

PERSPECTIVES DE MARCHÉ | DÉCEMBRE 2023 / JANVIER 2024

# Crise économique et résolution



Crédit image : billet de banque en euro, gros plan © Getty Images.

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 : décembre 2023.  
Valeurs : tous les chiffres sont à la date  
du 30 novembre 2023, les textes au  
5 décembre 2023

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

# Avant-propos

## CONTENTS

- 04 L'état d'esprit de crise
- 08 Le point sur l'inflation
- 11 La 60<sup>ème</sup> élection présidentielle
- 14 Annexe : les gouvernements américains depuis la seconde guerre mondiale

À cette époque de l'année, il convient de se rappeler que nos points de vue en matière d'investissement n'ont pas à changer simplement parce que le calendrier change. Les portefeuilles à long terme qui sont correctement positionnés au 31 décembre le seront probablement encore au 1<sup>er</sup> janvier.

Il est toujours bon de faire le point, mais en tant que gestionnaires de patrimoine, nous devons le faire régulièrement, et pas seulement au Nouvel An.

C'est aussi la période de l'année où le mot « résolution » est sur toutes les lèvres. Il signifie que nous nous promettons de mieux faire. Que nous nous y tenions ou pas, il n'y a pas de mal à cela. Mais le mot a plusieurs sens, et il peut aussi désigner l'issue - la *solution* - d'un problème ou d'une crise.

La résolution est alors très séduisante pour la mentalité économique contemporaine. Mais elle conforte dans ce cas une vision des choses qui peut nous pénaliser en tant qu'investisseurs. La quête de résolutions pour nos incertitudes macroéconomiques - une date et une durée pour telle récession, un retour de l'inflation à son niveau cible, un système politique américain fonctionnel, une réponse convaincante à une supposée énigme de productivité, ou un changement spécifié des émissions – pourrait nous donner l'impression que nous sommes incapables de progresser sans ces réponses. Cependant, il est probable que nous puissions le faire, et, en réalité, nous le faisons fréquemment.

Par exemple, on ne sait pas encore jusqu'à quel point l'inflation peut baisser sans contrecoup économique majeur, mais les marchés sont susceptibles de passer à autre chose quoi qu'il en soit. Si nous attendons que la crise du coût de la vie soit *résolue* avant de monter à bord, le train risque de partir sans nous.

Nous évoquons ici cet état d'esprit de crise. Nous faisons également notre point régulier sur l'inflation et présentons un aperçu de l'élection présidentielle américaine de l'an prochain et des conséquences qu'elle pourrait avoir – ou non – sur les portefeuilles.

*Nous souhaitons à nos lecteurs de joyeuses fêtes et une heureuse année 2024, en toute sérénité.*

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

# L'état d'esprit de crise

L'histoire des économies développées, telle qu'elle est couramment évoquée depuis une cinquantaine d'années, se présente comme le récit d'une succession de crises. Les conflits sociaux, la désindustrialisation, l'effondrement des taux de change, le chômage, les récessions, l'inflation, la stagflation, les stagnations séculaires, les inégalités, les murs de la dette et de la dépendance, l'imprudence des banques, les déficits de productivité, la dégradation de l'environnement et la singularité de l'IA – pour n'en citer que quelques-unes.

Certaines de ces crises se chevauchent. D'autres semblent contradictoires : manque de productivité et révolution de l'IA ; chômage et bombe à retardement démographique ; dépréciation généralisée des monnaies ? Certaines sont purement fictives (qui se rappelle de la grande peur de la déflation ?), d'autres très réelles (le changement climatique). Mais elles ont toutes un point commun : aucune d'entre elles n'a jamais été résolue.

Pendant ce temps, des millions et des millions de personnes sont nées, ont fait leurs études, ont épousé leur amour de jeunesse, ont fondé une famille et ont vécu dans un confort matériel sans précédent. Les économies et les portefeuilles d'investissement se sont développés et le niveau de vie moyen a augmenté.

Ces progrès sont passés largement inaperçus et n'ont pas fait la une de la presse parce qu'ils ont été graduels et n'avaient rien de sensationnels sur le moment. Mais au fil du temps, les gains sont significatifs (par exemple, le PIB réel par habitant des États-Unis a plus que doublé depuis 1973). Attendre la résolution de toutes ces crises, ou juste de l'une d'entre elles, aurait été une grave erreur.

Cet état d'esprit de crise est un autre aspect de la pensée de groupe macroéconomique que nous avons évoquée au mois de novembre. Il peut notamment influencer les décisions tactiques, en se manifestant plus particulièrement à cette époque de l'année, peut-être parce qu'au moment de nous tourner collectivement vers la nouvelle année, il est difficile d'ignorer les préoccupations de celle qui se termine. L'expérience nous montre toutefois que ces dernières ne se prolongeront pas forcément pendant l'année à venir.

Elles ne seront pas résolues. Mais elles s'atténueront probablement en même temps que nous nous y adapterons. Nous les considérerons d'un œil différent, et notre attention collective sera attirée ailleurs, parce que d'autres événements se produiront. Et sans tambour ni trompette, nous passerons à autre chose.

*La nette inversion de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente est un peu plus visible aujourd'hui qu'elle ne l'était il y a environ un mois.*



## LA CRISE DU COÛT DE LA VIE - ET LE RESTE

La nette inversion de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente est un peu plus visible aujourd'hui qu'elle ne l'était il y a environ un mois. La crise du coût de la vie fait toujours les gros titres, mais le pouvoir d'achat moyen se redresse, tout au moins partiellement, aux États-Unis et en Europe. Au Royaume-Uni, où nous disposons de données mensuelles relativement récentes, le salaire de base « réel » (corrigé de l'inflation) du mois de septembre était plus ou moins revenu à son niveau de mars 2022.

