



PERSPECTIVES DE MARCHÉ | AOÛT 2024

Une situation sérieuse, mais pas désespérée

Avant-propos

CONTENTS

- 03 Changement climatique : les enjeux macroéconomiques
- 08 Transition verte et inflation
- 13 Comment investir de manière durable

Nous doutons que la récente correction boursière et les dernières nouvelles géopolitiques soient le reflet d'un changement significatif des perspectives d'investissement.

La correction fait suite à une nouvelle progression déséquilibrée des actions et s'est produite sur un marché estival peu profond (et donc facilement excitable). Nous sommes conscients (nous l'espérons) du risque cyclique : il s'agit après tout de marchés de valeurs mobilières et, oui, les récessions peuvent se produire lorsque le consensus ne les attend pas (de la même manière qu'elles surviennent rarement lorsqu'il les attend). Mais nous considérons ce mouvement de baisse comme un bruit de fond plutôt que comme un signal. L'ampleur du « carry trade » sur le yen a certainement été exagérée et l'économie américaine ne semble pas soudainement beaucoup plus fragile.

Le corollaire, bien sûr, est que les attentes renouvelées du marché quant à une baisse importante des taux d'intérêt américains à brève échéance pourraient s'avérer trop optimistes (une nouvelle fois). En fin de compte, dans notre vision macroéconomique à un an, nous demeurons plus favorables aux actions qu'aux obligations, et nous continuons à privilégier ces deux classes d'actifs par rapport aux liquidités.

En parallèle, l'évolution de la course à la présidence des États-Unis est certes importante sur le plan politique, mais, comme nous l'avons souvent indiqué, elle ne l'est pas nécessairement sur le plan financier. Il pourrait bien en être de même pour le nouveau gouvernement britannique et le futur gouvernement français, ainsi que pour les conflits qui se poursuivent en Ukraine et au Proche-Orient.

C'est la raison pour laquelle nous consacrons (comme prévu à l'origine) ce nouveau numéro de *Perspectives du marché* à des questions générales sur l'investissement liées au changement climatique.

Il est vrai que le ratio signal/bruit pourrait également être plus élevé dans le débat public sur le climat. Mais les enjeux sont plus importants : les problèmes ainsi signalés sont d'une toute autre ampleur que ceux qui agitent périodiquement les marchés.

Nous présentons donc ici notre point de vue sur certaines questions macroéconomiques à long terme soulevées par le changement climatique, sur son récent effet inflationniste et sur certains aspects pratiques de l'investissement durable.

Kevin Gardiner / Victor Balfour / Anthony Abrahamian
Global Investment Strategists

Crédit image : certificat d'obligation, gros plan © Getty Images.

© 2024 Rothschild & Co
Wealth Management

Date de publication : août 2024.
Valeurs : tous les chiffres sont à la date du 16 août 2024, les textes au 20 août 2024

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

Changement climatique : les enjeux macroéconomiques

« À Berlin, la situation est sérieuse mais pas désespérée. À Vienne, elle est désespérée, mais pas sérieuse. »

– citation attribuée à Alfred Polgar (1873–1955)

« La plus grande entreprise... n'est pas l'acier, l'automobile ou la télévision. Il s'agit de la fabrication, du raffinement et de la distribution de l'anxiété. »

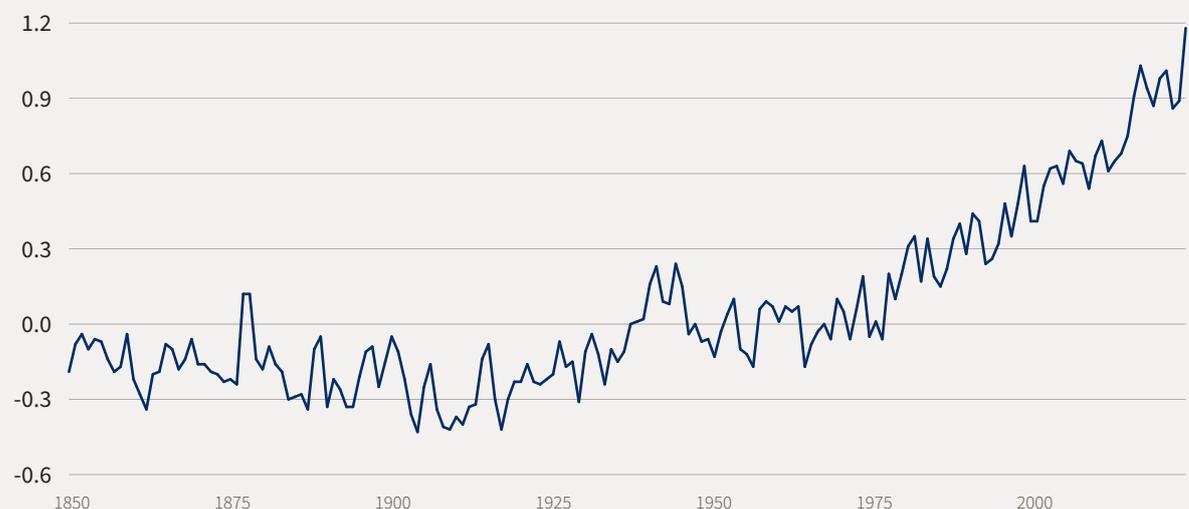
– Eric Sevareid (1912–1992)

Les sentiments sont intenses, de part et d'autre. Les enjeux sont importants, mais les avis polarisés sont également le reflet de leurs défenseurs. Ceux qui pensent que tout va mal et que les choses s'aggravent ont un avis pessimiste ; ceux qui pensent le contraire sont dédaigneux. Les deux camps ont des desseins inavoués, qu'il s'agisse des activistes de l'environnement ou des personnes qui contestent la réalité du changement climatique.

