

MAI 2023

Allocation d'actifs

Mosaïque

Notre vision actuelle



Dr. Carlos Mejia
Chief Investment Officer

POINTS CLÉS

- Les tensions bancaires s'estompent, mais demeurent le principal obstacle tactique.
- La croissance persiste et la désinflation se poursuit en grande partie, bien que de manière inégale.
- Point de vue sur les investissements : l'appétit global pour le risque reste inchangé, les portefeuilles Mosaïque demeurent encore relativement liquides.

Les risques cycliques auxquels les marchés avaient été confrontés en 2022 étaient en train de s'estomper, malgré des risques géopolitiques toujours élevés (Ukraine et tensions accrues entre la Chine et les États-Unis). L'inflation se résorbait lentement, bien que de manière inégale, et la croissance économique semblait résiliente.

En mars, la faillite de la Silicon Valley Bank (« SVB ») aux États-Unis et le rachat forcé de Crédit Suisse provoquaient un regain d'inquiétude quant à une éventuelle contagion et ravivé les craintes relatives au secteur bancaire. Ces inquiétudes se sont un peu estompées en avril, mais elles restent élevées. L'attention des marchés s'est donc de nouveau portée sur la croissance et les bénéfices des entreprises, alors que les risques liés à l'inflation et aux taux d'intérêt passaient quelque peu au second plan des préoccupations cycliques.

Nous pensons qu'une véritable crise bancaire est peu probable dans l'immédiat. Les banques touchées à ce jour présentaient des risques très spécifiques (« idiosyncrasiques ») ; le secteur bancaire semble bien capitalisé dans son ensemble (nettement plus qu'en 2007/2008), la qualité des actifs est meilleure et les autorités se sont montrées prêtes à agir de manière rapide et décisive.

Une crise de cette nature serait fortement déflationniste et éliminerait le besoin de relever davantage les taux d'intérêt : l'appréciation plus optimiste des marchés monétaires peut donc s'expliquer. Cependant, si cette crise ne se matérialise pas et que les risques systémiques s'estompent de nouveau, il est possible que les taux d'intérêt implicites

(et donc les rendements obligataires) remontent, sans pour autant atteindre les niveaux que l'on pouvait envisager avant l'effondrement de la SVB. Le risque d'une contagion bancaire et le resserrement probable des critères de crédit, qui va maintenant s'intensifier, contribuent eux aussi à réduire le risque d'inflation.

En parallèle, les termes de l'échange des économies développées continuent de s'améliorer, car les prix de l'énergie (et notamment ceux du gaz naturel) ont encore baissé, tandis que la réouverture de la Chine promet également de soutenir la croissance. Si nous évitons une crise monétaire, comme nous pensons que ce sera le cas, les perspectives économiques pourraient ne pas s'être beaucoup détériorées pour le reste de l'année.

Les valorisations boursières restent raisonnables : les ratios PE (cours/bénéfice) corrigés des variations conjoncturelles sont proches de leur valeur tendancielle. Les prix des obligations, en revanche, ont été dopés par la nouvelle fuite vers la sécurité provoquée par la nervosité liée aux banques et semblent un peu élevés, notamment en Europe.



Kevin Gardiner
Global Investment
Strategist

CONCLUSION POUR L'INVESTISSEMENT

Il est clair que nous ne sommes pas encore sortis d'affaire sur le plan cyclique. Jusqu'au mois de mars, c'étaient les taux d'intérêt qui nous empêchaient de nous positionner davantage sur les actions. Aujourd'hui, avec la perception d'un risque bancaire élevé, ce sont les inquiétudes relatives aux résultats des entreprises et à leur rentabilité qui se sont ravivées alors qu'elles avaient semblé s'estomper pendant un moment. Dans ces conditions, la baisse des taux d'intérêt actuellement reflétée par les marchés monétaires n'offre qu'une compensation partielle.

Nous n'avons pas envie non plus de chasser les marchés obligataires à la hausse : si les faits nous donnent raison, la récente fuite vers la sécurité pourrait être de courte durée. Dans les portefeuilles européens, nous n'avons jamais vraiment atteint des niveaux de valorisation auxquels nous serions heureux de fermer nos sous-pondérations obligataires de longue date, et nous ne le sommes toujours pas aux prix actuels.

Cela nous laisse donc de nouveau avec relativement peu de positions actives par rapport à ce que nous avons connu ces dernières années. Sachant que nous nous trouvons toujours à l'aube d'un nouveau cycle (certes potentiellement retardé par cet accès de nervosité bancaire), ce positionnement nous semble approprié.



Allocation d'actifs : Aperçu général

Début 2022, nous avons ramené notre positionnement en actions à un niveau neutre, en deux phases. Nous avons d'abord surpondéré les liquidités tout en maintenant une double sous-pondération des obligations. Plus tard dans l'année, nous avons utilisé une partie des liquidités pour réduire notre sous-pondération des obligations. Nous avons fini par la supprimer complètement dans nos portefeuilles US.