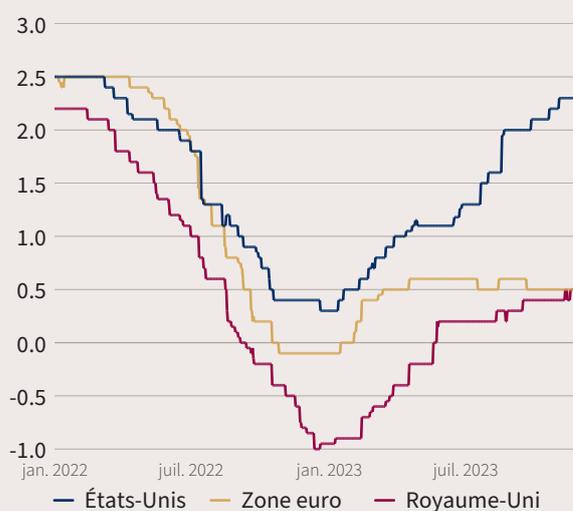
Les banques centrales semblent s'en être tirées à bon compte. Leur négligence antérieure n'a pas eu de conséquences dramatiques. Il ne semble pas y avoir de « sixième vague » d'inflation dans les courbes à très long terme (comme nous l'avions prévu), et l'« équipe transitoire » semble avoir remporté la partie (sans pour autant s'en réjouir - voir plus bas).

Si cette baisse de l'inflation n'est pas nécessairement remarquable en tant que telle, elle se produit (jusqu'à présent) sans forte hausse du chômage - probablement parce qu'à l'origine, l'inflation en question provenait en grande partie de contraintes sur l'offre plutôt que d'une forte augmentation de la demande, et que la main-d'œuvre occidentale semble avoir implicitement échangé la stabilité des salaires réels contre la stabilité de l'emploi. Les figures 1 et 2 montrent que les attentes à court terme en matière de croissance économique s'améliorent alors même que l'inflation a reculé.

La situation pourrait encore évoluer. L'effet de la hausse des taux d'intérêt continue de se diffuser au sein des grandes économies, et nous avons du mal à croire que toutes les répercussions financières se soient déjà fait sentir. On a du mal à imaginer que l'un des resserrements monétaires les plus brutaux des temps modernes ne provoque pas un ou deux accidents financiers, même si les consommateurs sont capables de continuer à faire le dos rond.

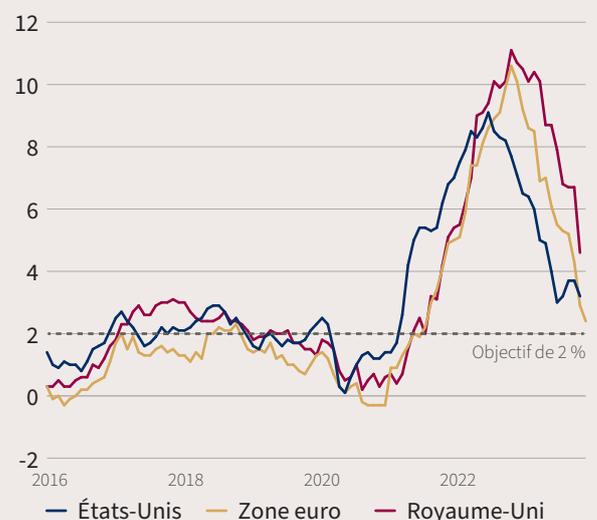
Nous doutons également que l'inflation occidentale s'oriente durablement vers l'objectif fixé, estimant plutôt qu'elle restera dans une fourchette de 2 à 4 % pendant un an ou deux. Et de la même manière qu'il existe des risques à la baisse sur cette prévision, on peut également imaginer qu'une reprise de la demande mondiale (et/ou de nouvelles contraintes d'approvisionnement) la pousse de nouveau à la hausse.

**FIGURE 1 : PRÉVISIONS DU CONSENSUS CONCERNANT LE PIB DE 2023**  
(%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

**FIGURE 2 : TAUX D'INFLATION GLOBALE**  
En glissement annuel (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

Depuis le début, nous pensons toutefois qu'un fort recul de la production et de l'emploi n'a rien d'inévitable, et qu'il ne se produira probablement pas. Pour le moment, il n'y en *pas vraiment eu*.

Et si une inflation comprise entre 2 et 4 % pourrait ne pas permettre aux banques centrales de baisser leurs taux aussi rapidement ni aussi fortement que les marchés monétaires ne l'anticipent actuellement pour 2024 (rappelons qu'ils avaient commencé l'année 2023 en s'attendant à ce que les taux baissent *maintenant*), cela n'aura pas de conséquences sur la rentabilité des entreprises, et les portefeuilles pourraient fort bien s'en accommoder.

Le débat public est déjà en train de se focaliser sur autre chose, peut-être sur les contraintes qui pourraient peser sur la croissance. Les cours boursiers américains ont regagné plus de la moitié du terrain perdu sur les prix à la consommation depuis la fin de l'année 2021.

### ANALYSE DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE : UN EXCÈS DE RECHERCHE

Cela ne veut pas dire que tout est rose dans le monde de la politique monétaire. Au moment où les grandes banques centrales mènent l'enquête sur leur action, il est fort possible qu'elles n'aient pas encore tout « compris ».

La faute ne vient pas d'une erreur technique, d'un problème de processus, de coefficients ou de spécifications de leurs modèles économétriques existants. Elle ne vient pas non plus de leur incapacité, souvent évoquée, à « modéliser » correctement la création monétaire. Lorsque des banquiers centraux comme Ben Bernanke concluent, comme il le fera certainement, que la Banque d'Angleterre (par exemple) a besoin de faire des recherches supplémentaires, il passe peut-être à côté de la question.

Il y a déjà trop de recherches. La politique monétaire n'est pas un problème qui se résout par la recherche. L'échec est certainement dû à une erreur de jugement (la pensée de groupe, encore une fois). Il n'existe aucun monde dans lequel le fait d'avoir en même temps des taux d'intérêt et des taux de chômage au plus bas (ce qui était le cas encore récemment, à la fin de l'année 2021) est une bonne idée.

