



PERSPECTIVES DE MARCHÉ | FÉVRIER 2024

# Désinflation, marché chinois et valorisations boursières



## Avant-propos

### CONTENTS

- 03 Le point sur la (dés) inflation
- 07 La patience à l'égard du marché boursier chinois touche à ses limites
- 11 Valorisation des actions américaines : tout est affaire d'EVA

Six semaines après le début de la nouvelle année, le constat est déjà là : s'il est *possible* que la géopolitique affecte les portefeuilles en 2024, il est *certain* que le cycle économique aura une incidence. Les obligations ont reculé, tandis que les actions ont progressé. Dans les deux cas, le moteur était le même : la résilience économique.

Avec des taux de chômage qui restent peu élevés, les banques centrales ne sont pas pressées d'assouplir leur politique. Sachant en outre que les anticipations de baisses de taux se sont un peu calmées sur les marchés monétaires (comme nous nous y attendions), les obligations ont perdu une partie des gains enregistrés à la fin de l'an dernier.

Le message « plus hauts pour plus longtemps » n'est pas vraiment une bonne nouvelle pour les actions. Cependant, la résilience qui empêche les taux de baisser est aussi celle qui soutient les bénéfices des entreprises, ce qui a permis une fois de plus aux actions d'évoluer en sens inverse des obligations.

Nous ne sommes pas encore sortis d'affaires sur le plan cyclique (cette phrase devrait être programmée sur le clavier des stratégestes...). La géopolitique pourrait encore affecter l'offre de façon plus marquée. Il est également possible que la croissance soit trop résiliente pour être rassurante, entraînant un rebond de l'inflation qui pousserait les taux directeurs vers de nouveaux sommets – une situation que les actions auraient du mal à ignorer.

La bonne tenue des bénéfices associée à la poursuite de la désinflation entretient un environnement favorable qui pourrait continuer à soutenir les actions. Lorsque les taux finiront par diminuer, il pourrait également soutenir les obligations, surtout depuis que les rendements ont légèrement fléchi.

Dans cette optique, nous revenons ci-dessous sur les tendances récentes en matière d'inflation. Nous nous intéressons ensuite à la situation décevante du marché boursier chinois, qui reste à la traîne des indices boursiers américains et mondiaux.

Mettant de côté les préoccupations tactiques, nous nous interrogeons également sur la question de savoir pourquoi les actions américaines déjouent les prévisions pessimistes depuis non seulement un an, mais aussi depuis une génération. Nous pensons que c'est une question d'EVA...

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

Crédit image : billet de 50 CNY,  
gros plan © Getty Images.

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

© 2024 Rothschild & Co  
Wealth Management

Date de publication : février 2024.  
Valeurs : tous les chiffres sont à la date  
du 14 février 2024, les textes au  
15 février 2024

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

# Le point sur la (dés)inflation

Il y a eu cinq grandes vagues d'inflation par le passé. À l'exception de la première – la Révolution des prix du XVI<sup>e</sup> siècle – la plupart de ces épisodes étaient directement liés à des conflits : les guerres napoléoniennes, les deux guerres mondiales et le conflit israélo-arabe des années 1970 (bien que ce dernier épisode ait sans doute eu des causes plus profondes).

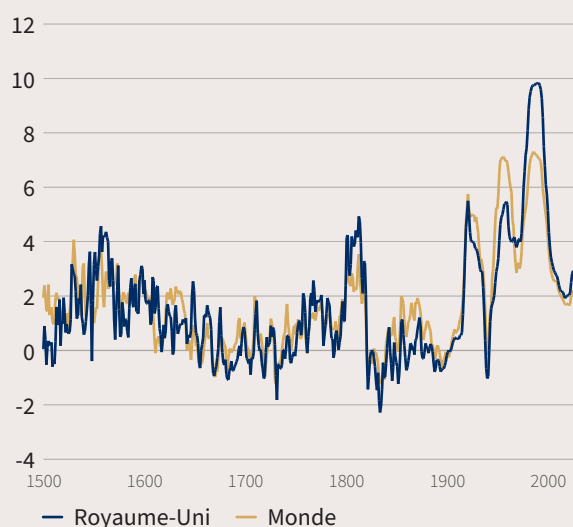
Toutefois, en dépit d'une situation géopolitique tendue, il est peu probable que l'épisode actuel se transforme en sixième vague (figure 1).

L'évolution de l'inflation a été plus encourageante ces derniers mois. L'inflation globale est en baisse depuis plus d'un an et se situe à des niveaux relativement proches de l'objectif de 2 % des banques centrales (figure 2). L'inflation sous-jacente (ou inflation de base), qui exclut les composantes plus volatiles que sont l'alimentation et l'énergie, est également orientée à la baisse. Il est intéressant de noter que la variation semestrielle annualisée de la mesure d'inflation favorite de la Réserve fédérale, à savoir le déflateur des dépenses privées hors alimentation et énergie (« *Core PCE Deflator* »), était légèrement inférieure à 2 % en décembre.

Surtout, ce ralentissement de l'inflation des prix à la consommation (IPC) a été généralisé dans les quatre principales catégories de l'indice : l'énergie, l'alimentation, les biens et les services.

**FIGURE 1 : 500 ANS D'INFLATION**

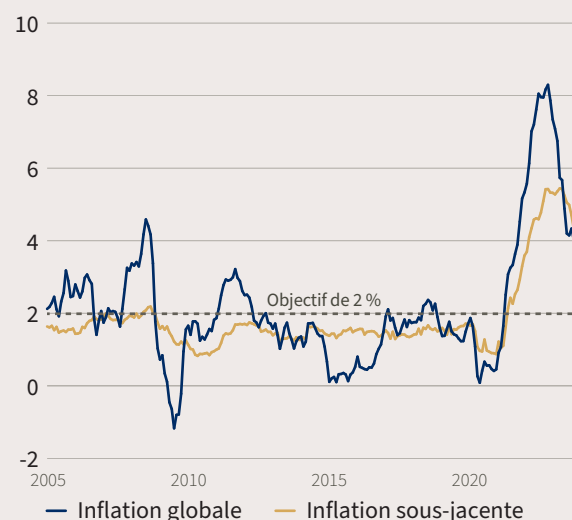
Moyenne mobile sur 20 ans (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Banque d'Angleterre, FMI  
Note : la série « Monde » correspond à la moyenne pondérée en fonction du PIB des chiffres des États-Unis, du Royaume-Uni, de l'Allemagne, de la France, de l'Italie, de l'Espagne, des Pays-Bas et du Japon. Les données 2024-2028 correspondent aux prévisions des Perspectives de l'économie mondiale de l'FMI.

**FIGURE 2 : INFLATION DANS LES ÉCONOMIES DÉVELOPPÉES**

En glissement annuel (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg  
Note : la série des marchés développés correspond à la moyenne pondérée en fonction du PIB des chiffres des États-Unis, du Canada, de la zone euro, du Royaume-Uni, de la Suisse, du Danemark, de la Norvège, de l'Australie, du Japon, de la Nouvelle-Zélande et de Singapour.