Notre parti pris est celui d'un progrès progressif et d'un juste milieu. Nous estimons que notre situation collective est sérieuse, mais pas désespérée. Les questions ci-dessous appliquent cet avis général aux enjeux plus spécifiques de l'économie et de l'investissement.

FIGURE 1 : ANOMALIES DE LA TEMPÉRATURE MOYENNE DES TERRES ET DES OCÉANS

Par rapport à la moyenne du 20e siècle (1901-2000, en degrés Celsius)



Source : Rothschild & Co, National Centers for Environmental Information (NCEI), National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA)

Q1 - QUE SAVONS-NOUS ?

La planète se réchauffe et nous en sommes la cause (figure 1). Les gaz à effet de serre (principalement le dioxyde de carbone) générés par l'activité humaine (en grande partie pour produire de l'énergie utilisable à partir de sources primaires) empêchent la chaleur de s'échapper dans l'espace.

Les efforts internationaux pour limiter la hausse des températures visent à ramener les émissions nettes de carbone à zéro d'ici 2050 : on estime que cela est nécessaire pour limiter la hausse des températures à 1,5°C au-dessus des niveaux « préindustriels » (1850-1900) (des hausses ultérieures demeurent probables). Il s'agit certes d'un chiffre arbitraire, mais qui a le mérite de représenter une étape, ou tout au moins une ambition. Il est très peu probable que cet objectif soit atteint, ce qui signifie que la température moyenne annuelle de la planète (son niveau, et non son augmentation) pourrait dépasser 15,2 °C après 2050, un niveau sans précédent dans l'histoire de l'humanité.

Pour atteindre cet objectif, il faudrait en pratique réduire les émissions mondiales en réduisant la consommation d'énergie. La majeure partie de l'énergie que nous utilisons provient de combustibles fossiles. D'autres sources pourraient être développées, mais elles ont chacune leurs inconvénients. Dans le cas de l'énergie nucléaire, par exemple, la construction d'un grand nombre de réacteurs à fission est politiquement inacceptable et prendrait du temps (la fusion nucléaire - la source d'énergie du soleil - n'est pas encore réalisable, mais elle pourrait changer la donne si elle l'était).

Une réduction significative de la consommation d'énergie entraînerait une baisse du niveau de vie. Les pays et les communautés les plus pauvres auraient besoin d'une compensation pour la perte de revenus réels et potentiels. À l'heure actuelle, il n'y a guère d'accord politique en vue à ce sujet, même si la création d'un « fonds pour les pertes et dommages » lors de la COP27 représente un premier pas attendu de longue date.

La hausse des températures entraîne une élévation du niveau de la mer en raison de la fonte des glaces continentales et de la dilatation thermique de l'eau des océans. Depuis 1901, le niveau moyen des mers a augmenté d'environ 0,2 mètre. Une nouvelle progression d'environ 0,5 mètre semble probable d'ici 2100, ce qui réduirait de 0,25 % la superficie totale des terres émergées – et entraînerait tout de même le déplacement de centaines de millions de personnes. Les régimes climatiques changeront de manière imprévisible, entraînant une augmentation des phénomènes extrêmes et des changements dans la production agricole. Les décès dus aux chaleurs extrêmes augmenteront. L'incidence de ces événements sera peut-être localisée dans un premier temps, mais elle finira par se généraliser au niveau mondial : nous sommes tous liés.

Q2 - QU'EST-CE QUE NOUS NE SAVONS PAS ?

« Nous ne sommes pas menacés d'extinction imminente... dans presque tous les domaines que nous pouvons mesurer, la vie sur terre est meilleure aujourd'hui qu'elle ne l'a été par le passé... Le changement climatique aura dans l'ensemble une incidence négative sur le monde, mais cette incidence sera moindre que l'ensemble des progrès que nous avons observés jusqu'à présent, et que nous continuerons d'observer au cours du siècle à venir. »

– Bjorn Lomborg

Le point le plus important est que nous ne savons pas s'il existe un seuil au-delà duquel il pourrait y avoir un effet domino qui entraînerait des changements physiques plus importants - un « point de non-retour » qui changerait la donne de façon spectaculaire et irréversible. C'est l'un des principaux risques auxquels nous sommes collectivement confrontés.