Après avoir réagi tardivement à la fuite du cheval en claquant bruyamment la porte de l'écurie, les grandes banques centrales pourraient maintenant négliger un autre point essentiel. Si le décalage entre les variations de taux d'intérêt et la réponse de l'économie réelle est si long et variable qu'il dépasse deux ans, on ne peut plus vraiment parler de « réglage fin » de la « politique » monétaire au sens où on l'entend généralement.

L'indépendance d'action n'est peut-être pas très utile sans indépendance de pensée.

*L'indépendance d'action n'est peut-être pas très utile sans indépendance de pensée.*



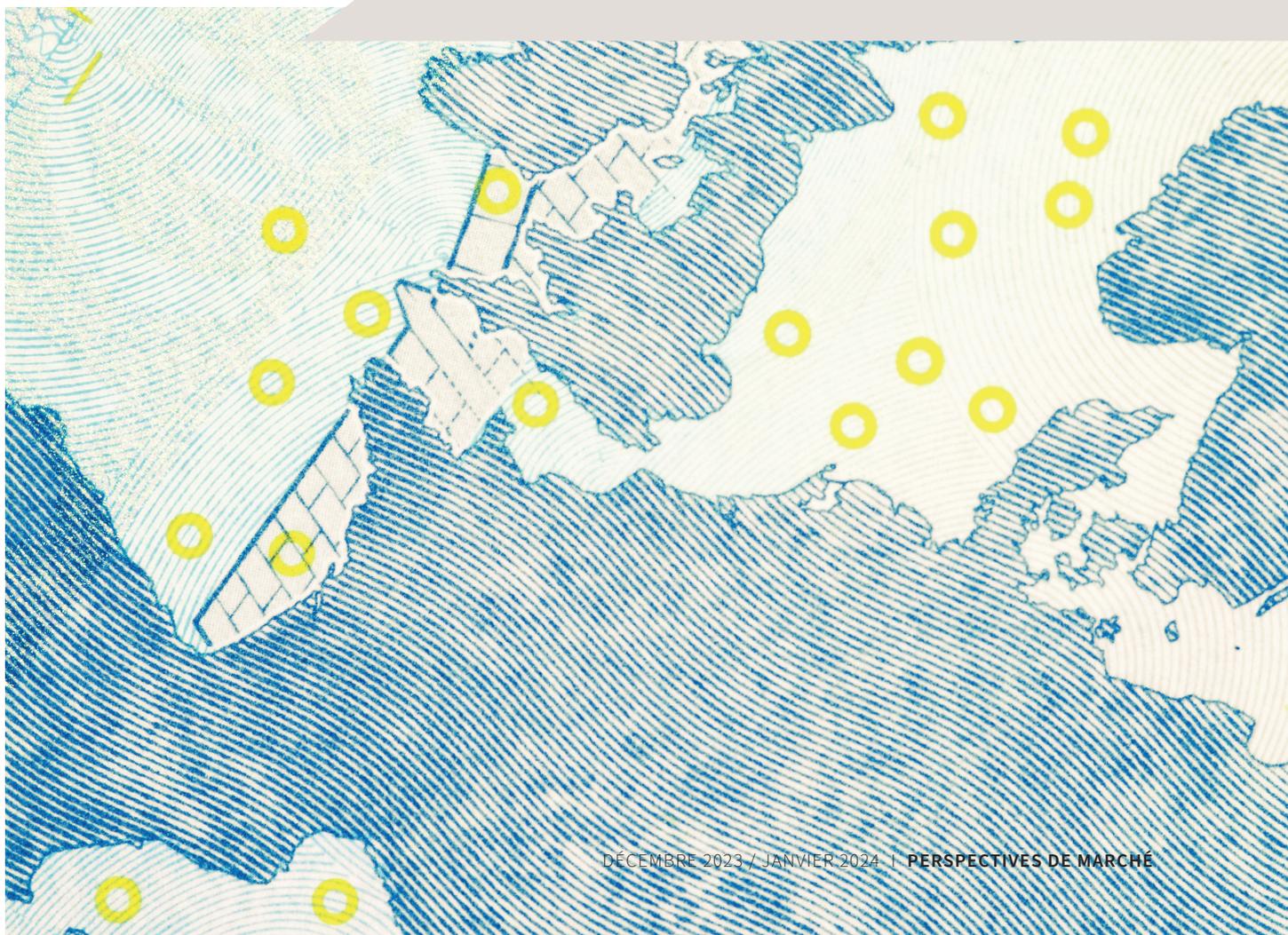
## S'ADAPTER AUX CIRCONSTANCES

L'état d'esprit de crise n'est pas de bon conseil en matière d'investissement. La vie macroéconomique n'est pas une succession de crises et de résolutions nettes, mais plutôt une adaptation permanente aux circonstances et à l'évolution de la perception publique. L'investissement à long terme ne consiste pas tant à prendre des décisions sous la pression qu'à choisir son point de vue et à faire preuve de patience.

Sur un sujet plus sombre, nous devons continuer à nous méfier de toute extrapolation des terribles événements du Proche-Orient dans le monde étroit et impersonnel de la finance. Ces événements, tout comme le traumatisme qui dure en Ukraine, pourraient ne pas affecter de manière significative les coûts énergétiques mondiaux ou l'aversion au risque, et il y a d'ailleurs peu de signes qu'ils le fassent à l'heure actuelle : le dollar et les cours du pétrole ont baissé, tandis que les actions sont reparties à la hausse.

Si le prochain mouvement significatif des taux d'intérêt est à la baisse (même s'il n'intervenait pas avant plusieurs mois) et que les enquêtes de confiance des entreprises continuent de se stabiliser, les marchés de capitaux pourraient bien se redresser davantage.