## LES PRIX DE L'ÉNERGIE ET DES DENRÉES ALIMENTAIRES CONTINUENT DE BAISSER

Dans les faits, l'IPC de l'énergie est *déflationniste* : les prix baissent depuis déjà un certain temps, aux États-Unis comme en Europe.

Aux États-Unis, cette composante est largement influencée par le prix de l'essence, qui est lui-même très sensible aux fluctuations des cours du pétrole brut. Ces derniers sont toujours inférieurs à leurs niveaux de l'an dernier - et bien en deçà de leurs sommets de 2022 - ce qui explique pourquoi la partie énergie du panier de l'IPC est déflationniste depuis si longtemps (figure 3).

L'escalade au Moyen-Orient pourrait bien sûr faire grimper les prix du pétrole, mais le contexte est très différent de celui des années 1970. D'une part, le monde est moins dépendant du pétrole en tant que source d'énergie. Alors qu'il représentait 40 % de la consommation mondiale d'énergie primaire à l'époque, ce chiffre est plus proche de 30 % aujourd'hui. En outre, la production est plus diversifiée sur le plan géographique, et donc moins vulnérable, depuis que l'Alaska, le Mexique, la mer du Nord et les schistes américains - entre autres - sont venus approvisionner le marché ces dernières décennies. Malgré les réductions de production à répétition du cartel OPEP+ dirigé par les Saoudiens, il n'y a pas eu d'embargo généralisé sur le pétrole et, malgré les sanctions, la production russe ne semble pas vraiment avoir été perdue pour tout le monde.

En Europe, les prix de gros du gaz naturel se sont effondrés par rapport aux sommets atteints après l'invasion et, plus récemment, ils ont presque diminué de moitié au cours des trois derniers mois (figure 3). L'Europe a certes eu la chance de connaître jusqu'à présent un hiver plutôt doux, mais elle s'est également adaptée à la réduction des importations russes par gazoduc et a conservé des niveaux de stock élevés. Le plafonnement des prix de l'énergie mis en place par certains gouvernements n'a pas encore complètement suivi la chute des prix de gros et la déflation énergétique devrait encore se poursuivre pendant quelques mois.

FIGURE 3 : PRIX DE GROS DE L'ÉNERGIE

(axe de gauche : USD ; axe de droite : EUR)

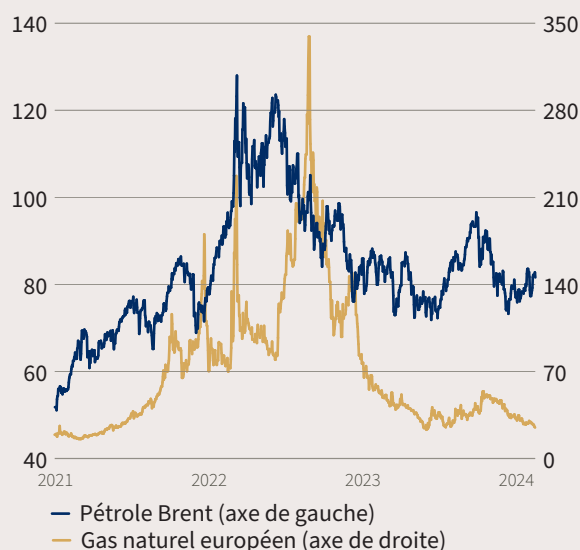
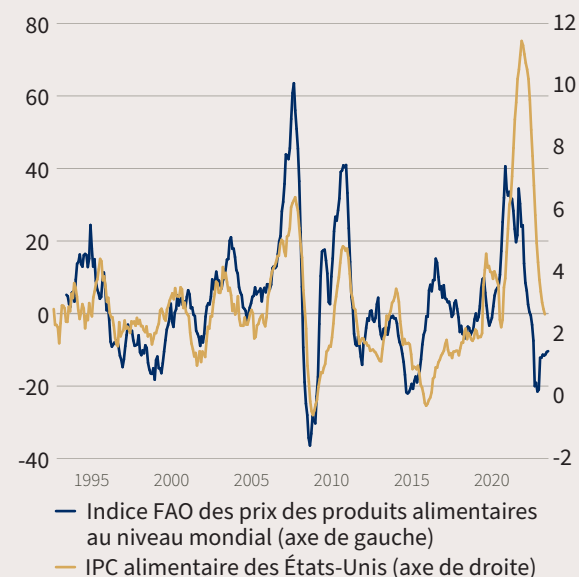


FIGURE 4 : INFLATION DES PRIX ALIMENTAIRES MONDIAUX

En glissement annuel (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

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

Note : l'indice des prix alimentaires mondiaux de la FAO a été décalé de huit mois.

De leur côté, les cours mondiaux des denrées alimentaires continuent de baisser, ayant perdu environ 10 % sur la période de douze mois se terminant en janvier 2024. Sachant que les fluctuations des prix de gros ont tendance à influencer les prix observés dans les rayons des supermarchés, l'inflation des prix alimentaires devrait donc continuer à se réduire pendant l'année (figure 4).

### L'INFLATION DES PRIX DES BIENS RESTE MODÉRÉE

À la suite de l'assouplissement des restrictions liées à la pandémie en Chine et du rééquilibrage de l'offre et de la demande qui s'est ensuivi au niveau mondial, l'inflation de l'IPC des biens au sens large a considérablement ralenti des deux côtés de l'Atlantique. Cependant, les récentes perturbations en mer Rouge - une route commerciale clé entre l'Europe et l'Asie, qui représente un dixième du volume des échanges mondiaux - font peser des incertitudes sur la poursuite de cette tendance.

Les délais de livraison s'allongent à mesure que les flottes marchandes changent d'itinéraire. Les taux spot mondiaux des conteneurs maritimes ont déjà presque triplé depuis le début du mois de décembre, ce qui ne manquera pas d'affecter les marges bénéficiaires, la production et les prix à la consommation (figure 5).

Ils reviennent toutefois de niveaux très bas - à peine un tiers de leurs sommets de fin 2021. À l'époque, le choc de l'offre s'était largement concentré sur la Chine, l'acteur le plus important du commerce mondial, qui abrite les plus grands ports du monde. Les achats occidentaux de biens étaient également soutenus par les généreux programmes de soutien liés à la pandémie. Depuis, l'économie des services s'est rouverte, tandis que la croissance de la demande globale s'est ralentie après la forte remontée des taux d'intérêt.

Un redémarrage de l'inflation liée aux biens est prévisible en raison des perturbations commerciales actuelles, mais son impact ne devrait pas, à notre avis, être trop sévère.