Jusqu'à présent, « la science » n'a pas identifié de point de non-retour. Bien que cela ne constitue pas un argument en faveur de l'inaction, nous ne sommes pas non plus confrontés au « niveau d'extinction » de l'humanité annoncé avec assurance par les activistes (dont le désespoir n'est pas vraiment sérieux). Les gouvernements agissent, bien que tardivement et de manière inadéquate. La reconstitution en cours de la couche d'ozone, endommagée par

des émissions antérieures de chlorofluorocarbones (et sans rapport avec le réchauffement en tant que tel), montre que l'action collective (bien qu'à une échelle beaucoup plus réduite) peut fonctionner. De même, les dommages causés par les pluies acides ont été en grande partie résolus grâce à des règles plus strictes en matière d'émissions (là encore, à plus petite échelle).

Le fait même que le changement climatique ait une telle portée signifie que nous ne pouvons pas en connaître l'impact net potentiel. Comme nous le soulignons souvent, l'économie mondiale est faite de multiples variables : même si nous pouvons avoir une certaine idée de la direction prise par l'une d'entre elles, nous ne pouvons pas savoir quel sera son impact systémique sur les autres. Entre-temps, certaines de ces variables évolueront de manière indépendante, et peut-être même favorable. La productivité pourrait être l'une de ces variables, non pas à cause du changement climatique, mais parce que ses progrès sont la norme, même à l'heure actuelle.

Il est possible de faire le parallèle avec l'évolution démographique, une autre menace « malthusienne » de grande ampleur pour le bien-être collectif, qui était considérée comme un facteur critique il y a plusieurs décennies. Si le profil d'âge actuel de la population était relativement facile à prévoir à l'époque, il n'en était pas de même pour son impact économique net.

Il y a trois manières de répondre au changement climatique sur le plan économique. La première, qui fait l'objet de la plupart des efforts à l'heure actuelle, est l'atténuation : une action collective visant à réduire l'ampleur de la menace. Comme nous l'avons vu, cette stratégie risque d'être décevante. Cela étant dit, il convient de noter qu'une source potentielle d'atténuation, à savoir l'utilisation de systèmes de capture du carbone pour réduire l'impact net des émissions brutes, n'a pas encore été largement adoptée, et que la technologie elle-même pourrait être développée davantage, même si elle ne peut pas se substituer à d'autres actions.

La seconde, dont l'importance est facilement négligée, est l'adaptation, à savoir les changements de comportement qui permettent d'éviter certains impacts. Nous y reviendrons plus tard.

La troisième consiste à contextualiser la menace, en reconnaissant que le changement climatique n'est qu'un facteur parmi d'autres de l'évolution des conditions économiques. Ses effets ne seront pas systématiquement négatifs (par exemple, certaines régions du monde auparavant inhabitables et non cultivables le seront moins, et il y aura moins de victimes du froid intense). Les deux citations mises en exergue relèvent de ce point de vue, et bien qu'elles proviennent de parties opposées dans le débat, elles vont dans le même sens.

Dans cet esprit, les perspectives sont plus nuancées qu'il n'y paraît. Certes, les nuances ne se limitent pas aux problèmes futurs : certaines des solutions actuelles ne sont pas forcément ce qu'elles semblent être. Les véhicules électriques, par exemple, consomment plus d'énergie au total, et leur empreinte dépend avant tout des matériaux utilisés dans leur construction et par l'origine de l'électricité utilisée pour recharger les batteries.

« Pour la plupart des secteurs économiques, l'incidence des changements climatiques sera faible par rapport à celle d'autres facteurs... »

– Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) des Nations unies

Ces nuances ne sont pas couramment évoquées, peut-être parce que la réponse typique aux activistes climatiques a souvent été de les traiter avec condescendance. Les médias parlent de leur jeunesse ou de leur âge, voire de leur action, mais approfondissent rarement leurs arguments.

Q3 - LE CHANGEMENT CLIMATIQUE SIGNIFIE-T-IL LA FIN DE LA CROISSANCE ?

Si le niveau de vie dépendait uniquement de la production matérielle - à savoir les choses que nous cultivons ou extrayons, que nous transportons à travers le monde, que nous transformons, puis que nous consommons - alors oui, nous devrions revoir notre manière de penser (bien que, sur une période suffisamment longue, l'innovation énergétique pourrait malgré tout nous aider - voir ci-dessous).

Cependant, les choses auxquelles nous attachons de la valeur sont de moins en moins tangibles et dépendantes de l'énergie. La majeure partie de la production du monde « industrialisé » provient aujourd'hui des services, en grande partie numérisés. Si nos besoins matériels de base sont satisfaits - comme c'est le cas depuis longtemps en Occident - la dématérialisation de la production pourrait se poursuivre.

