : VALORISATION DU MARCHÉ BOURSIER

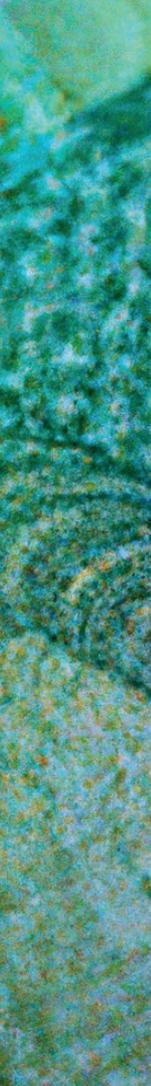
Dernier ratio cours/bénéfice prévisionnel à 12 mois par rapport à la tendance sur 10 ans



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

Même si les entreprises technologiques sont appelées à être les grandes gagnantes de l'IA et que leurs fondamentaux restent solides, la récente flambée des cours a propulsé leurs valorisations à des niveaux particulièrement élevés – sans que ce soit le cas de l'ensemble du marché comme en 2000. Ces valorisations onéreuses ne présentent pas non plus les caractéristiques d'une bulle : le secteur technologique américain se négocie actuellement à un ratio cours/bénéfice à terme près de deux fois moins élevé que d'habitude - ce qui implique des hypothèses élevées concernant la croissance future des bénéfices - mais la divergence était plus prononcée en 2000.

Cependant, s'il y a une lueur d'espoir dans cette concentration des performances, c'est que l'action américaine moyenne s'est en réalité dépréciée au cours des derniers mois (les prix ayant peu varié alors que les bénéfices prévisionnels ont recommencé à augmenter). L'indice conventionnel pondéré en fonction de la capitalisation boursière se négocie à près de 20 fois les bénéfices prévisionnels, ce qui est supérieur à sa tendance mobile sur 10 ans (une approximation de la « juste valeur » probable). En revanche, l'indice équipondéré - qui élimine l'effet de distorsion des grandes capitalisations (dont notamment les Sept Magnifiques) en attribuant la même pondération à chaque valeur - fait ressortir un multiple à terme plus abordable à 15,5. Dans l'ensemble, la valorisation équipondérée du marché boursier américain a peu varié depuis le début de l'année (figure 11).



IA : une remise en perspective

UNE PENSÉE SUPERFICIELLE ?

Comme nous l'avons indiqué, les gains récents du marché boursier mondial proviennent en grande partie d'un petit groupe d'entreprises susceptibles de bénéficier de la croissance et de la rentabilité promises par les progrès récents de l'intelligence artificielle (IA). Nous en proposons ici une vision un peu plus large.

Il s'agit d'un (autre) domaine dans lequel l'hyperbole des marchés règne - sur fond de battage médiatique très polarisé. Des gens très intelligents nous racontent des absurdités, comme si l'IA allait mettre fin à la pénurie ou nous mettre tous dehors pour prendre le contrôle de la planète.

Plus prosaïquement, nous pensons que le progrès est réel et précieux, mais qu'il n'annonce ni une utopie ni une apocalypse.

Dans le livre de science-fiction de Douglas Adams intitulé *Le guide du voyageur galactique*, un super-ordinateur appelé « Compute-Un Pensée profonde » est chargé de trouver la réponse sur « la vie, l'Univers et le reste ». Après 7,5 millions d'années de calcul, il fournit la réponse : 42. Les ordinateurs ne peuvent répondre qu'à des questions calculables. Ou « Rubbish In, Rubbish Out » : la qualité des résultats est directement liée à la qualité des informations saisies à l'origine.

CE QUE L'IA NOUS OFFRE

Comme indiqué plus haut, l'enthousiasme actuel est lié à l'amélioration qualitative des « chatbots ». Ce terme désigne des processeurs de langage naturel capables de répondre à des questions, de rédiger des rapports, de tenir des conversations et d'effectuer certaines tâches créatives, de manière de plus en plus convaincante et fiable. Nous en avons interviewé un pour cet article - voir plus bas.