**FIGURE 5 : TAUX SPOT MONDIAUX DES CONTENEURS MARITIMES**

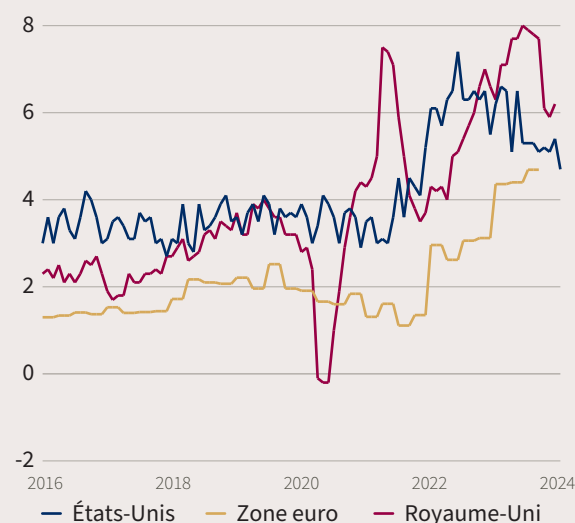
Par conteneur de 40 pieds (en milliers d'USD)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Drewry Research

**FIGURE 6 : CROISSANCE DES SALAIRES NOMINAUX**

En glissement annuel (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Federal Reserve Bank of Atlanta, Eurostat, Office for National Statistics du Royaume-Uni

## L'INFLATION PERSISTE DANS LES SERVICES

Les prix des services, qui sont l'une des principales composantes des paniers de l'IPC américain et européen, ont progressivement ralenti, mais ils demeurent l'élément le plus tenace de l'équation de l'inflation. La principale menace provient de la forte croissance des salaires, d'autant plus que les marchés de l'emploi apparaissent toujours tendus. Aux États-Unis, par exemple, le taux de chômage est toujours proche de son niveau le plus bas depuis un demi-siècle, tandis que celui de la zone euro est à son plus bas depuis le début du siècle, moment de la formation du bloc. Si le taux de chômage du Royaume-Uni n'est pas aussi remarquable d'un point de vue historique, il reste très bas et, après une première hausse, il a en fait *chuté* au cours du second semestre de l'an dernier.

Cependant, même si la demande de main-d'œuvre reste ferme, une spirale salaires-prix plus dangereuse - qui avait été l'un des principaux moteurs de l'inflation dans les pays occidentaux au cours des années 1970 - semble peu probable. Les marchés de l'emploi ont connu de nombreux changements structurels au cours des dernières décennies. Les pratiques de travail et les négociations salariales sont plus flexibles, les taux de syndicalisation sont plus faibles, la mondialisation a augmenté le réservoir de main-d'œuvre disponible et, plus récemment, le travail à distance a peut-être aussi décentralisé davantage la fixation des salaires, en la rendant moins antagoniste. Nous sommes encore loin d'un nouvel « hiver du mécontentement ».

Les taux de croissance des salaires réels (ajustés pour l'inflation) sont redevenus positifs, mais uniquement parce que l'inflation globale a décéléré plus rapidement que la croissance des salaires nominaux, laquelle est également en train de ralentir (figure 6).

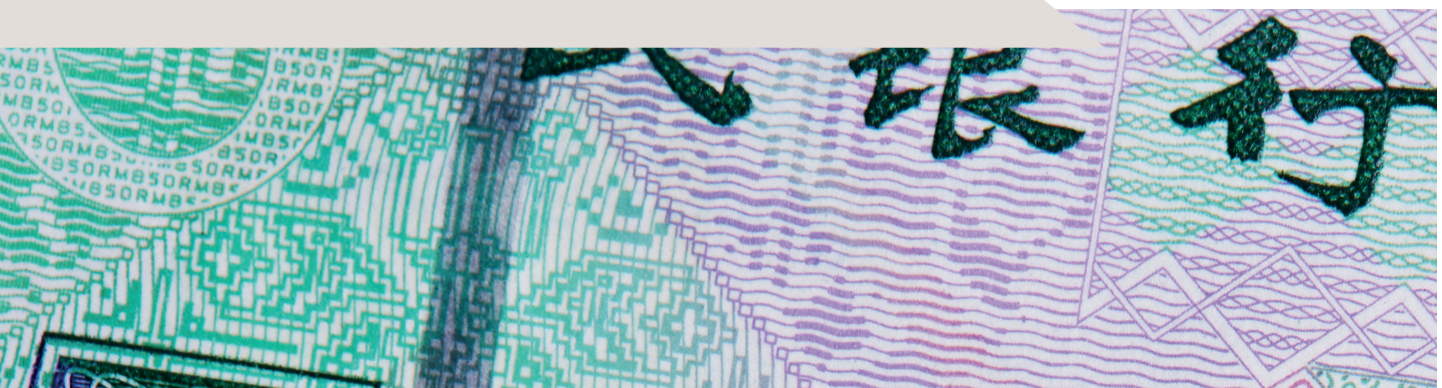
Dans le secteur des services, la composante « logement » de l'inflation américaine - une mesure des coûts de logement et de location qui représente plus d'un tiers du panier total de l'IPC des États-Unis - a elle aussi résisté. Elle s'est toutefois orientée à la baisse et devrait continuer dans cette direction. La hausse des loyers et des coûts du logement s'est considérablement ralentie, et l'IPC du logement a tendance à accuser un retard d'environ un an par rapport à ces indicateurs, en raison de son mode de calcul.

## CONCLUSION

Il existe des similitudes de surface entre l'épisode inflationniste actuel et les cinq vagues du passé, en raison du rôle joué par la géopolitique et les conflits. Cela fait toutefois un certain temps que les deux principaux moteurs de la hausse récente de l'inflation sous-jacente, à savoir les goulets d'étranglement post-pandémie et le laxisme des banques centrales, ont été inversés.

Les risques demeurent, bien entendu. Le plus important à nos yeux est celui d'une nouvelle intensification des tensions commerciales entre la Chine et les États-Unis en cas de nouvelle dégradation de la situation autour de Taïwan - ou de retour du président Trump à la Maison-Blanche en 2025.

Pour le moment, l'épisode actuel ne semble pas être à même de se transformer en « sixième » vague inflationniste d'importance historique. Nous maintenons notre perspective selon laquelle l'inflation finira par se stabiliser dans une fourchette supérieure à l'objectif, comprise entre 2 et 4 %, au sein des économies développées, en raison principalement de la forte croissance des salaires qui maintient la demande (et les coûts) à des niveaux élevés. Les principales banques centrales seront bien entendu mal à l'aise avec cette situation - et les taux pourraient ne pas baisser de sitôt, comme indiqué plus haut - mais les entreprises et les portefeuilles devraient pouvoir s'en accommoder.





# La patience à l'égard du marché boursier chinois touche à ses limites

« La patience est un arbre dont la racine est amère, et dont les fruits sont très doux. »  
– Confucius

Le Nouvel An lunaire est censé apporter espoir et renouveau. Pourtant, les festivités de cette année ont pour toile de fond un environnement plutôt morose, qui met à l'épreuve la patience des sinophiles les plus convaincus.

Les inquiétudes concernant la croissance, la géopolitique et l'autoritarisme du gouvernement ont considérablement entamé la confiance. Le marché boursier se traîne depuis trois ans, les cours ayant baissé de plus de la moitié par rapport à leur point haut du début de 2021 (figure 7). Pour de nombreux investisseurs extérieurs, la Chine est simplement devenue « non investissable ».