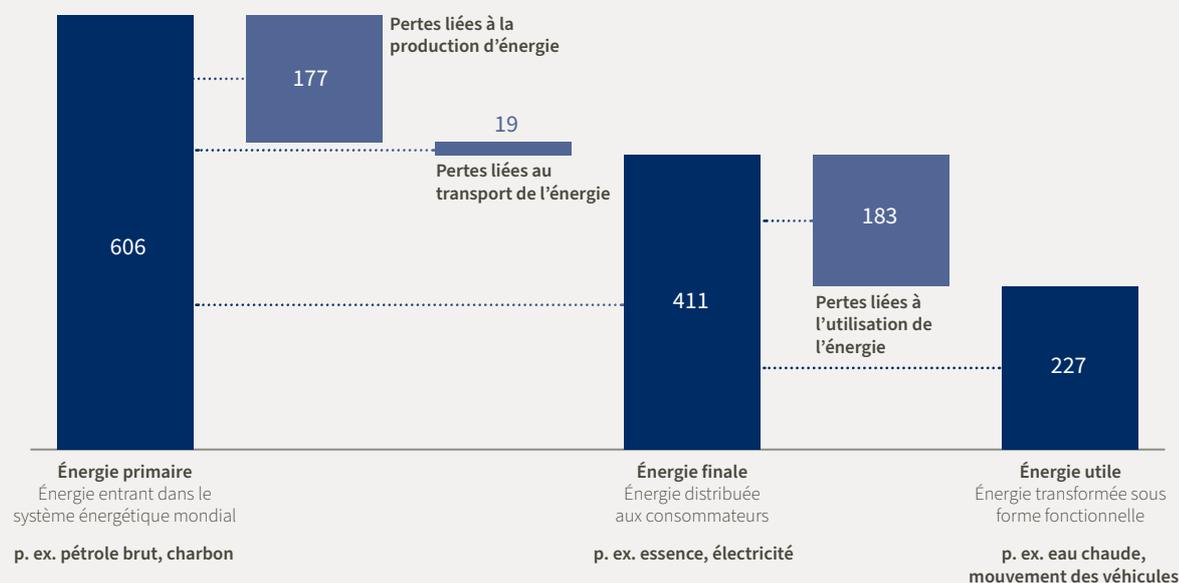
Le niveau de vie des pays émergents est plus étroitement lié à la production matérielle. La production immatérielle des pays développés introduit toutefois une certaine « marge de manœuvre » au niveau mondial, directement ou indirectement, dans la mesure où elle contribue à faciliter une partie de la compensation nécessaire au niveau international.

En parallèle, dans un domaine au moins, on peut s'attendre à une nette *stimulation* de la croissance. Il est rare de pouvoir prédire une innovation transformationnelle, mais c'est ce qui se passe aujourd'hui dans le secteur mondial de l'énergie, avec la transition vers des modes de production d'énergie primaire plus productives et moins émettrices de carbone. La combustion de combustibles fossiles est d'une inefficacité ahurissante : selon le groupe de réflexion RMI, deux tiers environ de l'énergie potentielle serait perdue (figure 2 sur la page). Peu importe l'IA : il y a là un potentiel de croissance énorme et durable.

Le remplacement de la production à base de carbone et l'innovation dans les technologies et les modes de travail sont deux moyens de s'adapter. La relocalisation de l'activité économique - à l'intérieur des frontières nationales et au-delà de celles-ci - en est un autre.

FIGURE 2 : PERTES DU SYSTÈME ÉNERGÉTIQUE, DE L'ÉNERGIE PRIMAIRE À L'ÉNERGIE UTILE

Flux et déchets énergétiques mondiaux (exajoules par an, 2019)



Source : Rothschild & Co, International Energy Agency, RMI

Q4 - LE CHANGEMENT CLIMATIQUE SERA-T-IL SOURCE D'INFLATION ?

Là encore, pas nécessairement. À l'heure actuelle, avec un chômage peu élevé et la crise du coût de la vie qui domine encore l'actualité, les investissements supplémentaires destinés aux infrastructures énergétiques et les nouvelles taxes et/ou les contrôles d'émissions sur la production à base de carbone pourraient alimenter l'inflation au lieu de la réduire (voir l'essai ci-dessous). Mais à plus long terme, le résultat net pourrait être déflationniste.

Il est possible d'imaginer un monde dans lequel même l'énergie à base de carbone serait moins chère, en dépit des taxes et des contrôles. En effet, à mesure que les gens réduisent lentement, mais sûrement, leur consommation de pétrole, de charbon et de gaz, mais que l'offre reste abondante, les prix pourraient facilement chuter. Il ne s'agirait pas d'un manque d'adaptation, mais de sa conséquence. En parallèle, le coût des sources alternatives pourrait diminuer à mesure que les technologies s'améliorent et qu'elles prennent de l'ampleur.

Q5 - QU'EN EST-IL DES TAUX D'INTÉRÊT ?

Si l'impact à long terme du changement climatique sur la croissance et l'inflation n'est pas clair, il en est de même pour les taux d'intérêt.

L'engagement récent des banques centrales dans la lutte contre le changement climatique n'est pas (ou ne devrait pas être) dû à ses conséquences monétaires probables, mais plutôt à l'impact potentiel des phénomènes météorologiques extrêmes sur la stabilité financière. Les enjeux sont plus importants dans un monde plus riche et plus hypothéqué.

Plus généralement, lorsque nous adaptions et réorientons l'activité économique, les variables clés sont les quantités réelles, les prix relatifs, les impôts et les subventions, ainsi que les règles du jeu. L'activité économique collective est « prépayée », ou autofinancée, les principaux moteurs (ou « facteurs de production ») de la croissance étant des éléments réels tels que la main-d'œuvre et les matières premières, le capital physique et la technologie innovante et organisationnelle. Les bilans financiers globaux (au-delà de leur capacité à favoriser l'instabilité financière à court terme) pourraient bien ne pas être pertinents.

