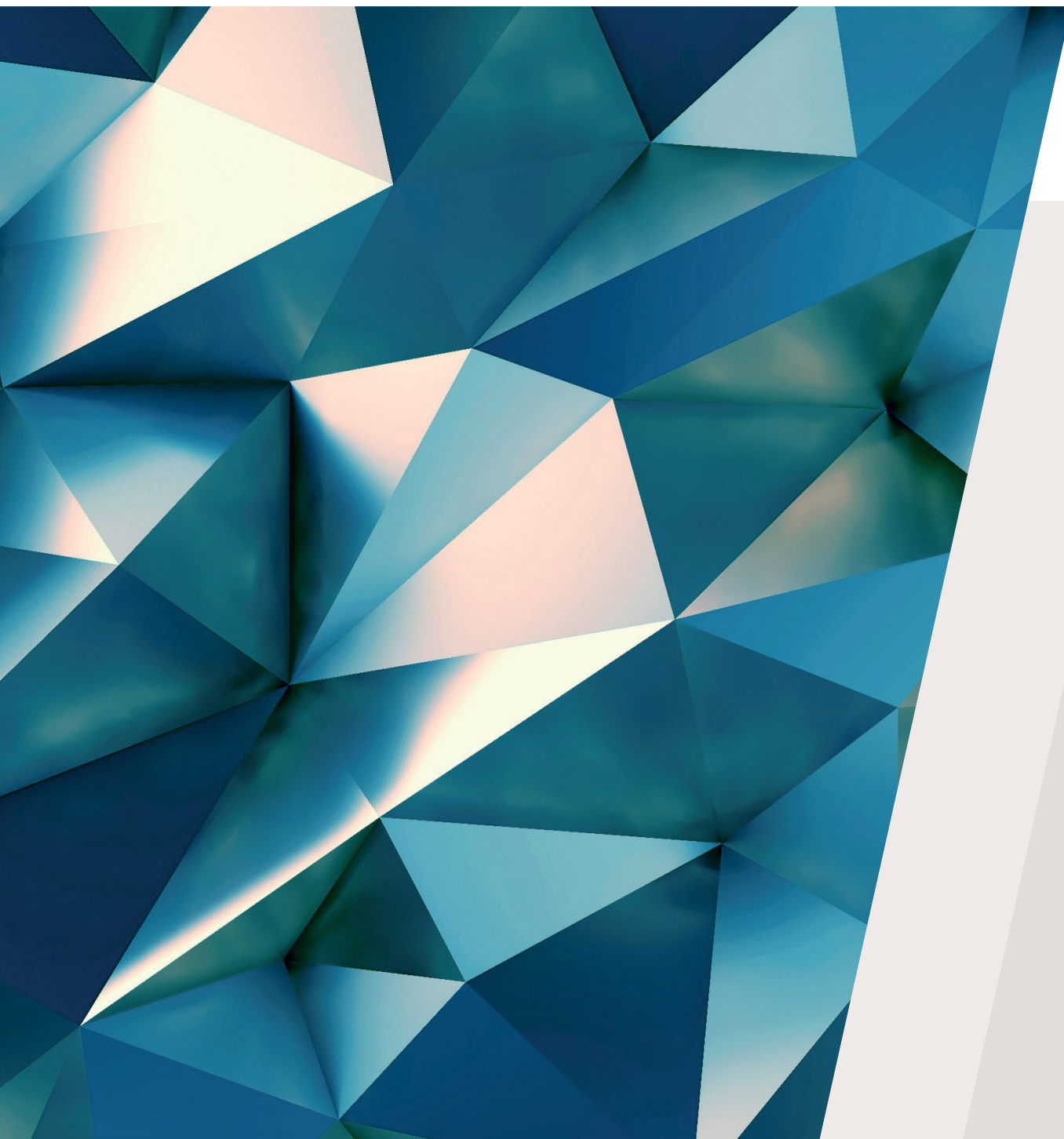




JUIN 2024

Allocation d'actifs

Mosaïque

Notre vision actuelle



Dr. Carlos Mejia
Chief Investment Officer

POINTS CLÉS

- Les anticipations de marché relatives aux taux d'intérêt pourraient désormais être plus réalistes
- Pendant ce temps, le « mix » favorable associant croissance et désinflation se poursuit
- Nous demeurons surpondérés sur les actions, neutres sur les obligations et sous-pondérés sur les liquidités. . .
- . . . tout en procédant à quelques changements au niveau des segments obligataires et de l'allocation entre secteurs pour les actions