Les difficultés chinoises sont probablement surestimées. Les discours sur l'endettement excessif du secteur privé, sur l'effondrement du marché immobilier ou sur une éventuelle crise bancaire n'ont pas lieu d'être. Le défi auquel la Chine est confrontée n'est pas systémique. La question est plutôt de savoir dans quelle mesure la croissance actuelle est durable et comment les investisseurs peuvent se positionner sur un marché boursier de plus en plus politisé.

**FIGURE 7 : PERFORMANCES DES INDICES MSCI CHINA ET MSCI WORLD (MARCHÉS DÉVELOPPÉS)**

Indices rebasés, rendement total (janvier 2021 = 100, USD)



Source: Rothschild & Co, Bloomberg, MSCI

## LES DIFFICULTÉS DE LA CROISSANCE

Au cours des trente dernières années, la Chine a connu une croissance pour le moins extraordinaire : la croissance de son PIB réel s'est élevée en moyenne à près de 9 % par an depuis 1990, surpassant de loin celle des pays du G7 ou des autres membres de la cohorte des pays émergents asiatiques (figure 8). La production chinoise a été multipliée par 35 sur la période, et sa part dans la production mondiale est passée de 2 % à 17 % (en dollars américains).

Il y a dix ans, presque tout le monde prédisait que d'ici à 2030, la Chine éclipserait les États-Unis en tant que première économie mondiale. Mais même si elle y arrivait, est-ce qu'elle le resterait longtemps ? Le surinvestissement, les prix élevés de l'immobilier et les difficultés démographiques sont autant de vents contraires potentiels. L'aspiration de longue date de la Chine à passer à une croissance fondée sur la consommation ne s'est pas concrétisée. Certains parlent (à tort) d'une « japonisation » de la Chine.

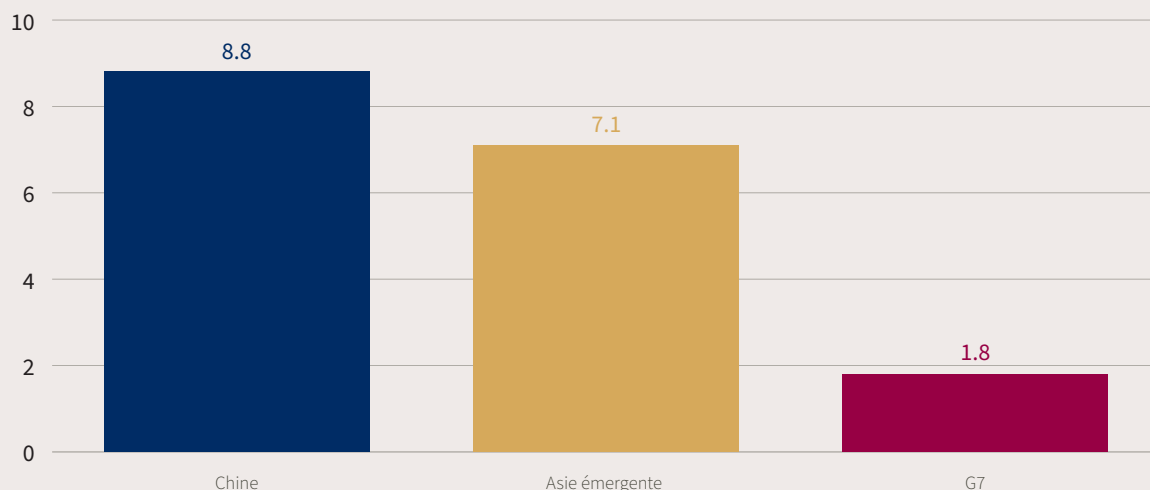
Cette croissance chinoise exceptionnelle est imputable en grande partie à des taux d'investissement particulièrement élevés. Mais aujourd'hui, la majeure partie des infrastructures sont construites. En parallèle, le développement immobilier, intermédié par le système financier public, a fonctionné lorsque l'effet de levier était faible et que les logements étaient rares - et lorsque l'accession à la propriété était encore une aspiration. Aujourd'hui, la Chine a le taux de « propriété » le plus élevé au monde (la notion de propriété n'est pas la même qu'ailleurs) et la dette des entreprises - principalement celle de promoteurs immobiliers fortement endettés - avoisine 166 % du PIB (un chiffre élevé, même selon des normes occidentales).

Toutefois, si le secteur immobilier connaît actuellement un réajustement douloureux (et tardif), c'est en partie parce que les responsables politiques sont bien conscients que la croissance alimentée par la dette intérieure n'est pas durable. Des mesures ont été prises pour résoudre certains problèmes latents, tels que le système bancaire parallèle et la spéculation immobilière excessive. L'accent n'est plus mis sur la croissance inconditionnelle, mais sur la stabilité financière.

La menace que représente le fardeau de la dette du secteur privé est probablement exagérée. L'évocation d'un « moment Minsky » à venir ne semble pas opportune. Le système financier public chinois a la capacité d'empêcher la faillite de banques importantes - Pékin a déjà recapitalisé les banques et pourrait le refaire - et avec des réserves de change qui s'élèvent encore à quelque 3 000 milliards de dollars, le crédit international de la Chine est bon.

**FIGURE 8 : CROISSANCE DU PIB RÉEL DEPUIS 1990**

Taux de croissance annuel moyen (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, IMF



Un effondrement des prix de l'immobilier, comme celui que le Japon a connu dans les années 1990, semble peu probable. L'épargne intérieure élevée de la Chine, ses réserves de change et son compte de capital en partie fermé protègent l'économie (et le système bancaire) du risque d'une fuite importante de capitaux et d'une crise de la balance des paiements. Sachant que l'immobilier représente près de 70 % du patrimoine des ménages (les moyennes du G7 sont proches de la moitié), un rééquilibrage intérieur radical au détriment de l'immobilier semble peu probable.

Après deux ans de récession, le secteur manufacturier mondial semble être en train de passer le cap. En parallèle, la légère déflation observée en Chine résulte en grande partie de la normalisation des prix alimentaires, et non d'un effondrement de la demande intérieure. L'économie n'est pas si fragile.

Bien qu'un atterrissage brutal de l'économie semble improbable, on imagine difficilement une nouvelle accélération impulsée par les pouvoirs publics. Jusqu'à présent, les tentatives de relance de l'économie ont été modestes et très ciblées.

Pour remettre les choses en perspective, le taux de croissance de 5 % de l'an dernier reste plus de deux fois supérieur à celui des pays développés. En termes de surcroît de PIB, cela équivaut à un taux de croissance de 20 % en 2010 pour une économie qui était alors quatre fois plus petite. La Chine pourrait simplement avoir un potentiel (et un besoin) plus limité de développement rapide. Une croissance plus lente et plus régulière n'est pas forcément une mauvaise chose.