Les taux d'intérêt réels sont mentionnés dans la littérature spécialisée, non pas en tant que résultat, mais en tant que variable clé pour quantifier la valeur actuelle des coûts et bénéfices futurs. Le célèbre rapport Stern du gouvernement britannique (2006) utilisait un taux d'actualisation nul (bien avant que les taux réels négatifs ne s'approchent accidentellement de ce seuil au cours de la dernière décennie), plaçant ainsi le bien-être des générations futures sur un pied d'égalité avec celui des générations actuelles.

Le fait de prendre au sérieux le changement climatique suppose déjà que nous nous soucions des générations futures. Certains jeunes couples vont même jusqu'à décider de ne pas avoir d'enfants, estimant qu'il vaut mieux leur épargner les souffrances qu'ils pensent (ou qu'on leur a dit) qu'ils sont appelés à connaître.

Cependant, même si nous accordons au bien-être de nos descendants lointains la même valeur qu'au nôtre, un taux d'actualisation réel positif reste plus logique, ne serait-ce qu'en raison de la possibilité d'un accident interplanétaire comme celui évoqué dans le film *Melancholia* (2011). Et comme l'affirme le professeur Sir Dieter Helm dans le téléfilm britannique *Legacy* (2023), il est dans la nature humaine de se soucier avant tout des personnes et des générations que nous connaissons.

CONCLUSION

Le changement climatique est la menace économique la plus importante à laquelle nous sommes confrontés. De ce fait, il est impossible d'évaluer son impact sur les investissements. Mais il y a probablement des exagérations de part et d'autre du débat. Nos lectures - et notre instinct - suggèrent qu'un monde plus chaud pourrait malgré tout être un monde prospère.

Transition verte et inflation

Depuis notre dernière édition de *Perspectives du marché*, l'inflation a continué à se modérer sur l'ensemble des marchés développés (figure 3). L'inflation globale et l'inflation sous-jacente¹ se situent dans la plupart des cas entre 2 et 4 %, à la suite d'une forte baisse de l'inflation dans trois des quatre grandes catégories du panier de l'IPC (alimentation, énergie et biens). L'inflation des services (la quatrième catégorie, qui est également celle qui pèse le plus lourd dans les paniers de l'IPC) demeure élevée aux États-Unis comme en Europe, bien qu'elle ait commencé à ralentir ces derniers mois. Nous estimons que la désinflation touche à sa fin pour le moment et que l'inflation restera supérieure aux objectifs des banques centrales jusqu'à la fin de l'année.

Ce dernier épisode inflationniste a été marqué par plusieurs grandes perturbations de l'offre, en raison principalement de la pandémie et de la crise énergétique européenne. Dans le contexte géopolitique actuel, on ne peut pas exclure d'autres chocs de même nature. Mais il existe un risque structurel particulier, qui est devenu plus visible depuis quelques dizaines d'années : le changement climatique.

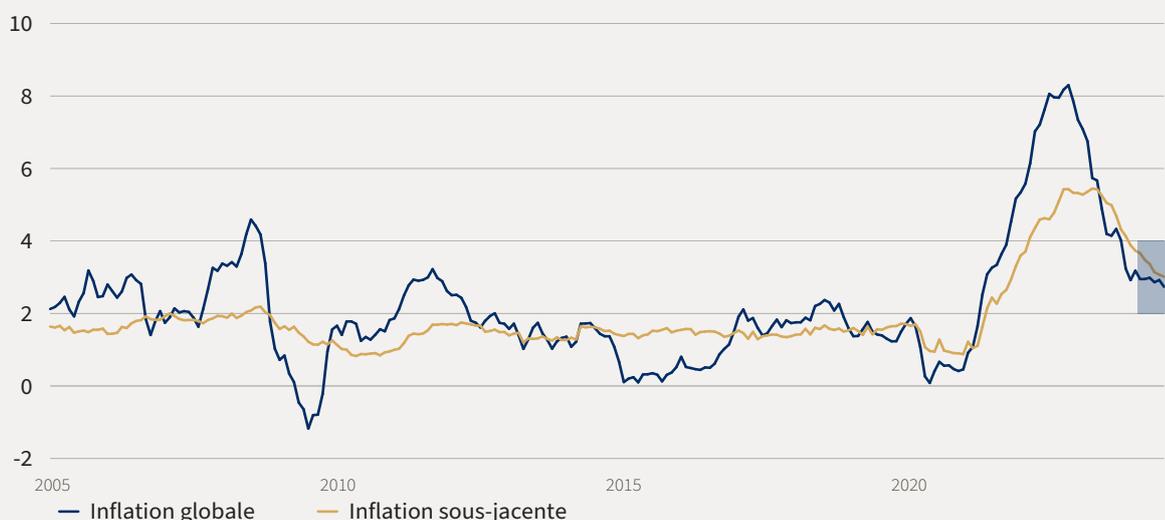
LE RISQUE CLIMATIQUE

La fréquence des événements climatiques exceptionnels a considérablement augmenté depuis les années 1980 (figure 4). Si leur fréquence s'est stabilisée depuis le début du siècle, le réchauffement en cours laisse à penser que cela pourrait ne pas durer. Ces événements ont déjà affecté plusieurs catégories au sein des paniers d'inflation.