Nous continuons de penser que ce sont les actions qui offrent le potentiel de hausse le plus important à long terme, mais pour la première fois depuis de nombreuses années, nous n'évitons plus les obligations. Nous nous intéressons de plus en plus aux titres à échéance plus longue - les obligations ne sont pas encore à des prix irrésistibles, mais elles offrent enfin un rendement significatif, y compris après leur hausse du mois dernier, ainsi qu'une diversification plus fiable.



# Le point sur l'inflation

Depuis notre dernière édition de *Perspectives du marché*, l'inflation globale et l'inflation sous-jacente ont toutes les deux baissé, notamment en Europe (figures 2 and 3).

Comme nos lecteurs réguliers le savent, nous suivons de près les principales composantes de l'indice des prix à la consommation (IPC) : l'énergie, l'alimentation, les biens et les services. Il est encourageant de constater que les pressions inflationnistes ont continué à se modérer dans ces quatre catégories.

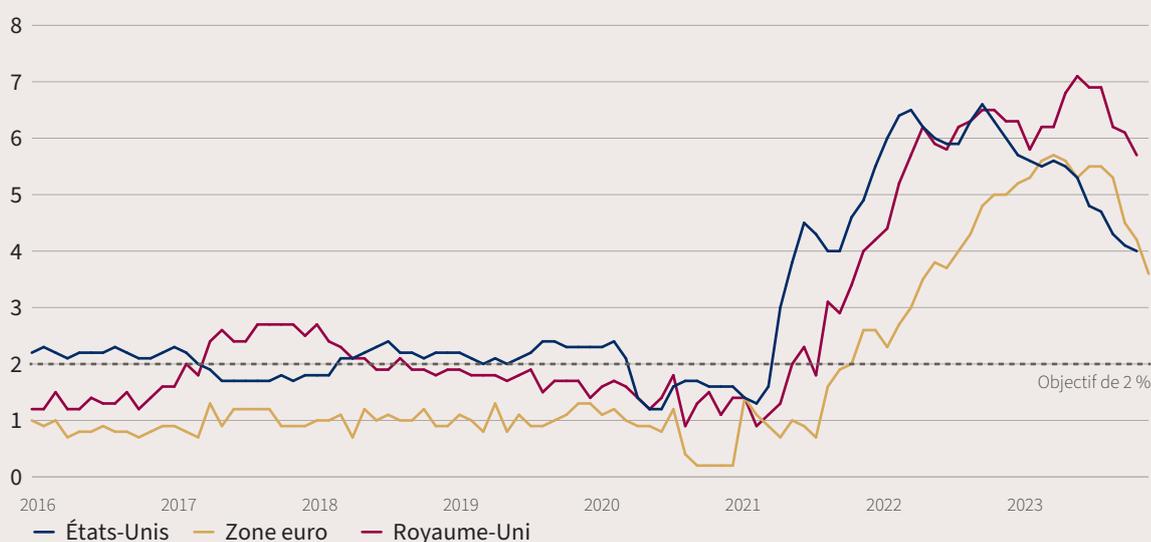
L'évolution encourageante de l'inflation des prix de l'énergie et de l'alimentation continue d'être un facteur important de désinflation.

Dans le domaine de l'énergie, les prix du pétrole ont chuté au cours du mois dernier et sont actuellement inférieurs à leurs niveaux de début octobre (lorsque les tristes événements du Proche-Orient ont débuté). Cette évolution est particulièrement bénéfique pour l'inflation de l'IPC de l'énergie aux États-Unis, étant donné sa sensibilité aux prix du pétrole. Elle est restée déflationniste (en territoire négatif) pour le huitième mois de suite en octobre, et il est probable qu'il en sera de même en novembre.

En Europe, les prix de l'énergie avaient été poussés à la hausse par la flambée des prix du gaz naturel à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Cependant, les prix du gaz se sont ensuite effondrés (sur les marchés de gros, ils ont baissé d'environ 90 %), et l'inflation de l'IPC de l'énergie dans la zone euro et au Royaume-Uni s'est enfoncée encore plus loin dans la déflation au cours des derniers mois.

**FIGURE 3 : INFLATION SOUS-JACENTE**

En glissement annuel (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

Il est possible que la désinflation européenne due à l'énergie soit terminée pour l'instant. L'organisme britannique de régulation de l'énergie Ofgem a ainsi annoncé une légère augmentation du plafond des prix de l'énergie pour janvier. Une forte augmentation des prix du gaz naturel en Europe - et par conséquent de l'inflation de l'IPC de l'énergie - pourrait toutefois être évitée, sauf conditions météorologiques extrêmes.

Les pays européens se sont adaptés et se sont détournés des importations de gaz russe, les stocks atteignant actuellement un niveau record pour cette période de l'année (figure 4). Il convient également de ne pas exclure la possibilité d'une nouvelle baisse des prix – les prix de gros du gaz naturel étaient deux fois moins élevés qu'aujourd'hui il y a seulement quelques mois.

La désinflation des prix de l'**alimentation** s'est également poursuivie, avec des prix de gros orientés à la baisse. Ils restent supérieurs aux niveaux d'avant la pandémie, et n'y reviendront peut-être pas, mais sont inférieurs d'un quart au sommet atteint en 2022 et de 11 % à leur niveau d'il y a un an, ce qui est en fin de compte ce qui compte pour les taux d'inflation annuels (figure 5).

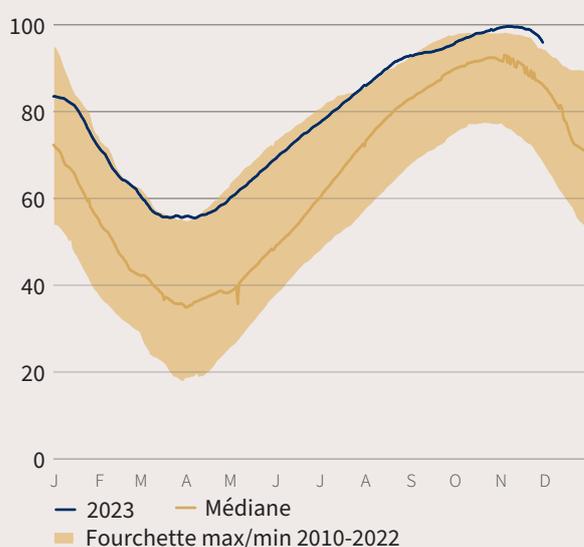
Il existe de longs décalages entre les variations des prix de gros et celles que nous constatons dans les rayons des supermarchés, de sorte que la désinflation des prix alimentaires devrait se poursuivre tout au long de l'année prochaine en Europe comme aux États-Unis. Il se peut toutefois que les baisses ne soient pas entièrement répercutées. D'autres coûts associés au produit fini - tels que les coûts de transformation, d'emballage et de distribution - pourraient être moins flexibles.