### LA MAIN VISIBLE DU CAPITALISME CHINOIS

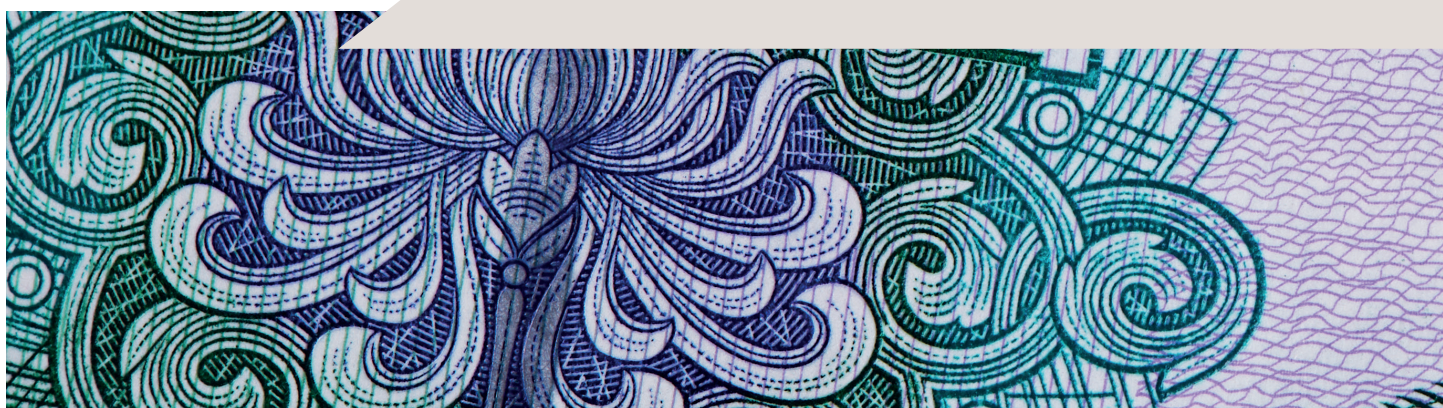
La faiblesse récente du marché boursier est générale : la plupart des secteurs ont perdu plus d'un cinquième de leur valeur au cours des trois dernières années. Cependant, deux grandes valeurs « technologiques » (Alibaba et Tencent), qui représentent un cinquième de l'indice, sont responsables d'un quart de la baisse du marché.

Nous estimons que cette faiblesse du marché est imputable en grande partie à des facteurs extra-économiques, en particulier les pressions réglementaires et les frictions commerciales persistantes avec les États-Unis. Les tensions autour de Taïwan jouent un rôle bien sûr, mais elles affectent les marchés mondiaux, et pas seulement les actions chinoises.

Les pressions réglementaires se sont manifestées dans des secteurs où les objectifs sociaux et le pouvoir du marché ne parvenaient pas à s'accorder. Bien qu'elle se soit atténuée au cours de l'année écoulée, la récente « reprise en main » du secteur des jeux vidéo montre qu'il serait prématuré d'imaginer que l'interventionnisme du président Xi puisse s'arrêter là.

Jusqu'à récemment, la réglementation chinoise était relativement souple dans certains secteurs – sa position à l'égard des préoccupations antitrust dans le secteur des technologies en constitue un exemple. Plus généralement, elle permettait aux entreprises de nombreux secteurs de prospérer dans ce qui était en fait un jardin clos sans véritables acteurs étrangers concurrents. Son durcissement récent correspond en partie à un effort de rééquilibrage de l'environnement réglementaire, et non à une volonté globale de contraindre China S.A..

Cela étant dit, il ne fait aucun doute que la « main visible » du capitalisme d'État chinois a pesé sur la rentabilité des entreprises. L'espoir - y compris de notre part - qu'elle cesse de le faire a été déçu. Quelques chiffres illustrent de manière frappante cet état de fait. Depuis que la Chine a rejoint l'Organisation mondiale du commerce à la fin de 2001 dans l'enthousiasme général,



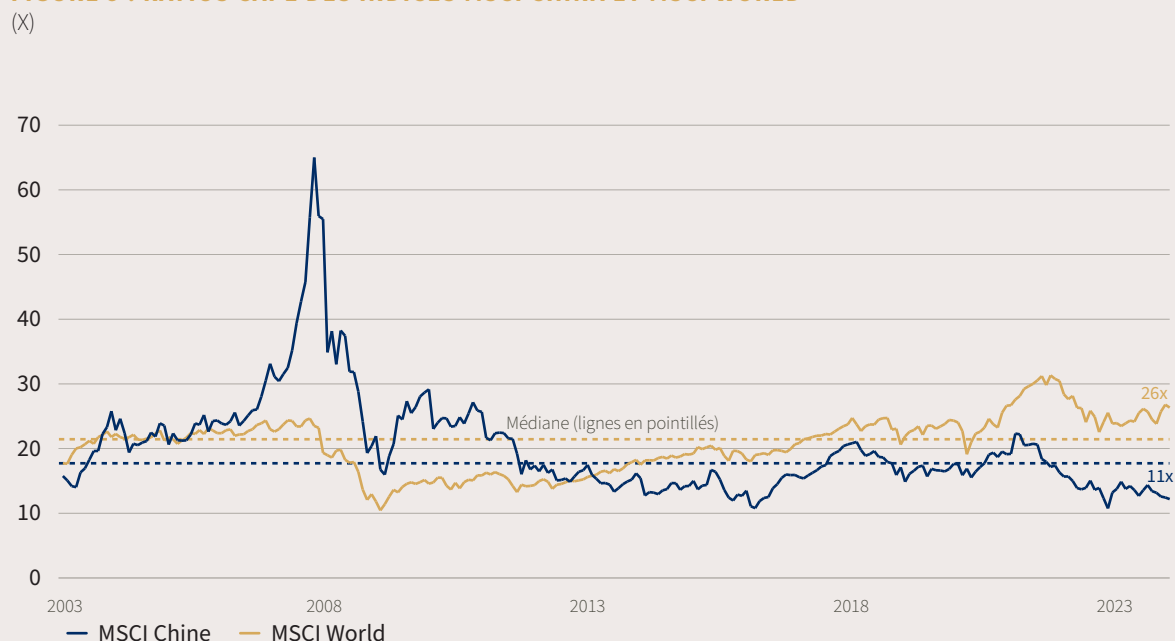
la croissance de son PIB nominal (en dollars) a affectivement dépassé celle des États-Unis de quelque 6 points de pourcentage par an. En revanche, la croissance du bénéfice par action de l'indice MSCI China (toujours en dollars) n'a dépassé celle de l'indice MSCI US que de 2 points de pourcentage par an sur la même période. La croissance économique spectaculaire de la Chine ne s'est pas répercutée sur les résultats des entreprises.

Nous pensons que cela va changer et qu'un capitalisme plus conventionnel va lentement s'enraciner (même si le parti communiste chinois reste au pouvoir). Cela fait toutefois longtemps que nous avons le même point de vue sur le modèle japonais, qui continue lui aussi à décevoir (malgré le récent rebond du marché boursier). Il y a peu de causes macro-économiques que nous défendons en dehors des États-Unis et nous perdons peu à peu l'envie de le faire pour la Chine.