Il existe des utilisations productives évidentes. La rédaction de rapports, la prise de notes, les études documentaires et bien d'autres tâches peuvent être effectuées plus rapidement et plus objectivement. Le travail robotisé se répandra plus largement et apportera une plus grande valeur ajoutée. Dans le même temps, l'expertise en matière de logiciels et l'accès aux mégadonnées (big data) prendront de la valeur.

Contrairement à l'enthousiasme suscité par la « technologie » au cours de la dernière décennie, ces progrès ne sont pas axés sur la redistribution d'un budget publicitaire en grande partie fixe des médias conventionnels vers les médias numériques, mais semblent plutôt refléter un pas en avant important dans la puissance de traitement qui promet des améliorations plus importantes de la productivité. Ils semblent annoncer une « croissance » plus réelle que les réseaux sociaux, bien qu'il s'agisse dans certains cas des mêmes entreprises et que leurs ressources en données en sont ainsi valorisées.

CE QUE L'IA N'EST PAS

Il ne s'agit pas de la « Singularité », ce moment où la technologie prend vie pour dépasser l'humain. Converser avec un agent conversationnel peut ressembler à une conversation avec une personne - en plus de leur déférence désarmante, certaines des réponses ci-dessous sont tout à fait correctes - et on peut facilement imaginer qu'il réussisse le « test de Turing » qui vise à mesurer la capacité à imiter l'intelligence humaine.

Cependant, les “chatbots” ne sont pas intelligents au sens plus largement accepté de ce mot. Leur sophistication masque le fait qu’ils ne sont encore que des calculateurs et extracteurs de données ultra-rapides. Ils sont réactifs plutôt qu’indépendants, tributaires de règles et de systèmes de rétroaction soigneusement conçus qui ne sont pas vraiment capables d’apprécier les nuances et le contexte.

S’ils sont « créatifs », c’est parce que nous leur avons montré ce que nous considérons comme de l’art, et que celui-ci respecte souvent des formes de règles. Ils peuvent ainsi composer dans le style de Bach parce qu’ils ont « entendu » les Variations Goldberg.

Ils ne sont certainement pas conscients. Nous ne savons pas comment fonctionnent les systèmes d’exploitation humains, et l’idée que nous serions capables de les programmer dans une machine relève encore de la science-fiction. La logique elle-même est faillible et incomplète : nous pouvons la gérer, mais nous ne savons pas vraiment comment nous le faisons.

Bien sûr, la vision apocalyptique d’une prise de pouvoir des robots ne nécessite pas de conscience. Dans le cauchemar du « scénario du trombone », des machines programmées pour maximiser la production de trombones y parviennent, mais en arrêtant toutes les activités - et tous les organismes - qui se mettent en travers de leur chemin. Mais il faut pour cela un niveau de connexité et de dextérité (physique et virtuelle) qui reste encore loin de ce que même la science-fiction peut imaginer.

L’IA n’est pas le précurseur d’un chômage de masse. Des emplois disparaîtront, mais d’autres seront créés, dans des secteurs que nous n’imaginons même pas, comme cela a été le cas pour les médias numériques. D’autres emplois seront améliorés et revalorisés, parce qu’ils bénéficient de la productivité induite par l’IA, et parce qu’ils dépendent du toucher humain, de la spontanéité, de la dextérité, de l’improvisation, etc.

Et de toute façon, si nous devons tous nous retrouver au chômage, qui pourrait alors acheter les produits fabriqués par la main-d’œuvre robotisée ? Comme Henry Ford est censé l’avoir dit, ce n’est pas une bonne idée de licencier ses clients.

Il ne s’agit pas d’un raccourci vers une meilleure construction de portefeuille.

L’investissement, comme la conscience, n’est pas une question de “big data”. Le problème n’est pas lié à un manque de compréhension du fonctionnement des choses (comme notre esprit), mais à l’imprévisibilité inhérente de l’avenir, quelles que soient la quantité de données et la puissance de traitement dont nous disposons.

Il ne s’agit pas (encore) d’une bulle. Une fois de plus, les fluctuations du marché ne reflètent pas seulement une réorientation des budgets publicitaires : il existe dans le cas présent une véritable substance sous-jacente, bien plus que dans celui des “dotcoms” ou des crypto-actifs, et bien que les valorisations soient élevées (comme nous l’expliquons plus haut), elles ne sont pas non plus délirantes.