Alors que les taux d'intérêt s'approchaient d'un sommet, et que les enquêtes de confiance des entreprises semblaient s'améliorer au niveau mondial, nous sommes restés neutres sur les actions, en privilégiant toutefois notre exposition cyclique par rapport aux segments défensifs depuis la fin du mois de janvier. En parallèle, nous avons continué à ajuster nos positions obligataires US pour refléter des valorisations relatives que nous jugeons plus favorables en ce qui concerne les bons du Trésor américain.

Obligations. Avant la chute de la SVB, les rendements obligataires européens n'étaient pas encore tout à fait revenus à des niveaux offrant de notre point de vue une rentabilité à long terme supérieure à l'inflation, et la Banque centrale européenne (BCE) semblait encore la plus éloignée du pic des taux directeurs. Les développements ultérieurs n'ont pas modifié ce jugement, et nous continuons de sous-pondérer les obligations et la duration dans les portefeuilles européens, en privilégiant le segment spéculatif (haut rendement) - en dépit du sentiment de risque accru lié au secteur bancaire.

Dans les portefeuilles US, déjà neutres sur la classe d'actifs et la duration, nous sommes aussi récemment passés en neutre sur la qualité du crédit, ayant fermé à fin janvier une sous-pondération de longue date des obligations de qualité supérieure.

Actions. À fin janvier, nous avons également mis fin à notre surpondération de longue date des actions américaines et à notre sous-pondération de l'Europe continentale (hors Suisse). L'Europe est le meilleur choix dans

un contexte de stabilisation de l'économie mondiale (qui reste à nos yeux le scénario qui devrait finir par prévaloir) et l'absence relative de valeurs de « croissance » pourrait avoir moins d'importance dans le prochain cycle. En étant neutres sur ces deux grandes régions, nous pensons être bien placés pour observer l'évolution du rapport de force pour le leadership du marché.

Nous avons également rétabli une surpondération de l'Asie émergente, non sans contrariété, car nous avons fermé cette position relativement récemment, à des niveaux de marché inférieurs. Mais la conjoncture a changé : les perspectives cycliques de la Chine se sont sensiblement améliorées avec l'abandon inattendu de sa position « zéro Covid », et elles continuent de le faire. Ce jugement n'est pas modifié par les craintes liées au secteur bancaire. En contrepartie, nous avons de nouveau sous-pondéré le marché suisse plus défensif, qui a effectivement sous-performé par la suite, mais pas pour cette raison.

Dans les portefeuilles européens, nous avons également fermé notre sous-pondération des services financiers à la fin du mois de janvier et réduit notre surpondération du secteur de la santé (un secteur défensif). Nos avis sectoriels sont depuis lors parfaitement alignés en Europe et aux Etats-Unis, et ne sont pas encore affectés par les turbulences bancaires.

Devises. Bien qu'il ait bénéficié - comme les obligations - d'un certain regain d'attrait pour les valeurs refuges, nous pensons que les facteurs d'appréciation du dollar ont perdu de leur vigueur ces derniers temps. La Fed semble toujours proche d'avoir atteint son pic de taux d'intérêt, tandis que l'économie mondiale et l'appétence au risque semblent se stabiliser - autant de facteurs propices à un affaiblissement de la monnaie américaine, qui nous semble également chère. Notre conviction de change devrait être faible, mais l'appréciation de l'euro pourrait faire partie du rendement de cette nouvelle répartition des avoirs en actions entre régions.

Allocation d'actifs

LÉGENDE

	-	Neutre	+
Surpondération			■
Indice de référence		■	
Sous-pondération	■		
Changement récent		→	←

		-	Neutre	+	
APERÇU GÉNÉRAL	États-Unis	Marché monétaire			
		Actions			
		Obligations			
		Or			
	Europe	Marché monétaire			■
		Actions			
		Obligations	■		
		Or			
	Suisse	Marché monétaire			■
		Actions			
		Obligations	■		
		Or			
OBLIGATIONS	États-Unis	Duration			
		High-grade			
		IG low-grade			
		High-yield			
	Europe	Duration	■		
		High-grade	■		
		IG low-grade			
		High-yield			■
	Suisse	Duration	■		
		High-grade	■		
		IG low-grade			
		High-yield			■

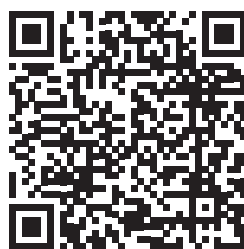
		-	Neutre	+	
ACTIONS	Regions	Amérique du Nord			
		Zone euro (hors Royaume-Uni)			
		Royaume-Uni			
		Suisse	■		
		Japon			
	Secteurs (États-Unis)	Pacifique (hors Japon)			
		Marchés émergents (hors Asie)			
		Marchés émergents (Asie)			■
		Énergie			
		Matériaux			
	Secteurs (Europe)	Industrie			
		Services collectifs	■		
		Consommation discrétionnaire			
		Consommation de base			
		Communication			
Santé				■	
Technologie				■	
Services financiers					
Immobilier		■			
DEVISES		Énergie			
	Matériaux				
	Industrie				
	Services collectifs	■			
	Consommation discrétionnaire				
	Consommation de base				
	Communication				
	Santé			■	
	Technologie			■	
	Services financiers				
Immobilier	■				
USD					
EUR					
GBP					
CHF					

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 sur 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 les 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).