Malgré des résultats peu enthousiasmants, le marché boursier chinois présente au moins l'avantage d'être bon marché. Son ratio cours/bénéfice corrigé des variations cycliques (CAPE) est inférieur de près d'un tiers à sa tendance à long terme, tandis que le reste du monde se situe au-dessus de la tendance (figure 9). En termes de niveaux, les valorisations chinoises se négociaient auparavant avec une décote d'environ un cinquième par rapport à leurs homologues des marchés développés. Cette décote est aujourd'hui proche de la moitié. En outre, les déceptions récentes en matière de bénéfices sont en partie le reflet du cycle manufacturier mondial.

Ce n'est pas la première fois que la Chine déçoit les investisseurs. Entre 2015 et 2016, le marché boursier (et ses bénéfices) avait connu une déroute similaire. À l'époque, lors du « lundi noir » chinois, les actions chinoises avaient perdu près d'un dixième de leur valeur en une seule journée. Malgré les interventions de Pékin, le marché boursier national s'était contracté de presque 50 % et il avait fallu deux ans et demi pour que les actions retrouvent leurs niveaux d'origine. Les inquiétudes liées à la croissance et à l'immobilier dominaient également les esprits à l'époque. Cependant, bien que nous soyons des investisseurs patients qui ne partagent pas l'avis largement répandu selon lequel la Chine serait « non investissable », nous serions plus rassurés si la stabilité revenait prochainement. Dans le cas contraire, nos investissements en actions mondiales se focaliseraient encore davantage sur les États-Unis.

**FIGURE 9 : RATIOS CAPE DES INDICES MSCI CHINA ET MSCI WORLD**



Source : Rothschild & Co, Bloomberg

# Valorisation des actions américaines : une affaire d'EVA

## LES ACTIONS ONT SURMONTÉ À PLUSIEURS REPRISES LE « MUR D'INQUIÉTUDES » ...

Nous avons souvent mentionné le « mur d'inquiétudes » auquel se heurtent les investisseurs. S'il apparaissait particulièrement intimidant à la fin de l'année 2022, il n'a pas encore disparu. Il semblerait que ce n'est jamais le bon moment pour investir, tout au moins si l'on en croit les avis macroéconomiques établis dont nos magazines financiers favoris se font l'écho.

Et pourtant, les actions ont gravi plusieurs fois l'Eiger, emmenées par le marché américain (qui est, au passage, le moins mal réglementé et le plus liquide des grands marchés – venez donc nous parler de notions comme la prime de « risque » et d'« illiquidité »...).

L'indice MSCI des actions américaines a été multiplié par 30 depuis février 1984 (et multiplié par 10 environ depuis son point bas de la crise financière mondiale en mars 2009). D'un point de vue arithmétique, la majeure partie de sa progression depuis 1984 peut être attribuée aux bénéfices des entreprises, qui ont plus que décuplé en valeur nominale (et plus que quadruplé en termes réels). Cependant, l'augmentation du ratio cours/bénéfice (ou P/E, de l'anglais Price/Earnings) en période glissante explique également plus du doublement de sa valeur.

*(NB : nous utilisons les indices MSCI dans notre analyse pour des raisons de comparabilité internationale. L'indice américain le plus visible est probablement le S&P500, qui a enregistré des performances comparables).*

Depuis le départ, cette ascension du marché a été considérée avec incrédulité, voire mépris. En particulier, la « longueur » emmenée par le ratio P/E a été examinée avec dédain, à travers toutes sortes de jumelles, par les alpinistes en fauteuil de la Petite Scheidegg. Des romans ont été écrits sur les niveaux de prix insoutenables du marché. Et pourtant, les multiples sont restés supérieurs aux tendances antérieures et l'ascension du marché s'est poursuivie.

## ... MAIS LES BASES SONT PEUT-ÊTRE PLUS SOLIDES QU'ON POUVAIT LE CRAINDRE

Nous avons depuis longtemps le sentiment que les actions américaines sont peut-être moins exposées qu'on ne le craint généralement. Plus précisément, l'expansion des coefficients de capitalisation pourrait reposer en grande partie sur une base solide qui se cachait depuis le départ sous nos yeux.

La valorisation des actions est un processus inévitablement subjectif (et imprécis), mais si on devait le réduire à sa plus simple expression, il consiste avant tout à estimer la valeur actuelle nette (VAN) des flux de trésorerie qu'elles génèrent. L'un des principaux facteurs de cette estimation est la rentabilité des entreprises concernées. En outre, nous devons comparer cette rentabilité au retour sur investissement que nous pourrions obtenir par ailleurs, et ce taux de rendement minimal (« hurdle rate ») représente un deuxième facteur clé.

En pratique, cela veut dire que nous comparons le rendement des capitaux propres utilisés dans l'entreprise au coût de ses capitaux propres. Le rendement des capitaux propres se calcule facilement en divisant les bénéfices par la valeur comptable. Le coût des capitaux propres est plus difficile à évaluer, mais son principal facteur de variation est la valeur temps de l'argent, à savoir le taux d'actualisation, généralement représenté par le rendement des obligations à long terme.

L'écart entre les deux est le principal facteur explicatif de ce que nous appelions autrefois la valeur ajoutée économique (ou EVA, de l'anglais *Economic Value Added*). Ce terme est quelque peu tombé en désuétude après les années 2000, car pendant une grande partie de cette période, les valeurs de marché n'étaient plus déterminées par les flux de trésorerie actualisés, mais par les variations de l'appétence au risque et la mode institutionnelle (telle que l'investissement guidé par le passif, ou LDI, de l'anglais *Liability-Driven Investment*). L'idée est néanmoins toujours restée à la base de nos notions de valorisation des actions.

L'EVA doit être positive, car sinon, il serait plus rentable d'investir ailleurs. Il est toutefois arrivé que les estimations fassent ressortir une EVA globale négative au niveau du marché, le secteur coté détruisant apparemment de la valeur. Il s'agissait généralement de situations de courte durée, dans des moments de creux du cycle économique, lorsque les bénéfices sont au plus bas. Il y a eu toutefois des périodes plus longues de destruction de valeur au cours des années 1970 et 1980 dominées par la stagflation. C'est sans doute la reprise qui a fait suite à cette triste situation qui explique l'augmentation des ratios P/E.

Ce redressement de l'EVA se poursuit désormais depuis presque quarante ans. Et ce n'est pas seulement le Professeur Rétrospectif qui parle : il a été manifeste pendant au moins la moitié de cette période, résultat à la fois de l'amélioration de la rentabilité des entreprises et de la diminution du coût du capital (figure 10).