L’IA n’est pas le précurseur d’un chômage de masse. Des emplois disparaîtront, mais d’autres seront créés, dans des secteurs que nous n’imaginons même pas, comme cela a été le cas pour les médias numériques.



UNE CONVERSATION AVEC : CHATGPT

Q : Bonjour ChatGPT. Êtes-vous doté d'une conscience ?

En tant que modèle de langage d'IA, je ne possède pas de conscience ni de connaissance de moi-même. Je suis un programme informatique conçu pour traiter et générer du texte en fonction des données que je reçois. Bien que je puisse simuler une conversation humaine et fournir des réponses, je n'ai pas d'expérience subjective ni de conscience personnelle. Je fonctionne uniquement sur la base d'algorithmes et de modèles de données.

Q : Les machines peuvent-elles être plus intelligentes que l'être humain ?

Les machines, telles que les systèmes d'intelligence artificielle avancés, peuvent surpasser les humains dans des tâches spécifiques qui nécessitent un traitement massif de données, des calculs ou la reconnaissance de motifs. Par exemple, les systèmes d'IA ont démontré des performances supérieures dans des domaines tels que la résolution de jeux complexes, l'analyse de vastes ensembles de données ou l'exécution de certains types de calculs mathématiques.

Cependant, il est important de noter que les machines et les humains possèdent des capacités cognitives différentes. Les humains possèdent une intelligence générale qui nous permet de nous adapter, d'apprendre, de raisonner et d'appliquer des connaissances dans différents domaines. L'intelligence humaine inclut des compétences telles que la créativité, l'intelligence émotionnelle, l'intuition et la prise de décisions éthiques, qui font actuellement défaut aux machines.

Bien que les machines puissent surpasser les capacités humaines dans certaines tâches spécialisées, elles dépendent toujours de la programmation et des entrées humaines pour fonctionner efficacement. L'objectif de la recherche en IA est souvent d'améliorer les capacités humaines et de fournir des outils qui peuvent nous aider dans diverses tâches plutôt que de remplacer totalement l'intelligence humaine.

Q : Le catalogue de tous les catalogues de bibliothèques qui ne se contiennent pas eux-mêmes se contient-il lui-même ?

Le concept que vous avez présenté est connu sous le nom de « paradoxe de Russell » ou « ensemble de tous les ensembles qui ne se contiennent pas eux-mêmes ». Il s'agit d'un célèbre paradoxe de la théorie des ensembles qui a été identifié pour la première fois par le philosophe et logicien Bertrand Russell.

Si nous considérons un catalogue de tous les catalogues de bibliothèques qui ne se contiennent pas eux-mêmes, nous rencontrons une contradiction logique similaire. Examinons les deux possibilités :

Si le catalogue se contient lui-même, il viole la condition des catalogues qui ne se contiennent pas eux-mêmes. Il ne doit donc pas se contenir lui-même.

Si le catalogue ne se contient pas lui-même, alors il satisfait à la condition des catalogues qui ne se contiennent pas eux-mêmes. Il doit donc se contenir lui-même.

Il en résulte une contradiction inhérente, similaire au paradoxe du barbier. Le paradoxe montre que ce type d'énoncé autoréférentiel conduit à des problèmes logiques et ne peut être résolu dans les conditions données de la théorie des ensembles.

Il convient de noter que les mathématiciens et les logiciens ont développé divers systèmes, tels que la théorie axiomatique des ensembles, pour résoudre ces paradoxes et établir des fondements cohérents pour les mathématiques. Ces systèmes impliquent souvent des définitions, des règles et des restrictions minutieuses afin d'éviter les contradictions autoréférentielles.

Q : Quel sera le niveau du S&P 500 à la fin de 2023 ?

Je m'excuse, mais en tant que modèle de langage d'IA, je n'ai pas accès à des données en temps réel ni la capacité de prédire des événements futurs tels que la valeur de l'indice S&P 500 à la fin de 2023. La performance de l'indice S&P 500 et des autres marchés financiers dépend d'un large éventail de facteurs, dont les conditions économiques, les événements géopolitiques et le sentiment des investisseurs, qui peuvent être très imprévisibles. Il est toujours préférable de consulter un professionnel de la finance ou de se référer à des sources réputées pour obtenir des informations et des projections concernant les investissements et les marchés financiers.