L'inflation sous-jacente, qui exclut les composantes volatiles que sont l'alimentation et l'énergie, a également diminué.

L'inflation de l'IPC des **biens** a continué à se réduire aux États-Unis comme en Europe, ce qui s'explique probablement en grande partie par la normalisation en cours de la logistique d'approvisionnement. L'indice de pression de la chaîne d'approvisionnement mondiale publié par la Fed de New York a atteint un nouveau point bas en octobre, reflétant une libération

**FIGURE 4 : NIVEAUX DES STOCKS DE GAZ EN EUROPE**

Capacité totale (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Gas Infrastructure Europe, AGSI+

**FIGURE 5 : PRIX DE GROS ALIMENTAIRES AU NIVEAU MONDIAL**

Indice recalculé en base 100 en date de janvier 2020



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

substantielle des capacités (figure 6). En outre, l'inflation des prix à la production a été modérée aux États-Unis et négative en Europe, ce qui devrait contribuer à faire baisser les prix des biens de consommation (à condition que les entreprises répercutent cette baisse au lieu de s'en servir pour accroître leurs marges bénéficiaires).

L'inflation des **services** reste la catégorie la plus sensible, mais elle semble avoir atteint son pic aux États-Unis comme en Europe. Cette rigidité s'explique principalement par des taux de croissance des salaires nominaux supérieurs à la tendance. Ces taux restent élevés aux États-Unis, même s'ils diminuent progressivement, et n'ont pas encore vraiment atteint leur maximum en Europe. Une spirale salaires-prix du type de celle des années 1970 semble toutefois de plus en plus improbable. Ce n'est que récemment que la croissance des salaires réels (corrigée de l'inflation) est devenue légèrement positive, et ce parce que l'inflation diminue, et non parce que les salaires s'accroissent (figure 7).

Il convient également de noter qu'au sein de l'inflation des services aux États-Unis, la composante « logement » (qui mesure les coûts de logement et de location) représente plus d'un tiers de l'ensemble du panier de l'IPC américain. Comme indiqué dans le numéro précédent de *Perspectives du marché*, il s'agit de la composante la plus importante. Hors logement, l'inflation globale des États-Unis est tombée en dessous de l'objectif de 2 % de la Réserve fédérale. L'inflation liée au logement a malgré tout atteint un point haut et devrait continuer à se réduire dans les prochains mois, sachant qu'elle a environ un an de retard sur l'évolution des prix de l'immobilier et des loyers, deux catégories qui ont déjà ralenti pour retrouver leur taux de croissance d'avant la pandémie.

Comme nous l'avons déjà mentionné, nous pensons que l'inflation va se stabiliser dans une fourchette supérieure à l'objectif, entre 2 et 4 %. L'inflation globale des États-Unis et de la zone euro s'y trouve déjà, et l'inflation sous-jacente devrait y arriver dans les prochains mois. Dans un contexte de risque géopolitique accru, il serait toutefois prématuré d'en conclure que nous en avons complètement fini avec cet épisode inflationniste (et ses conséquences).

**FIGURE 6 : INDICE DE PRESSION DE LA CHAÎNE D'APPROVISIONNEMENT MONDIALE (GLOBAL SUPPLY CHAIN PRESSURE INDEX)**

Écarts types par rapport à la moyenne à long terme



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Federal Reserve Bank de New York

**FIGURE 7 : CROISSANCE DES SALAIRES RÉELS**

En glissement annuel (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Federal Reserve Bank d'Atlanta, Banque centrale européenne, Office for National Statistics du Royaume-Uni  
Note : La croissance des salaires réels est égale à la croissance des salaires nominaux moins le taux d'inflation global.

# La 60<sup>e</sup> élection présidentielle américaine

Il semblerait que le vacarme politique va s'amplifier en 2024.

Le cycle électoral américain, qui commence dès le mois de janvier avec les premières primaires, coïncidera probablement avec des élections générales au Royaume-Uni pour la première fois depuis 1992, lorsque Bill Clinton et John Major avaient été élus à leurs postes respectifs. Mais si le Royaume-Uni s'apprête probablement à connaître une relève dans les douze prochains mois, l'issue des élections américaines est loin d'être certaine.

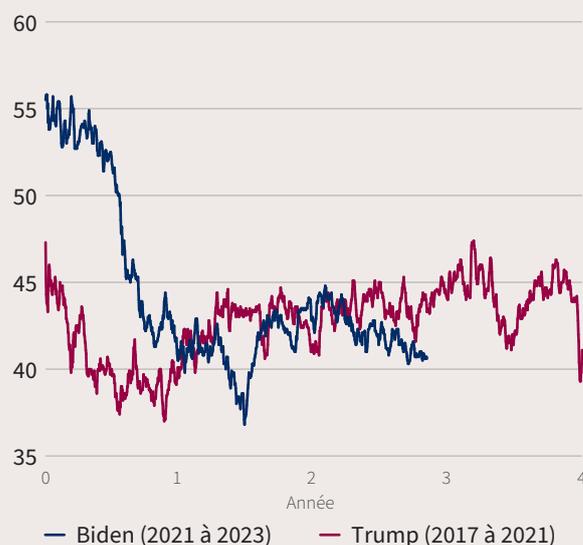
L'exceptionnalisme américain a été une caractéristique importante de l'économie et du marché boursier des États-Unis pendant la plus grande partie de la période de l'après-guerre, mais il ne s'étend pas à la politique américaine, qui est aussi complexe que dysfonctionnelle.