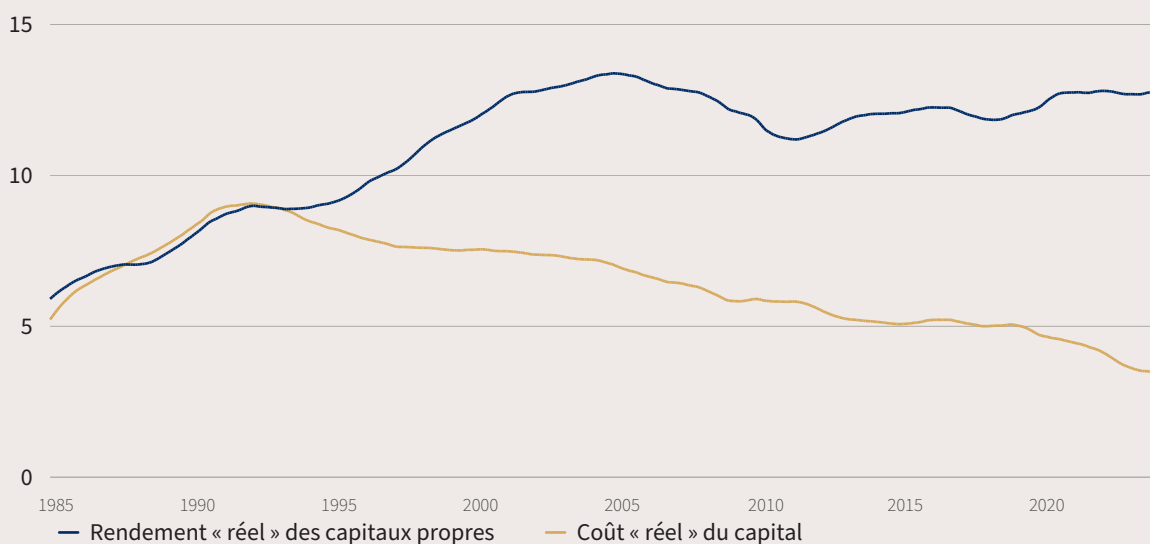
### LES ENTREPRISES CRÉENT DAVANTAGE DE VALEUR ÉCONOMIQUE...

Pourquoi cette tendance a-t-elle été autant ignorée, voire discréditée ? Certains considèrent que l'augmentation de la rentabilité n'est pas réelle et s'explique par l'ingénierie financière (rachats d'actions ou, plus généralement, effet de levier). D'autres pensent qu'elle est purement cyclique ou transitoire (même après plusieurs décennies) et que les marges d'exploitation vont bientôt revenir vers une moyenne plus basse. D'autres encore affirment que les taux d'intérêt n'ont rien à voir avec la valorisation des titres, point final.

Les économistes, qui aiment bien montrer que ce qui fonctionne pourtant en pratique ne peut pas fonctionner en théorie, aiment à suggérer que tout cela n'est qu'un mirage. Si l'EVA avait effectivement atteint de tels niveaux, disent-ils, la concurrence l'aurait certainement et rapidement ramenée à la « normale », comme si nous avions tous réinventé Microsoft dans notre loft.

### FIGURE 10 : RENTABILITÉ EN HAUSSE, COÛT DU CAPITAL EN BAISSÉ

Rendement des capitaux propres et coût du capital, ajustés pour l'inflation (moyennes sur 10 ans, en %)



Source : Rothschild & Co, Datastream, MSCI

Si les raisons de ce scepticisme ont pu varier, la confiance avec laquelle il est exprimé n'a pas changé. Les arguments financiers les plus brillants sont souvent le fait des investisseurs à découvert. Les cyniques blasés qui savent exactement pourquoi tout cela finira dans les larmes apparaissent souvent plus intelligents (et autrement plus divertissants) que les observateurs certes moins véhéments, mais qui sont ouverts à d'autres points de vue (et moins portés aux relations publiques).

Nous ne sommes *pas* surpris de ces moteurs de l'EVA : nos modèles de valorisation s'appuient depuis les années 2000 sur des niveaux de rendement des capitaux propres – et de rendements obligataires – similaires à ceux d'aujourd'hui.

La figure 11 illustre la relation entre l'amélioration de notre estimation de l'écart entre rendement des capitaux propres et coût du capital et l'augmentation du ratio cours/bénéfice (P/E). Outre le fait que ces deux variables ne sont pas directement comparables (les unités sont différentes), le calcul d'un niveau de P/E justifié implique également de faire une estimation de la croissance prévisionnelle des bénéfices (lorsque nous le faisons, nous estimons généralement la « juste valeur » du P/E prospectif américain à environ 19x). Le graphique illustre toutefois notre argument : l'augmentation des coefficients de capitalisation n'est peut-être pas qu'un simple mirage.

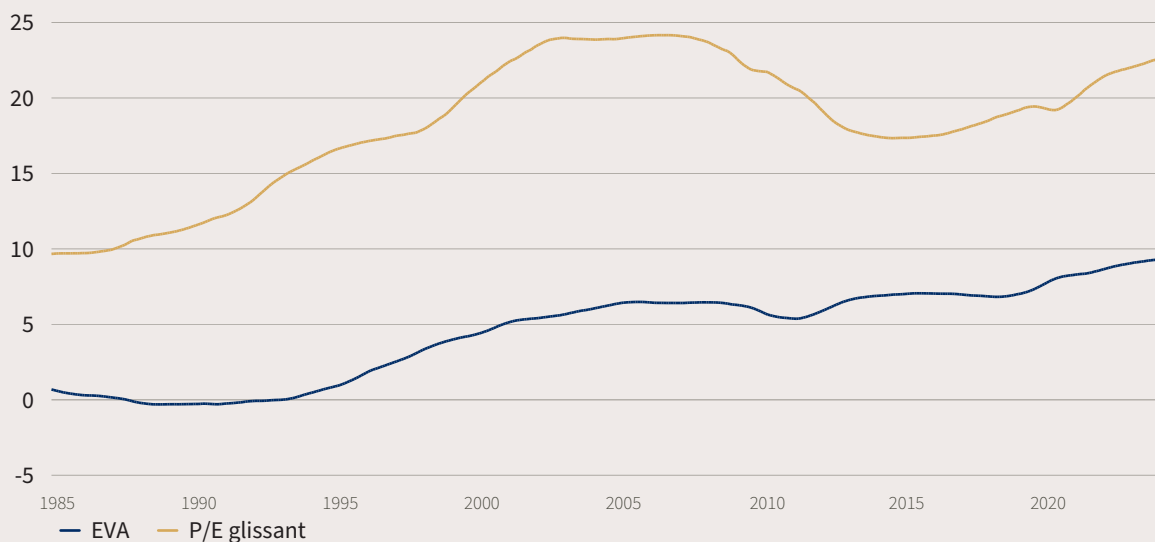
Cela étant dit, la progression facile de l'EVA est certainement derrière nous, et sa trajectoire risque de s'infléchir à partir de maintenant. Si nous sommes heureux de défendre le niveau récent des ratios P/E, nous ne sommes pas forcément prêts à nous engager sur la poursuite de leur ascension.

### ... NOTAMMENT PARCE QU'ELLES NE SONT PLUS LES MÊMES

Les deux moteurs de l'EVA doivent beaucoup à leurs points de départ respectifs. Dans les années 1970 et au début des années 1980 (une période dominée par la stagflation), la rentabilité des entreprises était particulièrement faible, tandis que les taux d'intérêt réels du début des années 1980 avaient fortement augmenté dans un contexte de rétablissement de la crédibilité monétaire. Aucun de ces deux points de départ n'était « typique », à savoir une valeur moyenne vers laquelle nous devrions revenir un jour.