SITUATION MACROÉCONOMIQUE

La volatilité financière qui était réapparue en avril, au moment du déclenchement d'hostilités plus directes entre Israël et l'Iran et de la remise en question du calendrier et de l'ampleur probables des baisses de taux, s'est atténuée en mai. Les indices boursiers ont ainsi atteint de nouveaux sommets. Les rendements obligataires sont restés supérieurs à leurs niveaux de fin 2023, mais les anticipations relatives aux taux d'intérêt à court terme semblent s'être stabilisées, ce qui semble montrer que la perspective de taux « plus élevés pendant plus longtemps » est désormais mieux intégrée.

Le cycle économique a souvent plus d'importance que les événements géopolitiques pour les portefeuilles. La relative stabilité des marchés semble ainsi avoir été favorisée par le maintien d'un « mix » macroéconomique relativement favorable, associant désinflation et croissance. En particulier, pour la première fois depuis le début de l'année, les chiffres d'inflation des États-Unis ont été conformes aux attentes, et non supérieurs à celles-ci, tandis que les tendances d'inflation restent relativement favorables en Europe.

D'une manière plus générale, l'inflation apparaît toujours « tenace » et un retour durable à l'objectif nous semble peu probable. Cela n'a rien d'alarmant, sachant que nous nous trouvons probablement dans le « dernier kilomètre » de la trajectoire de désinflation. Surtout, cette désinflation

graduelle se poursuit en même temps que les enquêtes de confiance des entreprises se stabilisent et que les taux de chômage restent proches de leurs plus bas niveaux historiques. Les résultats des entreprises montrent que la rentabilité reste saine, tandis que les analystes se montrent plus confiants quant à la reprise de la croissance des bénéfices en 2024 et en 2025.

Cette résilience économique est la principale explication de la « marche arrière » des anticipations de taux en 2024 : en début d'année, les marchés monétaires anticipaient environ sept baisses de taux de 25 points de base chacune aux États-Unis ; ces dernières semaines, ce chiffre est tombé à une ou deux. Nous avons toujours penché du côté « plus hauts pendant plus longtemps », sans pour autant nous attendre à ce que les anticipations reculent de cette manière. L'économie américaine s'est toutefois montrée encore plus résiliente que nous ne l'avions imaginé.

Aujourd'hui encore, il serait prématuré de considérer le fameux « atterrissage en douceur » comme une chose acquise. Après une normalisation aussi radicale des taux directeurs, il serait étonnant qu'il n'y ait pas plus de dégâts économiques. Cela étant dit, nous estimons toujours qu'une véritable récession économique n'est ni nécessaire ni probable. Et si la Fed apparaît peu susceptible d'abaisser ses taux avant l'automne, une baisse de taux de la BCE semble imminente (plusieurs de ses représentants ont en effet mentionné des « orientations futures »



Kevin Gardiner
Global Investment Strategist

remarquablement explicites à cet égard). La Suisse a bien sûr déjà commencé à réduire ses taux, mais elle n'avait pas beaucoup d'inflation au départ.

En règle générale, la baisse des taux est favorable à la plupart des actifs. Les actions sont toutefois susceptibles de bénéficier à la fois de la baisse des taux et de la résilience de l'économie, ce qui est la raison pour laquelle nous les avons privilégiées jusqu'à présent dans notre allocation d'actifs. Celle-ci reste inchangée à l'approche du mois de juin : nous conservons une légère surpondération des actions, une sous-pondération correspondante des liquidités et une position neutre sur les obligations.

