

ALLOCATION D'ACTIFS | JUIN/JUILLET 2022

Mosaique Views

03 Résumé

04 Aperçu de l'allocation d'actifs

05 Actions : Régions

06 Actions : Secteurs

07 Obligations

07 Devises

Les marchés en perspective

L'invasion russe en Ukraine va ralentir la croissance et stimuler l'inflation



Dr. Carlos Mejia
Chief Investment
Officer

Nos pensées vont aux personnes touchées par le terrible conflit qui fait toujours rage, ce qui relativise fortement nos préoccupations économiques. Ces préoccupations devraient peut-être être un peu moins pressantes de toute façon. Jusqu'à présent, le conflit a eu moins d'impact sur l'économie mondiale qu'il aurait pu en avoir.

La croissance ralentit peut-être, mais il n'y a pas encore de signes de la récession redoutée. Les économies développées avaient de l'élan avant cette crise géopolitique, notamment en raison de la reconstitution généralisée des stocks après la pandémie. En Chine, les blocages liés à la Covid, récemment renouvelés, sont en train d'être assouplis, ce qui promet un rebond de la croissance dans ce pays.

En termes réels, les coûts de l'énergie ne sont pas encore aussi élevés qu'il n'y paraît - les prix réels du pétrole étaient plus élevés en 2012 - et même l'éviction plus étendue des exportations russes par l'Occident pourrait ne pas déclencher de pics plus spectaculaires.

Les conditions monétaires ne sont pas non plus particulièrement strictes. Au contraire, les coûts d'intérêt réels et le poids de la dette ont diminué l'année dernière, alors même que les taux directeurs ont commencé à augmenter, en raison de la poussée de l'inflation.

Par conséquent, parler de "stagflation" nous semble encore prématuré. Cela dit, le climat d'investissement reste plus risqué. Nous espérons un règlement pacifique rapide, mais l'escalade est également possible dès maintenant : la rationalité pourrait ne pas prévaloir. Et les banques centrales ne permettront pas que la politique reste aussi souple : les anticipations de taux d'intérêt ont repris leur tendance à la hausse d'avant la crise.

Nous avons déjà réduit nos pondérations en actions au début de l'année lorsqu'il est apparu clairement que les banques centrales prévoyaient effectivement (et plutôt tardivement) de commencer à normaliser des conditions monétaires devenues inutilement laxistes. Nous les avons encore réduites à l'annonce de l'invasion.

Toutefois, nos positions en actions sont redevenues neutres uniquement : nous pensons que la rentabilité des entreprises reste saine et les valorisations, bien que tendues, ne sont pas exagérées. Et les fonds libérés sont conservés sous forme de liquidités : nous restons fermement sous-pondérés en titres à revenu fixe.

Nous ne pensons pas que la réduction de l'appétit pour le risque au niveau mondial serait suffisamment importante pour permettre aux obligations de se redresser pendant longtemps - et en effet, les principaux rendements des obligations d'État des deux côtés de l'Atlantique ont à nouveau atteint de nouveaux sommets pluriannuels, stimulés récemment par le rebond attendu des taux d'intérêt réels.



Kevin Gardiner
Global Investment
Strategist

Résumé

Juin/Juillet 2022

Nous avons réduit notre double surpondération (maximum) des actions à un niveau neutre, en deux étapes : d'abord début janvier, puis le 24 février. Nous avons conservé une double sous-pondération des obligations, et avons alloué les fonds aux liquidités, où nous sommes maintenant doublement surpondérés.

ACTIONS



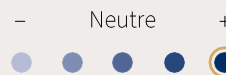
Nous avons réduit notre surpondération, d'abord pour tenir compte de la hausse du risque de taux d'intérêt, puis en raison des perturbations et du ralentissement économique liés au conflit en Ukraine (le risque de ralentissement de la croissance ne s'est pas traduit par une réduction significative du risque de taux d'intérêt). La rentabilité des entreprises ne devrait toutefois pas être durement touchée et nous considérons toujours les actions comme la classe d'actifs la plus susceptible de préserver la richesse réelle sur le long terme.

OBLIGATIONS



Nous sommes passés à une sous-pondération maximale des obligations en 2021. Malgré la récente hausse des rendements et la stimulation probable de la demande de valeurs refuges résultant de la crise ukrainienne, nous voyons toujours peu de chances que cette classe d'actifs génère des rendements à long terme supérieurs à l'inflation. Nous continuons de préférer les obligations d'entreprises et des marchés émergents aux obligations d'État et, malgré l'aplatissement des courbes de rendement, nous restons sous-pondérés en duration.