Les principaux protagonistes de la prochaine course électorale sont connus : Joe Biden et Donald Trump, actuellement inculpé de 91 chefs d'accusation. S'ils remportent les élections primaires de leur parti respectif, ce qui semble probable compte tenu de la pénurie de candidats alternatifs convaincants, nous aurons affaire aux candidats présidentiels les plus âgés de l'histoire américaine. Donald Trump sera bientôt octogénaire, tandis que le président Biden a récemment fêté ses 81 ans.

L'histoire montre que le président en exercice bénéficie souvent d'un « avantage du candidat sortant », mais la campagne de réélection de Biden a démarré lentement. Sa cote de popularité est la deuxième plus faible de tous les présidents de l'après-guerre à ce stade de son mandat (celle de Jimmy Carter était encore plus basse à la fin des années 1970). Bien que Trump n'ait

**FIGURE 8 : COTE DE POPULARITÉ DU PRÉSIDENT DES ÉTATS-UNIS**

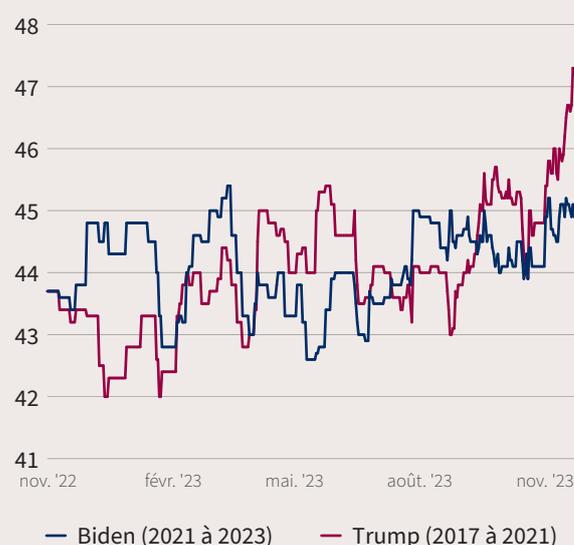
Moyenne (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, RealClearPolitics

**FIGURE 9 : SONDAGES POUR L'ÉLECTION PRÉSIDENTIELLE AMÉRICAINE DE 2024**

Moyenne (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, RealClearPolitics

pas fait beaucoup mieux lors de son premier mandat (figure 8), sa campagne « Keep America Great » est en tête dans les derniers sondages d'opinion (figure 9). Bien que les sondages à l'échelle nationale soient loin d'être infaillibles à ce stade précoce, certains États clés (Arizona, Géorgie, Michigan, Nevada Caroline du Nord, Pennsylvanie et Wisconsin) semblent montrer qu'il a l'avantage. Paradoxalement, le fait de parler d'une chasse aux sorcières politique a enhardi une grande partie de la base politique de Trump, qui semble prête à se dresser contre l'establishment et ce qu'elle considère comme du « wokisme ».

Une chose est claire : le Congrès est très équilibré et le restera probablement. Le Sénat est divisé en deux, ce qui donne aux démocrates le contrôle (la vice-présidente a une voix prépondérante), tandis que les républicains ont une très faible majorité à la Chambre des représentants. Ces dernières années, l'idéologie et la partisanerie ont conduit à une polarisation politique croissante, non seulement entre les partis, mais aussi au sein même des partis fragmentés.

En particulier, les républicains ont été incapables de se rassembler autour d'un objectif économique et fiscal commun, comme l'ont montré l'impasse prolongée sur le plafond de la dette et, plus récemment, le départ du président de la Chambre. L'impasse dans laquelle se trouve le processus budgétaire annuel nous rappelle constamment le risque d'une fermeture du gouvernement fédéral. En l'état actuel des choses, il semble que le Sénat et la Chambre pourraient basculer, compte tenu des départs à la retraite et du profil des sondages, mais si c'était effectivement le cas, cela voudrait simplement dire que l'impasse législative va se prolonger.

Les grands problèmes ne feront pas défaut au prochain occupant du bureau ovale, qu'il s'agisse des questions non résolues de politique étrangère (Moyen-Orient, hostilités avec la Russie, tensions avec la Chine en matière de commerce et au sujet de Taiwan), des enjeux de politique intérieure ou des préoccupations liées au climat.

Les points de vue idéologiquement opposés de Biden et Trump feront l'objet d'un examen minutieux dans les mois à venir. Le plus grand défi pour l'actuel président n'est peut-être pas tant son âge ou la faible cote de popularité de sa probable colistière, Kamala Harris, que ses compétences économiques perçues. Les conflits et les dissensions politiques dominent l'actualité, mais c'est la santé de l'économie qui déterminera cette élection - en fin de compte, c'est le coût de la vie et l'emploi qui importent le plus pour les électeurs. La boutade de James Carville à l'époque de Clinton est toujours d'actualité : *It's the economy, stupid!* (que l'on pourrait traduire par « L'économie, il n'y a que cela qui compte ! »)

Malgré une cote de popularité peu élevée, Biden a relativement bien réussi à légiférer, si l'on considère notamment la loi sur la réduction de l'inflation (*Inflation Reduction Act*) avec ses connotations environnementales et la loi CHIPS, axée sur les semi-conducteurs – malgré une arithmétique parlementaire peu évidente. Le bilan économique et boursier de Biden est néanmoins un peu plus mitigé. Le marché des actions a gagné 2,5 % par an (corrigé de l'inflation) sur les trois dernières années (figure 10), ce qui n'est pas à la hauteur de la moyenne de 6,7 % par an enregistrée depuis la Seconde Guerre mondiale.