¹ L'inflation sous-jacente exclut les produits alimentaires et l'énergie, deux composantes plus volatiles.

FIGURE 3 : TAUX D'INFLATION DES MARCHÉS DÉVELOPPÉS

En glissement annuel (%)



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, Datastream

Note : les chiffres d'inflation représentent la moyenne pondérée par le PIB des données 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. La zone grisée indique la fourchette comprise entre 2 et 4 %.

Par exemple, la Banque centrale européenne² estime que les températures extrêmes de l'été 2022 ont contribué à hauteur de quasiment un point de pourcentage à l'inflation des produits alimentaires observée en Europe sur une période de 12 mois. Ailleurs, le commerce mondial est perturbé par la sécheresse du lac Gatun, une source d'eau essentielle pour le canal de Panama, qui voit passer presque 5 % des volumes du commerce maritime mondial : la réorientation des flottes de transport maritime pourrait alimenter l'inflation liée aux biens. Les primes d'assurance habitation ont fortement augmenté dans les États américains exposés à des phénomènes météorologiques extrêmes, comme la Floride (ouragans) ou la Californie (incendies de forêt), bien qu'elles ne soient pas directement incluses dans le panier de l'IPC américain (elles auraient sinon ajouté près d'un point de pourcentage supplémentaire à l'inflation de 2023, selon certaines estimations).

Le changement climatique, et les réponses que nous y apportons, seront-ils forcément inflationnistes ?

UN PRIX PLUS ÉLEVÉ POUR LA POLLUTION

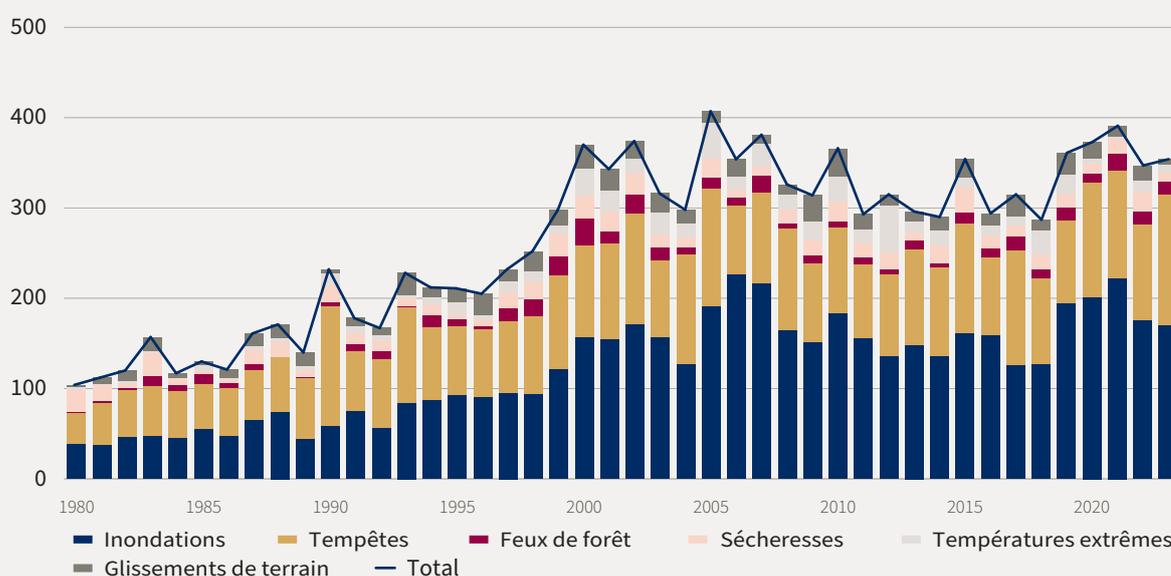
L'un des moyens utilisés par les gouvernements pour inciter les entreprises à s'orienter vers une économie à faibles émissions de carbone a été d'augmenter le coût de leurs émissions.

La tarification du carbone a commencé au début des années 1990, initialement par le biais de taxes sur le carbone dans les pays nordiques. Des systèmes d'échange de quotas d'émission (SEQE) fondés sur le marché ont ensuite été mis en place, dans le cadre desquels les autorités fixent un plafond pour les émissions totales de gaz à effet de serre (GES) (qui sera abaissé au fil du temps). L'UE a introduit le premier système d'échange de quotas d'émission de carbone en 2005, mais il s'est depuis étendu à d'autres parties du monde, notamment à certains États américains (comme la Californie) et même à la Chine en 2021. Aujourd'hui, près d'un quart des émissions mondiales de GES sont couvertes par un mécanisme ou un autre de tarification du carbone (figure 5, page 10). Le coût des émissions de carbone a ainsi fortement augmenté depuis une dizaine d'années suite à la multiplication de ces mécanismes (voir l'encadré à la fin de l'article).