MARCHÉ MONÉTAIRE



La perspective de rendements réels positifs est encore loin, mais la stabilité nominale des liquidités et la possibilité qu'elles offrent de profiter de la volatilité des actions (ou, à terme, des obligations) les rendent attrayantes actuellement. Nous ne pensons pas que la surpondération durera assez longtemps pour entraîner une forte érosion par l'inflation.

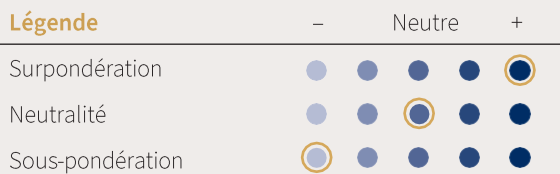
OR



L'or est une réserve de valeur à long terme depuis trois millénaires, même si sa volatilité à court terme peut être élevée. Sa crédibilité à long terme ne dépend pas des banques centrales, des gouvernements ou d'une connexion Internet, et ses faibles corrélations avec les investissements traditionnels peuvent apporter une diversification. Sur le plan tactique, le coup de pouce qu'il pourrait recevoir de l'inflation actuelle est compensé pour nous par la perspective d'une hausse des taux d'intérêt (réels).

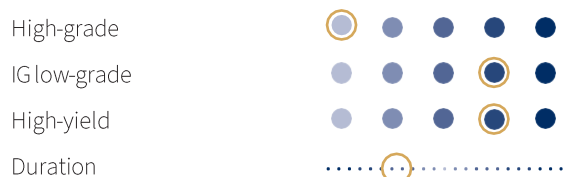
Aperçu de l'allocation d'actifs

Légende

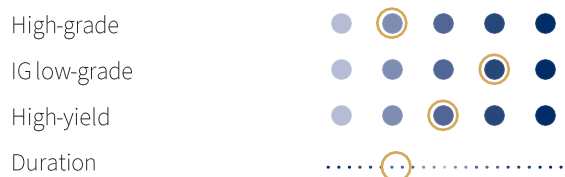


Obligations

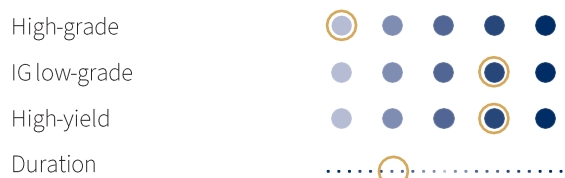
EUR



USD



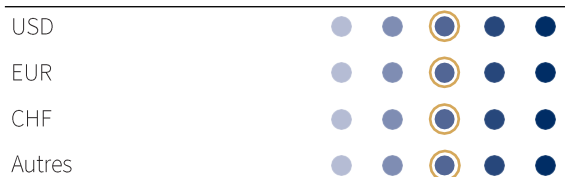
CHF



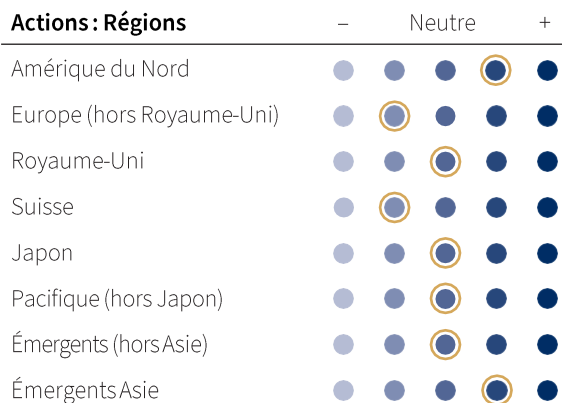
Or



Devises

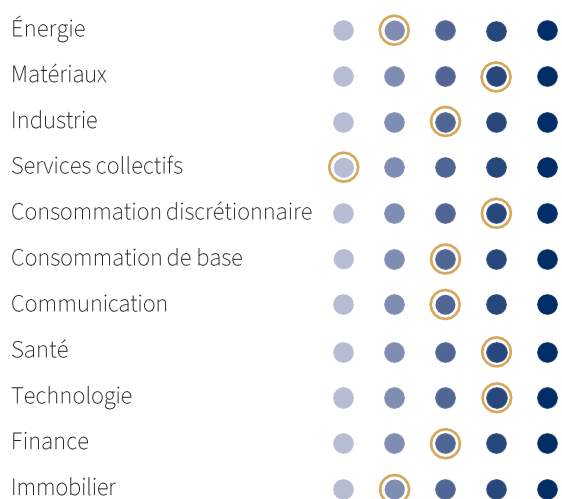


Actions : Régions

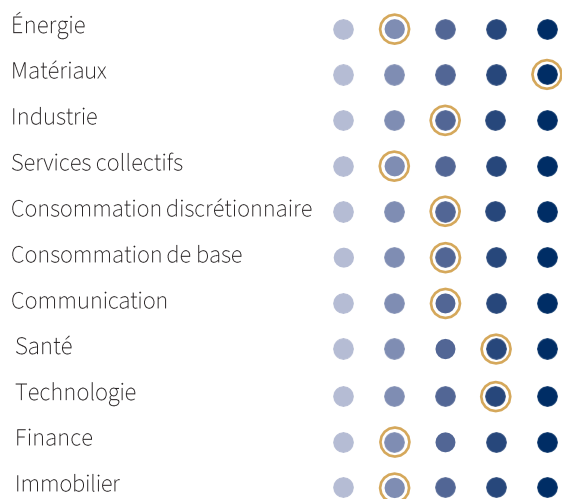


Actions : Secteurs

États-Unis



Europe



Actions : Régions

RÉSUMÉ

La menace que le conflit ukrainien fait peser sur la croissance nous a conduit à réduire nos pondérations en Europe (continentale), à l'exception de la Suisse où nous les avons relevées en raison des caractéristiques défensives du pays. Nous ne sommes toujours pas convaincus par le Royaume-Uni, pays à forte intensité de matières premières, et par les marchés émergents (hors Asie), mais nous nous attendons plutôt à ce que le leadership américain reprenne et que l'Asie émergente retrouve un certain équilibre. La Russie, qui fait partie du bloc des marchés émergents d'Europe de l'Est, est désormais impossible à investir pour les investisseurs internationaux.

Amérique du Nord



L'Ukraine pourrait avoir peu d'effet direct ici. La reconstitution des stocks, ainsi que la demande refoulée des consommateurs, semblent susceptibles de soutenir la croissance, même si les politiques fiscales et monétaires deviennent plus restrictives. Le levier opérationnel pourrait continuer à faire progresser la rentabilité attendue en 2022, même si les coûts augmentent.

Japon