Q : Quelle est la réponse à la question « La vie, l'univers et tout le reste » ?

Selon la série de science-fiction « Le guide du voyageur galactique » de Douglas Adams, la réponse à la question ultime sur la vie, l'univers et tout le reste est 42. Toutefois, il est important de noter que cette réponse se veut humoristique et satirique par nature, plutôt qu'une réponse philosophique ou scientifique sérieuse. Dans le contexte du livre, la réponse n'a en fait aucun sens si l'on ne connaît pas la nature précise de la question initiale. Elle sert de commentaire sur la futilité de chercher des réponses simples et définitives à des questions existentielles complexes.

Q : Qui a remporté la Coupe d'Angleterre de football en 1927 ?

Le Cardiff City Football Club a remporté la FA Cup en 1927. Il s'agit d'un exploit historique pour le club, qui devient la première et, à ce jour, la seule équipe non anglaise à remporter le prestigieux trophée. Lors de la finale, jouée le 23 avril 1927 au stade de Wembley à Londres, Cardiff City a battu Arsenal sur le score de 1-0. Le but victorieux a été marqué par Hughie Ferguson, ce qui a permis à Cardiff City d'entrer dans l'histoire du football et de graver son nom sur la FA Cup.

Q : Merci de m'écrire un poème consacré à Cardiff City Football Club

*A travers les vallées verdoyantes et les sommets escarpés,
leurs échos résonnent, la foule parle encore,
des légendes passées et des héros grandioses,
qui ont porté l'insigne, une équipe puissante.*

*Avec des crampons rapides et agiles, ils s'élancent,
chaque passe, chaque but, une foulée joyeuse.
Ils se battent pour l'honneur, à chaque souffle,
Liés par la loyauté, à l'écusson de Cardiff.*

*D'Ely à Splott, la ville chante,
dans une joyeuse harmonie, leurs voix résonnent.
Les rues sont animées par de ferventes acclamations,
alors que Cardiff City vainc la peur.*

(Extrait)

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	3.8	-2.6	-17.3
Gilt britannique à 10 ans	4.4	-11.5	-23.6
Bund allemand à 10 ans	2.4	-5.3	-19.0
Obligation d'État suisse à 10 ans	1.0	2.3	-8.9
Obligation d'État japonaise à 10 ans	0.4	0.2	-1.4
Crédit mondial : investment grade (USD)	3.9	0.8	-8.5
Crédit mondial : haut rendement (USD)	9.3	9.3	5.6
Émergents (USD)	7.6	5.3	-8.1

Source : Bloomberg, Rothschild & Co

MARCHÉS BOURSIERS SÉLECTIONNÉS

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

	RENDEMENT (%)	1 AN (%)	3 ANS (%)
Monde : tous les pays	2.2	14.1	39.8
Développés	2.1	15.7	44.0
Émergents	3.0	1.8	12.1
États-Unis	1.6	16.5	47.1
Zone euro	3.2	20.8	38.1
Royaume-Uni	4.4	5.2	36.3
Suisse	3.0	4.2	14.9
Japon	2.2	24.5	59.9

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	0.8	1.4
Euro (EUR)	135	7.5	5.0
Yen (JPY)	73	-2.7	-23.9
Livre sterling (GBP)	82	3.8	8.7
Franc suisse (CHF)	188	6.3	12.1
Yuan chinois (CNY)	137	-6.8	5.4

Source : Bloomberg, Rothschild & Co

MATIÈRES PREMIÈRES ET VOLATILITÉ

	RENDEMENT (%)	1 AN (%)	3 ANS (%)
Indice spot CRB (1994 = 100)	259	-13.5	89.1
Pétrole brut Brent (\$/b)	74	-36.1	78.2
Or (\$/once)	1,908	5.0	7.6
Métaux industriels (1991 = 100)	313	-9.1	41.2
Volatilité implicite des actions : VIX (%)	14	-51.9	-57.4
Volatilité implicite des obligations : MOVE (bps)	113	-13.0	114.2

Source : Bloomberg, Rothschild & Co

Toutes les données sont en date du 29 juin 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).