² ECB Working Paper: *The impact of global warming on inflation: averages, seasonality and extremes* (Kotz, Kuik, Lis, Nickel, 2023)

FIGURE 4 : ÉVÉNEMENTS MÉTÉOROLOGIQUES EXTRÊMES

Fréquence annuelle (au niveau mondial)



Source : Rothschild & Co, IMF

Cependant, le prix plus élevé du carbone n'est pas forcément annonciateur d'une inflation structurellement plus élevée. Les entreprises peuvent décider de ne pas répercuter la hausse du coût des intrants sur leurs clients, notamment lorsque la demande est plus élastique. Un document de travail du FMI³ publié cette année montre que l'impact de la tarification du carbone sur l'inflation globale de la zone euro a été négligeable entre 2000 et 2019. Bien entendu, les prix du carbone pourraient continuer à augmenter, en particulier au sein de l'UE, à mesure que les pays membres s'efforcent de réduire leurs émissions nettes de GES d'au moins 55 % d'ici à 2030 (par rapport aux niveaux de 1990). Mais même dans ce cas, l'étude montre que la politique « Fit-for-55 » pourrait n'entraîner qu'une augmentation modeste des prix à la consommation au sein de la zone euro.

La hausse des prix du carbone n'aura de toute manière qu'une incidence réduite au fil du temps, car les processus de production et la demande des consommateurs s'éloigneront des produits à forte intensité de carbone, ce qui réduira leur importance dans les indices d'inflation. En effet, l'un des objectifs du système européen d'échange de quotas d'émission consiste à stimuler l'innovation du secteur privé et l'adoption de technologies et de procédés plus propres. Les subventions de la loi américaine sur la réduction de l'inflation (Inflation Reduction Act) et du paquet « Next Generation » de l'UE jouent également un rôle important dans l'évolution des préférences des ménages et des entreprises vers une consommation et des investissements plus respectueux de l'environnement.

Au moins dans un premier temps, la transition vers des sources d'énergie à faibles émissions pourrait s'avérer inflationniste en elle-même, car les investissements à grande échelle dans de nouvelles technologies coûteuses poussent le coût des intrants à la hausse.

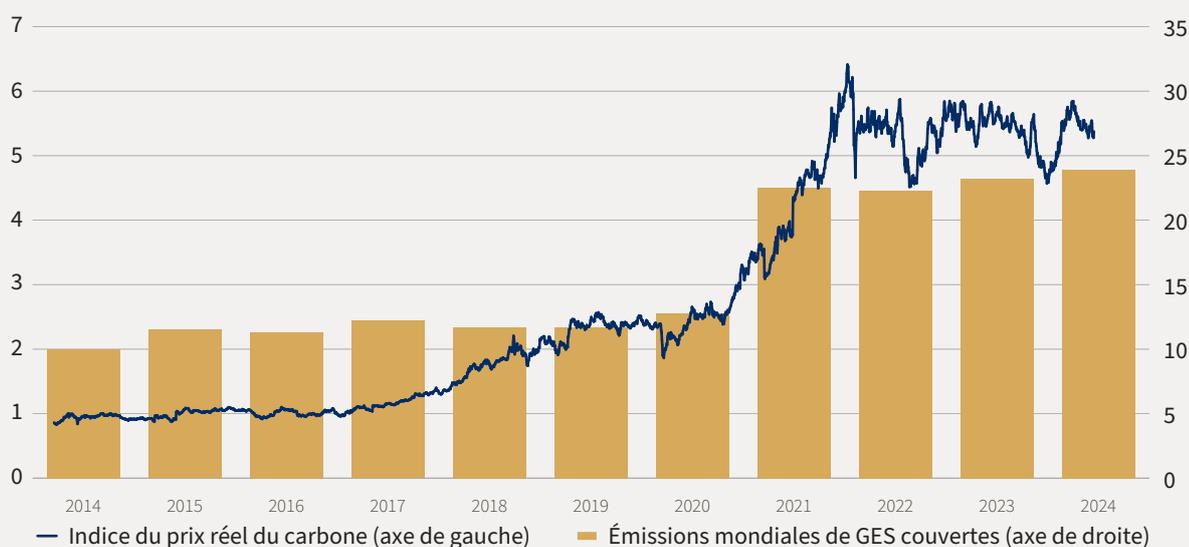
LA TRANSITION VERS DES SOURCES ALTERNATIVES

La demande de métaux critiques (lithium, cobalt, nickel et cuivre, entre autres) et de terres rares (telles que le néodyme, le dysprosium, le scandium et l'yttrium) est appelée à augmenter de manière considérable à mesure que le monde s'efforcera d'atteindre l'objectif « zéro émission ».

³ IMF Working Paper: Carbon Prices and Inflation in the Euro Area (Konrad, McGregor, Toscani, 2024)

FIGURE 5 : ÉVOLUTION DES MARCHÉS DU CARBONE

Prix mondial du carbone (en USD/tonne, axe de gauche) ; émissions mondiales de GES couvertes par un SEQE ou une taxe sur le carbone (en %, axe de droite)



Source : Rothschild & Co, Monash Centre for Financial Studies, C2Zero, SparkChange, World Bank

Note : l'indice du prix réel du carbone représente le prix du carbone pour l'ensemble des émissions provenant de l'ensemble des pays. Il couvre les émissions soumises à un instrument de tarification du carbone et celles qui ne le sont pas.