Nous nous réservons toujours la possibilité de sous-pondérer davantage les liquidités, en faveur des actions ou des obligations selon les opportunités qui se présenteraient, mais nous estimons que ce n'est pas encore le bon moment pour le faire, malgré la stabilisation des anticipations du marché monétaire. Cela étant dit, nous procédons actuellement à quelques changements mineurs au sein de nos portefeuilles d'actions et d'obligations, comme indiqué ci-dessous, pour des raisons de valorisation et de performance (plutôt que pour des raisons macroéconomiques).

Les risques ne sont pas à sens unique : une reprise significative de l'inflation et/ou la preuve que les taux élevés ont fait plus de dégâts économiques que ceux qui se sont manifestés jusqu'à présent pourraient encore faire basculer notre allocation d'actifs vers un positionnement plus prudent, qui accorderait une part plus importante aux liquidités.

CONCLUSION POUR L'INVESTISSEMENT

Il nous semble donc encore prématuré de surpondérer les obligations au niveau de la classe d'actifs et d'être plus généralement totalement investis en titres. Nous conservons une position neutre dans l'ensemble des portefeuilles, après avoir finalement mis fin l'été dernier à notre sous-pondération résiduelle de longue date des obligations dans les portefeuilles européens. Notre unique surpondération concerne les actions ; elle est financée par une modeste sous-pondération des liquidités.

Nous indiquions au mois de mars qu'un regain de volatilité à court terme se faisait attendre. Celui que nous avons pu observer en avril n'était pas suffisamment important pour générer à lui seul des points d'entrée tactiques plus favorables.



Allocation d'actifs : Aperçu général

Actions. Nous continuons à privilégier les actions, encouragés par les signes montrant que le leadership du marché est en train de s'élargir lentement – même si le groupe « M7 » du marché américain continue de dominer les performances. Au sein des actions, nous favorisons depuis un moment une combinaison de secteurs de croissance structurelle et cyclique, et ce sera toujours le cas après les ajustements sectoriels que nous sommes en train d'effectuer.

Aux États-Unis comme en Europe, nous ramenons le secteur de la santé en position neutre pour surpondérer les communications aux États-Unis (un secteur de croissance avec une dimension IA) et les services financiers dans la zone euro (un secteur de croissance cyclique potentiellement sous-évalué). Le secteur de la santé n'a pas été performant - malgré de récentes percées très médiatisées - et ne s'est pas comporté comme un secteur de « croissance » ni comme une position défensive réellement fiable. Dans le même temps, nous continuons à privilégier la technologie, mais à mesure que les enquêtes de confiance se stabilisent et que les craintes de récession s'apaisent, nous nous attendons à ce que les valeurs de croissance cyclique plus conventionnelles jouent un rôle plus important dans la progression du marché.

Au niveau régional, nous maintenons notre préférence pour les États-Unis, qui abritent de nombreuses valeurs technologiques influentes, et où la croissance économique du monde développé a tendance à être plus résiliente. Depuis le mois de février, nous privilégions également la

zone euro, qui nous semble être à même de profiter de la dynamique cyclique liée à l'amélioration de l'activité économique mondiale (probablement plus que l'Asie émergente, une région que nous avons ramenée en position neutre). La baisse des taux d'intérêt locaux serait également un facteur favorable, mais pas tant que cela, comme nous l'avons déjà noté.

Ces surpondérations ont été financées par la sous-pondération de secteurs principalement défensifs et sensibles aux taux d'intérêt et de marchés à « faible bêta » comme le Royaume-Uni ou la Suisse (bien que cette dernière ait commencé à se montrer un peu moins défensive que d'habitude). Nous continuerons de surveiller certains de ces secteurs – en particulier les services collectifs, dans lesquels la demande pour l'IA semble stimuler les performances depuis quelque temps – afin de guetter les signes d'une dynamique plus favorable lorsque les baisses de taux se rapprocheront.