*Les conflits et les dissensions politiques dominent l'actualité, mais c'est la santé de l'économie qui déterminera cette élection.*



Pour les détenteurs d'obligations, la période a été un peu plus douloureuse.

D'un point de vue économique, la croissance a bien résisté, mais elle reflète en partie le point de départ favorable après le renversement de tendance lié à la pandémie en 2020. Le plus révélateur est que les enquêtes sur la confiance des consommateurs restent profondément pessimistes, ce qui laisse penser que le contexte difficile de l'inflation a joué un rôle moteur dans le sentiment du public.

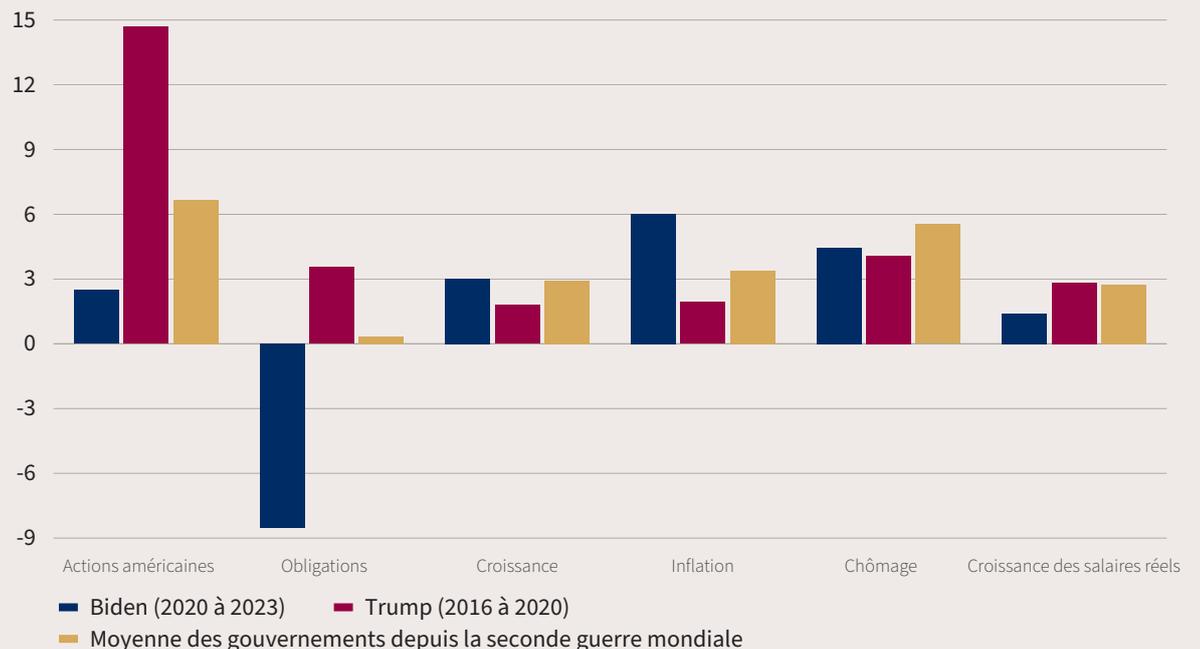
Du point de vue de l'investissement, le point clé est que le contexte est important. Les idées reçues – à savoir que le parti républicain est intrinsèquement favorable aux entreprises et moins interventionniste, et que les démocrates sont favorables à un État plus important et plus dépensier – sont trompeuses. D'autres aspects ont souvent davantage d'importance, en premier lieu le cycle économique. Les présidents démocrates ont souvent présidé à une meilleure croissance et à de meilleurs résultats boursiers, mais cela tient probablement plus au climat économique qu'à la réussite de leurs politiques.

Le brouhaha politique risque d'alimenter la volatilité dans les prochains mois. De notre point de vue, il ne devrait pas modifier les tendances économiques actuelles, qui nous apparaissent globalement favorables aux marchés de capitaux, même si c'est davantage le cas pour les actions que pour les obligations.

Pour ceux qui appréhendent le retour possible du président Trump, il ne faut pas oublier que même son premier mandat n'a pas été la calamité économique que beaucoup avaient anticipée. Et il reste encore près d'un an avant que les électeurs ne se rendent dans les bureaux de vote – l'évolution de la situation économique pourrait encore faire basculer les sondages dans un sens ou dans l'autre.

### FIGURE 10 : RENDEMENTS DES CLASSES D'ACTIFS SOUS LES DIFFÉRENTES PRÉSIDENCES

Par an (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

Note : Les rendements des actions et des obligations américaines sont annualisés et exprimés en termes réels. La croissance, l'inflation et la progression des salaires sont également annualisées. Le taux de chômage est une moyenne annuelle.

