



MARS 2023

Allocation d'actifs

Mosaïque

Notre vision actuelle



Dr. Carlos Mejia
CIO, Rothschild & Co
Bank AG

POINTS CLÉS

- L'inflation diminue lentement, tandis que les taux d'intérêt se rapprochent de leur pic cyclique ;
- Les risques qui pèsent sur la croissance continuent de s'atténuer ;
- Les difficultés tactiques sont donc en train de s'estomper pour les portefeuilles.

Les risques cycliques auxquels les marchés ont été confrontés en 2022 pourraient s'atténuer, malgré des risques géopolitiques toujours élevés (Ukraine, tensions accrues entre la Chine et les États-Unis).

Surtout, le risque d'inflation semble avoir atteint son pic, et avec lui, le risque de taux d'intérêt. L'inflation globale a ralenti des deux côtés de l'Atlantique et, en Europe en particulier, la forte baisse des prix de gros du gaz naturel laisse à penser que cette tendance va s'accélérer dans le courant de l'année.

L'inflation sous-jacente semble plus tenace, et n'a pas encore atteint son pic en Europe. Cependant, les salaires n'ont toujours pas accéléré comme ils auraient pu le faire (malgré les conflits sociaux) et l'inflation sous-jacente semble elle aussi appelée à se réduire progressivement d'ici à la fin de l'année.

En parallèle, les taux directeurs désormais reflétés par les marchés monétaires pour le printemps sont revenus à des niveaux que nous jugeons « normaux » par le passé (bien que ce ne soit pas encore le cas pour le bilan des banques centrales) et ont de nouveau légèrement augmenté le mois dernier, les banques centrales et les marchés évaluant leurs pics potentiels. La croissance de la demande globale s'est modérée et les contraintes qui pesaient sur l'offre se sont également un peu relâchées.

Le ralentissement de la croissance reste moins dramatique qu'on n'aurait pu le craindre. Une récession technique reste possible en 2023, mais il y a encore peu de signes qui l'annoncent, sans parler du ralentissement plus grave qu'on nous avait si largement prédit pendant longtemps. Nous continuons de penser qu'un tel ralentissement n'est ni inéluctable, ni probable.

L'an dernier, les grandes menaces objectives pour la croissance étaient la détérioration des termes de l'échange pour les économies développées, résultant de la flambée des coûts des matières premières, et l'impact de cette normalisation tardive des taux d'intérêt nominaux. La politique « zéro Covid » de la Chine a également constitué un frein important pendant la majeure partie de l'année.

Deux de ces menaces ont continué à s'estomper le mois dernier : la chute des prix du gaz naturel en Europe a annulé et partiellement inversé l'impact sur les termes de l'échange, tandis que la Chine a abandonné la plupart de ses mesures de lutte contre la Covid. La hausse des taux d'intérêt ne se fait pas encore pleinement sentir, mais les taux réels restent peu élevés et la normalisation des taux nominaux n'est pas forcément aussi puissante qu'on pourrait le penser.

De leur côté, les valorisations du marché apparaissent raisonnables – même, dernièrement, celles des obligations. Les actions n'étaient pas exagérément chères au départ, et les récentes valorisations corrigées des variations cycliques sont conformes aux tendances à long terme. Les obligations étaient excessivement chères en 2020, mais les rendements ont maintenant beaucoup augmenté et, au cours du mois dernier, les grands marchés européens de la dette souveraine ont approché des niveaux qui nous semblent susceptibles d'offrir des rendements attrayants (bien que le marché américain continue d'offrir une meilleure valeur). Ils ne s'apparentent plus à un « risque sans rendement ».



Kevin Gardiner
Global Investment
Strategist

CONCLUSION POUR L'INVESTISSEMENT

Nous ne sommes toujours pas sortis d'affaire sur le plan cyclique. Les taux d'intérêt prévisionnels sont désormais plus proches du profil de « plateau » que nous avons en tête, les premières baisses de taux ayant été reportées dans le temps, mais le cycle de hausse n'est peut-être pas encore terminé. Nous avons annulé il y a quelques mois notre sous-pondération de longue date des obligations dans les portefeuilles US, mais nous ne sommes pas encore prêts à le faire dans les portefeuilles européens.