#### FIGURE 11 : EST-CE UNIQUEMENT UNE AFFAIRE D'EVA ?

Un indicateur de l'EVA (moyenne sur 10 ans, pp) et P/E glissant (moyenne sur 10 ans, X) pour les États-Unis



Source Rothschild & Co, Datastream, MSCI

La **rentabilité des entreprises** a ensuite été stimulée par un environnement macroéconomique plus sain, un climat social moins tendu et – facteur le plus étonnant de tous, selon nous, parce qu’il est peut-être le plus structurel mais le moins remarqué – un changement important dans l’activité d’America S.A.

Pour utiliser des chiffres ronds, en 1970, 30 % environ de l’économie américaine était constituée d’industries privées productrices de biens – principalement des fabricants – tandis que les services privés représentaient environ 50 % du PIB. Plus récemment, ces chiffres ont été de l’ordre de 15 % et 70 %, respectivement, avec une nouvelle catégorie appelée « technologies de l’information et de la communication », qui pèse près de 5 %. On retrouve la même évolution, certes moins prononcée, dans l’ensemble des pays développés.

Si l’économie moderne produit principalement des biens immatériels, a-t-elle encore besoin d’autant d’usines et d’équipements ? Si les bilans sont plus petits, est-il pour autant plus facile de rémunérer le capital qu’ils contiennent ? Surtout si la pérennité de l’activité d’une entreprise comme Microsoft n’est pas aussi facile à reproduire que les manuels pourraient le laisser penser – pour revenir à l’exemple ci-dessus. La rentabilité pourrait donc se maintenir.

De son côté, l’effet de levier des entreprises américaines semble avoir peu évolué au cours de la période, tout au moins si l’on en croit les données de la comptabilité nationale.

**Les taux d’intérêt et les rendements obligataires** ont abandonné leurs sommets historiques du début des années 1980 pour redescendre à des niveaux historiquement bas ces dernières années (voire négatifs dans une grande partie de l’Europe). Cette descente est moins spectaculaire en termes réels, mais elle reste pentue.

Ces points bas n’ont jamais semblé durables. Malgré l’analyse héroïque de 800 ans de données mondiales de la Banque d’Angleterre, nous ne sommes toujours pas convaincus de l’existence d’une tendance séculaire de baisse des taux réels. Les niveaux actuels des taux nominaux et réels apparaissent plus normaux (selon nous), mais restent largement en deçà des sommets atteints il y a une quarantaine d’années.

#### **L’AUGMENTATION DES RATIOS P/E N’EST PAS VRAIMENT UNE SURPRISE**

Si les niveaux récents du rendement des capitaux propres sont durables et si les taux d’intérêt n’augmentent plus, notre indicateur de la valeur ajoutée économique restera à des niveaux historiquement élevés. Le point de départ pourrait avoir été plus exceptionnel que le point d’arrivée.

Les valorisations ne sont que rarement le moteur des rendements boursiers. C’est dans les moments où elles se situent à des niveaux exceptionnellement bas ou élevés, et qu’elles sont donc prêtes à s’inverser, qu’elles ont le plus d’influence. Nous estimons toutefois que l’expansion des ratios PE aux États-Unis au cours des trois dernières décennies repose en grande partie sur des bases plausibles.

Cela ne veut pas dire, bien sûr, que le reste de l’année 2024 sera sans surprise.

*Si les niveaux récents du rendement des capitaux propres sont durables et si les taux d’intérêt n’augmentent plus, notre indicateur de la valeur ajoutée économique restera à des niveaux historiquement élevés.*



# Économie et marchés : contexte

## CROISSANCE : PRINCIPALES ÉCONOMIES

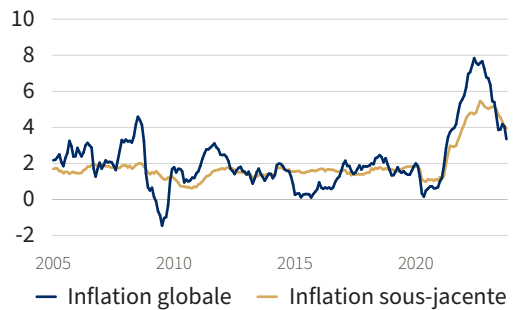
Confiance des entreprises : écarts types par rapport à la tendance



Source : Bloomberg, Rothschild & Co  
Composite des composantes prospectives des enquêtes manufacturières en Chine, en Allemagne, au Japon, au Royaume-Uni et aux États-Unis, approximativement pondérées en fonction du PIB.

## INFLATION G7

En glissement annuel (%)



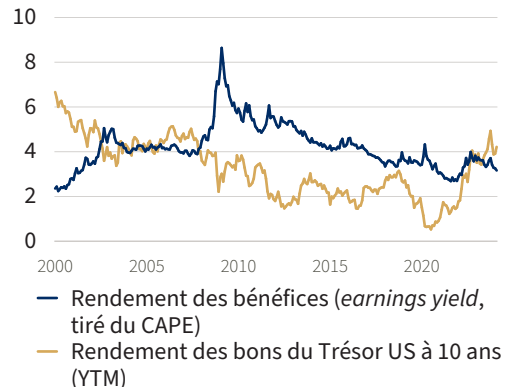
Source : OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

## RENDEMENTS DES ACTIONS ET DES OBLIGATIONS D'ÉTAT DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS



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

## ACTIONS ET OBLIGATIONS AMÉRICAINES – VALORISATIONS RELATIVES



Source : MSCI, Datastream, Bloomberg, Rothschild & Co

## ACTIONS

Indices MSCI en USD

	2023 (%)	2024 (%)
Monde	22.2	2.6
États-Unis	26.5	4.9
Zone euro	22.9	-0.4
Royaume-Uni	14.1	-3.5
Suisse	15.7	-4.3
Japon	20.3	3.4
Pacifique hors Japon	6.4	-5.6
Asie émergente	7.8	-2.4
Marchés émergents hors Asie	17.6	-2.1

## OBLIGATIONS

Rendements et taux actuels, en devise locale

	REND. 2023 (%)	2024 (%)
Souv monde (couv \$)	3.19	6.7
IG monde (couv \$)	5.00	9.1
HY monde (couv \$)	8.41	13.7
US 10 ans	4.26	3.6
Allemagne 10 ans	2.34	7.0
Royaume-Uni 10 ans	4.04	5.6
Suisse 10 ans	0.92	8.0

## DEVISES

Taux de change effectifs nominaux pondérés en fonction des échanges commerciaux (JP Morgan)

	2023 (%)	2024 (%)
Dollar américain (USD)	-0.9	2.4
Euro (EUR)	4.3	-0.6
Livre sterling (GBP)	5.2	1.2
Franc suisse (CHF)	8.2	-2.9

## AUTRES

	NIVEAU	2023 (%)	2024 (%)
Or (USD)	1992	13.1	-3.4
Brent (USD)	82	-10.3	5.9
Gas (EUR)	25	-57.6	-23.2

Toutes les données sont en date du 14 février 2024.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Source des tableaux : Bloomberg, Rothschild & Co



## 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).