Les valorisations ont été attractives, mais la tendance à l'amélioration de la rentabilité s'est estompée bien avant l'arrivée de la pandémie. Le marché japonais met traditionnellement à mal la plupart des décisions tactiques, et son passage à un modèle capitaliste plus conventionnel progresse lentement.

Europe développée hors R.U.



Nous sommes repassés à la sous-pondération : L'Europe est économiquement la plus étroitement liée à l'Ukraine et à la Russie, et ses marchés boursiers peuvent être relativement sensibles en période de tensions cycliques et financières mondiales.

Pacifique hors Japon



Les prix élevés des matières premières soutiennent l'économie australienne, mais la hausse des taux d'intérêt en dollars et les tensions politiques actuelles pourraient freiner Hong Kong. Nous restons neutres.

Royaume-Uni



Les fortes pondérations du marché britannique dans des secteurs impopulaires et contestés sur le plan ESG, tels que le pétrole et les mines, ont joué en sa défaveur, mais beaucoup de choses ont été prises en compte et, lorsque les prix des matières premières ont repris en 2021, nous sommes passés à neutre. Nous ne sommes pas enclins à ajouter d'autres titres, malgré l'Ukraine.

Émergents hors Asie



Auparavant dominés par la Russie (avec son risque géopolitique intense, sa faible gouvernance et son économie peu diversifiée) et l'Amérique latine (avec des problèmes de gouvernance, des pondérations en matières premières tout aussi importantes et une volatilité des taux de change). La Russie a effectivement été retirée de l'indice de référence, mais nous ne voulons pas courir après les prix des matières premières à partir de là : nous restons neutres.

Suisse



Les fortes pondérations dans les secteurs de la santé et de la consommation de base donnent au marché suisse une orientation défensive : dans le climat plus nerveux d'aujourd'hui, ce n'est plus aussi dissuasif que cela l'était et nous avons réduit notre sous-pondération.

Émergents Asie



La Chine domine ce bloc et a été durement touchée par un ensemble de problèmes réglementaires, cycliques, géopolitiques et maintenant par une nouvelle épidémie. Elle se négocie à des valorisations relatives les plus basses depuis que la Chine a rejoint l'OMC et contrairement à la Russie, elle reste financièrement accueillante (à notre avis). À plus long terme, l'Asie émergente restera la région la plus dynamique, car le PIB et les capitaux mondiaux s'y retrouvent. Nous restons surpondérés.