# Annexe : les gouvernements américains depuis la seconde guerre mondiale

LÉGENDE POUR LES ANNÉES CALENDRAIRES			RENDEMENT RÉEL DE L'INDICE S&P 500(%)				INDICATEURS ÉCONOMIQUES (%)								
<div style="display: flex; justify-content: space-between;"> <div style="width: 30%;"> <p><span style="color: #4F81BD;">■</span> Congrès contrôlé par les démocrates</p> <p><span style="color: #A52A2A;">■</span> Congrès contrôlé par les républicains</p> <p><span style="color: #FFD700;">■</span> Congrès divisé</p> </div> <div style="width: 30%; text-align: center;"> <p>ANNÉE</p> <p>1 2 3 4</p> </div> <div style="width: 30%;"> <p>MANDAT TOTAL (ANNÉES)</p> <p>BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN (RÉELS, PAR AN)</p> <p>CROISSANCE (PAR AN)</p> <p>INFLATION (PAR AN)</p> <p>TAUX DE CHÔMAGE (MOY.)</p> <p>CROISSANCE DES SALAIRES RÉELS (PAR AN)</p> </div> </div>			PRÉSIDENT	PARTI POLITIQUE	INAUGURATION	1	2	3	4	MANDAT TOTAL (ANNÉES)	BONS DU TRÉSOR AMÉRICAIN (RÉELS, PAR AN)	CROISSANCE (PAR AN)	INFLATION (PAR AN)	TAUX DE CHÔMAGE (MOY.)	CROISSANCE DES SALAIRES RÉELS (PAR AN)
FDR / Truman	Démocrate	1945	34	-26	-3	3	-0.5	-4.4	-2.4	2.9	3.3	—			
Truman	Démocrate	1949	25	27	18	-17	11.6	-1.2	5.6	2.7	4.4	6.4			
Eisenhower	Républicain	1953	-2	53	31	4	19.5	0.5	2.9	0.9	4.2	4.3			
Eisenhower	Républicain	1957	-14	41	10	-1	7.5	1.0	2.1	1.9	5.4	-0.1			
JFK / Johnson	Démocrate	1961	26	-10	21	15	12.2	2.1	5.2	1.2	5.8	5.6			
Johnson	Démocrate	1961	11	-13	21	6	5.2	-1.5	5.1	3.3	4.0	6.1			
Nixon	Républicain	1969	-14	-2	11	16	2.0	1.0	3.3	4.5	4.9	3.9			
Nixon / Ford	Républicain	1973	-24	-39	30	19	-7.7	-1.9	2.2	8.3	6.6	0.6			
Carter	Démocrate	1977	-14	-2	5	20	1.6	-9.5	3.2	10.3	6.6	1.4			
Reagan	Républicain	1981	-14	18	19	2	5.3	9.2	3.3	5.1	8.5	2.6			
Reagan	Républicain	1985	28	17	1	12	14.2	9.4	3.9	3.4	6.5	4.0			
Bush	Républicain	1989	27	-9	27	5	11.3	7.5	2.2	4.2	6.2	1.8			
Clinton	Démocrate	1993	7	-1	35	20	14.3	5.3	3.4	2.8	6.1	1.5			
Clinton	Démocrate	1997	32	27	18	-13	14.7	5.4	4.2	2.4	4.5	5.0			
Bush	Républicain	2001	-13	-25	27	8	-2.9	4.5	2.4	2.4	5.4	0.9			
Bush	Républicain	2005	2	13	1	-37	-7.4	5.8	1.1	2.5	5.0	1.4			
Obama	Démocrate	2009	24	14	-1	14	12.3	2.8	1.4	2.3	8.8	0.6			
Obama	Démocrate	2013	31	13	1	10	13.1	0.1	5.8	1.2	6.0	2.4			
Trump	Républicain	2017	20	-6	29	4	14.7	3.5	1.8	1.9	4.1	2.8			
Biden	Démocrate	2021	21	-25	18	—	2.5	-8.5	3.0	6.0	4.5	1.4			
<b>TOTALITÉ DE LA PÉRIODE</b>	80		<b>7.9</b>	<b>0.6</b>	<b>15.3</b>	<b>3.4</b>	<b>6.7</b>	<b>0.4</b>	<b>2.9</b>	<b>3.4</b>	<b>5.5</b>	<b>2.7</b>			
Démocrate	40	50	18.8	-1.4	12.6	5.1	8.5	-0.3	3.3	3.3	5.4	3.3			
Républicain	40	50	-2.0	2.7	18.1	1.8	4.9	1.0	2.5	3.5	5.7	2.2			

Source : Rothschild & Co, 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



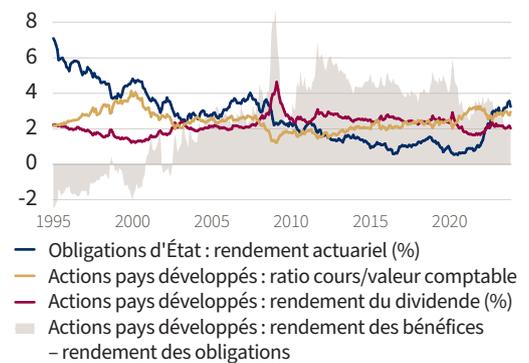
Source : OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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



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

## ACTIONS/OBLIGATIONS – VALORISATIONS RELATIVES



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	4.3	-1.5	-18.1
Gilt britannique à 10 ans	4.2	-2.7	-20.0
Bund allemand à 10 ans	2.4	-1.1	-18.5
Obligation d'État suisse à 10 ans	0.9	2.7	-8.2
Obligation d'État japonaise à 10 ans	0.7	-1.5	-3.1
Crédit mondial : investment grade (USD)	3.9	2.6	-8.8
Crédit mondial : haut rendement (USD)	9.0	9.5	1.9
Émergents (USD)	7.6	5.6	-11.4

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	2.1	11.3	23.3
Développés	2.0	12.2	27.5
Émergents	2.9	4.4	-4.8
États-Unis	1.5	13.7	27.5
Zone euro	3.3	11.0	25.4
Royaume-Uni	4.1	2.3	36.9
Suisse	3.1	-0.8	7.5
Japon	2.2	22.5	44.3

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)	116	-1.4	8.7
Euro (EUR)	135	5.6	2.8
Yen (JPY)	72	-6.0	-24.5
Livre sterling (GBP)	83	3.9	6.2
Franc suisse (CHF)	191	5.7	14.3
Yuan chinois (CNY)	140	-0.7	4.5

Source : Bloomberg, Rothschild & Co

## MATIÈRES PREMIÈRES ET VOLATILITÉ

	RENDEMENT (%)	1 AN (%)	3 ANS (%)
Indice spot CRB (1994 = 100)	274	-2.2	71.0
Pétrole brut Brent (\$/b)	83	-3.0	74.0
Or (\$/once)	2,036	15.1	14.6
Métaux industriels (1991 = 100)	315	-10.7	11.5
Volatilité implicite des actions : VIX (%)	13	-37.2	-37.2
Volatilité implicite des obligations : MOVE (bps)	115	-9.4	182.4

Source : Bloomberg, Rothschild & Co

Toutes les données sont en date du 30 novembre 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 Within'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).