Dans le même temps, si les prévisions de bénéfices des entreprises semblent désormais plus réalistes pour 2023, nous sommes probablement encore loin de voir les analystes les réviser à la hausse. Nous estimons par conséquent qu'il est encore trop tôt pour augmenter de manière significative nos positions en actions (ce qui les ramènerait en surpondération).

À fin janvier, nous avons modifié la répartition de nos pondérations en actions, en délaissant les segments défensifs pour privilégier la cyclicité régionale et sectorielle. Nous estimons qu'à l'heure actuelle, cette modeste augmentation du risque est suffisante.

Par rapport aux normes de ces dernières années, nous avons relativement peu de positions actives. Mais à l'approche d'un nouveau cycle qui pourrait s'accompagner d'un changement de leadership, cela 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'approchent d'un sommet, et que les enquêtes de confiance des entreprises semblent s'améliorer au niveau mondial, nous restons neutres sur les actions. À fin janvier, nous avons toutefois privilégié une exposition plus cyclique en délaissant les segments défensifs. Nous avons également ajusté nos positions obligataires US pour refléter des valorisations relatives que nous jugeons plus favorables en ce qui concerne les bons du Trésor américain.

Obligations. Les rendements obligataires européens ne sont pas encore revenus à des niveaux qui offrent, de notre point de vue, des rendements supérieurs à l'inflation à long terme, et la Banque centrale européenne (BCE) semble être la plus éloignée du pic des taux directeurs. Nous restons en sous-pondération sur les obligations et la duration dans les portefeuilles européens en continuant de privilégier le segment spéculatif (haut rendement).

Dans les portefeuilles US, nous sommes neutres sur la classe d'actifs et la duration, et plus récemment 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, 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 estimons être bien positionnés 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 n'avions fermé cette position que 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 ont continué de le faire le mois dernier. De son côté, le gouvernement a également montré de manière imprévue une plus grande tolérance à l'égard de secteurs précédemment pénalisés. La contrepartie est une nouvelle sous-pondération du marché suisse, plus défensif.

Dans les portefeuilles européens, nous avons fermé notre sous-pondération des services financiers il y a un mois et réduit notre surpondération du secteur de la santé (un secteur défensif). Nos avis sectoriels sont désormais parfaitement alignés entre l'Europe et les États-Unis.

Devises. Malgré son modeste rebond du mois dernier, nous pensons que les facteurs de soutien du dollar ont perdu de leur vigueur. La Fed arrive en fin de cycle, tandis que l'économie mondiale et l'appétence au risque semblent se stabiliser – autant de facteurs propices à un affaiblissement du dollar. La monnaie américaine 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		→	←

ALLOCATION D'ACTIFS : APERÇU GÉNÉRAL

	-	Neutre	+	
OBLIGATIONS	États-Unis	Marché monétaire		
		Actions		
		Obligations		
		Or		
	Europe	Marché monétaire		■
		Actions		
		Obligations	■	
		Or		
	Suisse	Marché monétaire		■
		Actions		
		Obligations	■	
		Or		
ACTIFS	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	+		
Regions	Amérique du Nord				
	Zone euro (hors Royaume-Uni)				
	Royaume-Uni				
	Suisse	■			
	Japon				
	Pacifique (hors Japon)				
	Marchés émergents (hors Asie)				
	Marchés émergents (Asie)		■		
	ACTIONS	Secteurs (États-Unis)	Énergie		
			Matériaux		
			Industrie		
			Services collectifs	■	
Consommation discrétionnaire					
Consommation de base					
Communication					
Santé				■	
Technologie				■	
Services financiers					
Immobilier			■		
ACTIFS			Secteurs (Europe)	Énergie	
	Matériaux				
	Industrie				
	Services collectifs	■			
	Consommation discrétionnaire				
	Consommation de base				
	Communication				
	Santé			■	
	Technologie			■	
	Services financiers				
	Immobilier	■			
	DEVISES	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).