Actions : Secteurs

RÉSUMÉ

Nous ne voyons pas encore d'inversion totale des mouvements de marché de l'année dernière, et nous avons privilégié un mélange de valeurs de croissance et cycliques, financé par des positions sous-pondérées dans les secteurs plus défensifs et obligataires. Toutefois, suite à l'attaque contre l'Ukraine, nous avons réduit certaines positions cycliques et sommes devenus moins sous-pondérés sur les secteurs défensifs.

Santé (US) 

Santé (EU ex UK)¹ 

Il s'agit du seul secteur défensif dans lequel nous avons une position surpondérée, initialement aux États-Unis et plus récemment en Europe. Il n'est pas seulement défensif : les soins de santé peuvent également offrir une croissance à long terme..

Technologie (US) 

Technologie (EU ex UK) 

Secteur de long terme, mais qui peut également enregistrer des performances cycliques. Nous avons réduit notre surpondération l'année dernière, car nous nous sommes orientés vers des secteurs moins touchés par la hausse des taux d'intérêt à long terme.

Industrie (US) 

Industrie (EU ex UK) 

Un secteur cyclique en fin de cycle qui peut généralement résister à une hausse des taux d'intérêt mais qui est vulnérable au conflit : nous sommes passés en position neutre.

Matériaux (US) 

Matériaux (EU ex UK) 

Les matériaux sont confrontés à des vents contraires plus importants que la plupart des secteurs en raison de considérations ESG à long terme, mais les valorisations sont devenues convaincantes et le conflit pourrait les favoriser pendant un certain temps : nous restons surpondérés.

Énergie (US) 

Énergie (EU ex UK) 

Les valorisations ont encore rebondi pour des raisons évidentes, mais nous considérons que les défis ESG et structurels (tels que les approvisionnements en énergie alternative) sont encore trop importants pour que nous changions nos vues tactiques.

Immobilier (US) 

Immobilier (EU ex UK) 

Bien qu'il ait un certain contenu cyclique, le secteur se comporte souvent comme un substitut des obligations. Il s'agit d'actions et non de biens immobiliers directs.

Communication (US) 

Communication (EU ex UK) 

Un bénéficiaire des changements dans les pratiques de travail à long terme, mais aussi une cible pour les préoccupations réglementaires. Une sensibilité à des taux plus élevés à long terme. Pas particulièrement sensible au conflit. Nous restons neutres.

Services collectifs (US) 

Services collectifs (EU ex UK) 

Nous restons sous-pondérés : le secteur est trop défensif et trop sensible aux obligations pour être attrayant.

Finance (US) 


Finance (EU ex UK) 

Nous avons surpondéré les financières américaines en 2021, mais nous sommes maintenant revenus à un niveau neutre et avons sous-pondéré l'Europe. Les financières bénéficient de la hausse des taux d'intérêt, mais sont également très sensibles aux nerfs du marché et aux risques de croissance.

Consommation discr. (US) 

Consommation discr. (EU ex UK) 

Les perspectives de croissance cyclique se sont estompées avec le conflit, notamment en Europe, où la perte des activités russes sera la plus visible. Nous avons réduit le secteur à neutre.

Consommation de base (US) 

Consommation de base (EU ex UK) 

Le caractère défensif est moins dissuasif dans le climat actuel, et le secteur est moins susceptible que d'autres d'être touché par des sanctions. Nous avons clôturé une double sous-pondération, pour revenir à Neutre.

¹ EU ex UK = Europe développée hors Royaume Uni

Obligations

RÉSUMÉ

Malgré de nouvelles hausses des rendements (et des hausses de taux directeurs aux États-Unis et au Royaume-Uni), nous restons sous-pondérés en durée pour l'instant. Le conflit ukrainien n'a pas stimulé l'attrait des valeurs refuges autant qu'il aurait pu le faire, et le risque d'inflation et de taux d'intérêt reste important. Les banques centrales restent plus en retard qu'elles ne l'avaient prévu. Nous continuons également à préférer le crédit de qualité inférieure (investment grade) et le crédit spéculatif (ou "high yield") aux obligations d'État : les écarts de rendement se sont nettement creusés.

High-grade AA-ou > (USD)



High-grade AA-ou > (EUR, CHF)



Le risque permanent d'inflation et de taux d'intérêt demeure un obstacle pour le marché des obligations d'État et des obligations d'entreprises de haute qualité, qui restent chères, même après le récent mouvement de vente.