Obligations. Au sein des marchés obligataires, nous continuons à privilégier l'exposition à des échéances plus éloignées sur l'ensemble des devises, malgré la faiblesse des obligations depuis le début de l'année. Nous estimons que l'équilibre risque/rendement demeure favorable : depuis que les rendements ont retrouvé des niveaux plus « normaux », on voit beaucoup de pessimistes prêts à bondir sur le moindre signe de faiblesse de l'économie pour faire baisser les rendements, mais beaucoup moins de « justiciers » de l'inflation. Si les rendements devaient remonter en raison de chiffres d'inflation plus

fermes ou d'une nouvelle remise en question des paramètres de la politique monétaire à plus long terme, il est peu probable qu'ils restent élevés pendant longtemps, et nous pourrions même imaginer qu'un rallye plus prononcé se produise le moment venu, lorsque les craintes de récession reprendront le dessus.

Nous sommes toutefois en train de modifier progressivement notre positionnement en termes de qualité. Les spreads du crédit se sont encore réduits et, pour certains indices, ils sont proches de leurs plus bas niveaux depuis la grande crise financière mondiale. Pour le moment, il s'agit d'un « bon cycle », dans lequel les défaillances pourraient déjà avoir atteint leur maximum, mais cette éventualité nous semble déjà largement intégrée dans les prix de ces segments. Dans le même temps, à l'approche de la baisse des taux d'intérêt, l'attrait des considérations purement liées aux taux et à la durée augmente lentement (mais pas encore suffisamment pour justifier une surpondération de la classe d'actifs, comme nous l'avons déjà mentionné). Nous réduisons par conséquent notre surpondération de longue date des obligations à haut rendement ou de qualité spéculative dans les portefeuilles européens pour passer à une surpondération des obligations d'État, tandis que dans les portefeuilles américains, nous passons à une surpondération des obligations d'État en ramenant le crédit « investment grade » en sous-pondération. Notre positionnement obligataire se retrouve ainsi parfaitement aligné entre nos portefeuilles américains et européens.

Devises. Le franc suisse et le yen sont de nouveau à la traîne, le premier après avoir atteint des niveaux record en fin d'année, le second à proximité de ses points bas historiques. La fermeté récente du dollar ne lui a pas permis pour autant de sortir de ses fourchettes de prix récentes. Nous surveillerons de près la divergence qui commence à se manifester entre les politiques monétaires de la Fed et de la BCE, mais les convictions en matière de

change restent rares à l'heure actuelle. Une fois de plus, nous tenons à souligner que la principale source de volatilité des portefeuilles est généralement liée aux actions, et non aux devises.

Allocation d'actifs



Wealth Insights

Au cœur de Wealth Insights se trouve un vaste ensemble de publications et de podcasts.

Pour en savoir plus sur nos dernières publications, veuillez consulter notre page sur

www.rothschildandco.com/insights



Ce document est produit par Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zurich, uniquement à des fins d'information et de marketing. Il ne constitue en aucun cas une recommandation personnelle, un conseil, une offre ou une invitation à acheter ou à vendre des valeurs mobilières ou d'autres produits bancaires ou financiers. Rien dans ce document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal. Bien que les informations et les données figurant aux présentes proviennent de sources considérées comme fiables, aucun engagement ni aucune garantie, explicite ou implicite, ne sont ou ne seront donnés et, sauf en cas de fraude, aucune responsabilité n'est ou ne sera acceptée par Rothschild & Co Bank AG quant à l'impartialité, l'exactitude ou l'exhaustivité du présent document ou des informations qui en constituent la base ou quant à la confiance accordée au présent document par une personne quelconque.

En particulier, aucune déclaration n'est faite et aucune garantie n'est donnée quant à la réalisation ou au caractère raisonnable des projections, des objectifs, des estimations ou des prévisions figurant dans ce document. Toutes les opinions et données utilisées dans ce document sont sujettes à modification sans préavis. Des lois ou autres réglementations peuvent restreindre la distribution de ce document dans certains pays. Les destinataires doivent donc se renseigner sur les lois et réglementations applicables et les respecter. Il est interdit d'envoyer ou d'emporter le présent document ou des copies de celui-ci aux États-Unis, ou de le distribuer dans ce pays ou auprès de ressortissants américains. Rothschild & Co Bank AG est autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers suisses (FINMA).