IG low-grade (USD)



IG low-grade (EUR, CHF)



Le soutien apporté par les achats des banques centrales s'estompe, mais les flux de trésorerie et la solvabilité des entreprises restent solides pour le moment. Nous ne voyons pas l'élargissement récent des écarts de rendement (« spread ») se poursuivre.

High Yield (USD)



High Yield (EUR, CHF)



Même à la lumière du conflit, il semble trop tôt pour que les fondamentaux des entreprises se détériorent de manière significative. Les considérations de liquidité peuvent être faibles dans ce segment du haut rendement, mais pour l'instant nous restons constructifs.

Duration



Les courbes de rendement se sont encore aplaties, car les hausses attendues des taux directeurs ont été intégrées dans les prix - malgré la crise ukrainienne - et ce processus n'est peut-être pas terminé. Toutefois, les rendements peuvent encore augmenter sur l'ensemble de la courbe, et il est peut-être trop tôt pour mettre fin à notre sous-pondération de la durée sur les grands marchés obligataires.

Devises

RÉSUMÉ

Les principaux taux de change sont restés remarquablement stables face à la hausse soudaine du risque : le dollar s'est légèrement raffermi en raison d'une certaine demande de valeurs refuges et de la hausse des anticipations de taux d'intérêt, mais il n'est pas sorti des principales fourchettes de négociation (contrairement, par exemple, aux rendements obligataires). Nous restons neutres pour l'instant. À plus long terme, le dollar restera probablement la principale monnaie de réserve, toutefois dans un avenir prévisible : les discussions sur les modalités de facturation des échanges n'affecteront pas l'offre et la demande sous-jacentes. Le renminbi ne pourra pas défier le dollar à plus grande échelle tant que les contrôles de capitaux et l'excédent structurel de la balance courante de la Chine n'auront pas disparu.

USD



Souvent une valeur refuge en période de stress, mais aussi un bénéficiaire potentiel d'un cycle de resserrement monétaire mené par les États-Unis. Il n'est pas particulièrement cher. La crise ukrainienne fait pencher un peu plus la balance en sa faveur, mais pas encore de manière décisive.

EUR



Nous avons clôturé notre appel à la sous-pondération en 2020 lorsqu'il était devenu évident que l'initiative d'emprunt franco-allemande soutiendrait les perspectives de l'Union et de sa monnaie commune. Celle-ci pourrait redevenir vulnérable en raison de la crise ukrainienne.

CHF



L'attrait du franc suisse comme valeur refuge n'a pas été aussi évident ces derniers mois, peut-être parce qu'il est plus proche de l'Ukraine que le dollar.

Autres¹



Les attentes à l'égard de l'économie britannique en dehors de l'UE sont probablement trop faibles ; les perspectives de croissance et l'attrait de la Chine pour les investisseurs ne sont peut-être pas sous-estimés.

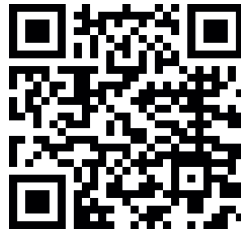
¹ GBP, YEN, Renminbi, AUD

Wealth Insights

Au cœur de nos Wealth Insights se trouve un vaste ensemble de publications, de podcasts et d'infographies d'actualité.

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

www.rothschildandco.com/insights



Le présent document est produit par Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zurich (la "Banque") à des fins d'information et de marketing uniquement et à l'usage exclusif du destinataire. Sauf accord écrit spécifique de la Banque, il ne doit pas être copié, reproduit, distribué ou transmis, en tout ou en partie, à une autre personne. Le contenu de ce document ne constitue pas une recommandation personnelle, ni une offre ou une invitation à acheter ou à vendre des instruments financiers. Rien dans ce document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal. Bien que les informations et les données contenues dans le présent document proviennent de sources considérées comme fiables, aucune déclaration ou garantie, explicite ou implicite, n'est ou ne sera faite et, sauf en cas de fraude, aucune responsabilité n'est ou ne sera acceptée par la Banque quant à l'équité, 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 quelconque personne. Aucune déclaration ou garantie n'est donnée quant à la réalisation ou au caractère raisonnable des projections, objectifs, estimations ou prévisions futurs contenus dans le présent document. En outre, 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 certaines juridictions. En conséquence, les destinataires doivent s'informer sur toutes les lois et réglementations applicables et les respecter. Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peuvent être envoyés ou emportés aux États-Unis ou distribués aux États-Unis ou à un ressortissant.