L'Agence internationale de l'énergie⁴ (AIE) a récemment estimé que la demande de nickel, de cobalt et de terres rares allait probablement doubler au cours des vingt prochaines années, tandis que la production d'autres intrants, tels que le lithium, aurait besoin d'être quasiment multipliée par neuf (étant donné qu'il s'agit d'un composant essentiel pour les batteries lithium-ion).

Du côté de l'offre, la production de métaux critiques est très concentrée et inélastique. L'Australie, le Chili et la Chine représentent la quasi-totalité de la production minière mondiale de lithium, et il faut parfois plus de dix ans pour que les nouvelles mines passent du stade de la découverte à celui de la production.

Cependant, la demande augmentera de manière progressive, et non brutale. Elle évoluera à mesure que de nouvelles technologies plus écologiques feront leur apparition. Les prévisions à 20 ans de l'AIE sont donc à la merci du destin, car beaucoup de choses peuvent changer sur un tel horizon temporel.

À suffisamment long terme, il est possible qu'on découvre de nouvelles réserves, tandis que la technologie réduira les coûts d'extraction et de production. Le célèbre pari de 1980 entre l'économiste américain Julian Simon et l'écologiste Paul Ehrlich sur les perspectives d'évolution des prix des métaux (qui ont fini par chuter en termes réels : voir *The Bet*, Paul Sabin, 2013) a montré que la rareté et la demande n'évoluaient pas toujours comme on peut s'y attendre.

Les prix de certains métaux critiques ont ainsi fortement baissé ces dernières années. Sur le marché du lithium, malgré les tendances mentionnées plus haut, les prix de l'hydroxyde de lithium ont chuté de presque 90 % par rapport à leur niveau record de la fin de l'année 2022. Dans le même temps, le coût de la production d'électricité à partir de sources renouvelables telles que l'énergie solaire ou éolienne a lui aussi baissé (figure 6).

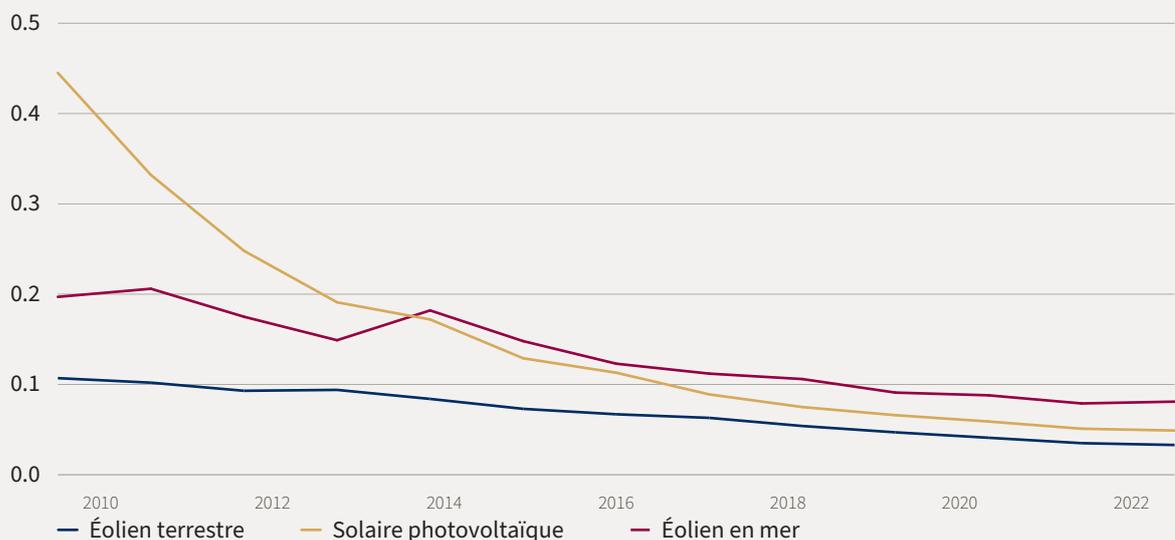
CONCLUSION

À mesure que nous évoluons vers un monde plus écologique, il semble logique de s'attendre à des tensions sur les prix à la consommation. Cependant, plus l'horizon temporel considéré est long, plus d'autres phénomènes sont susceptibles de jouer un rôle, comme par exemple l'exploration, la technologie, la substitution, l'adaptation et la sécurisation des chaînes d'approvisionnement. De plus, dans la plupart des cas, le cycle économique plus général aura probablement davantage d'influence sur l'inflation que la transition vers un monde plus respectueux de l'environnement.

⁴ IEA Global Critical Minerals Outlook (2024)

FIGURE 6: COÛT TOTAL INSTALLÉ DE L'ÉLECTRICITÉ D'ORIGINE RENOUVELABLE DANS LE MONDE

Coût actualisé de l'énergie (2022 USD/kWh)



Source : Rothschild & Co, Agence internationale pour les énergies renouvelables

UN POINT SUR LES MARCHÉS DU CARBONE

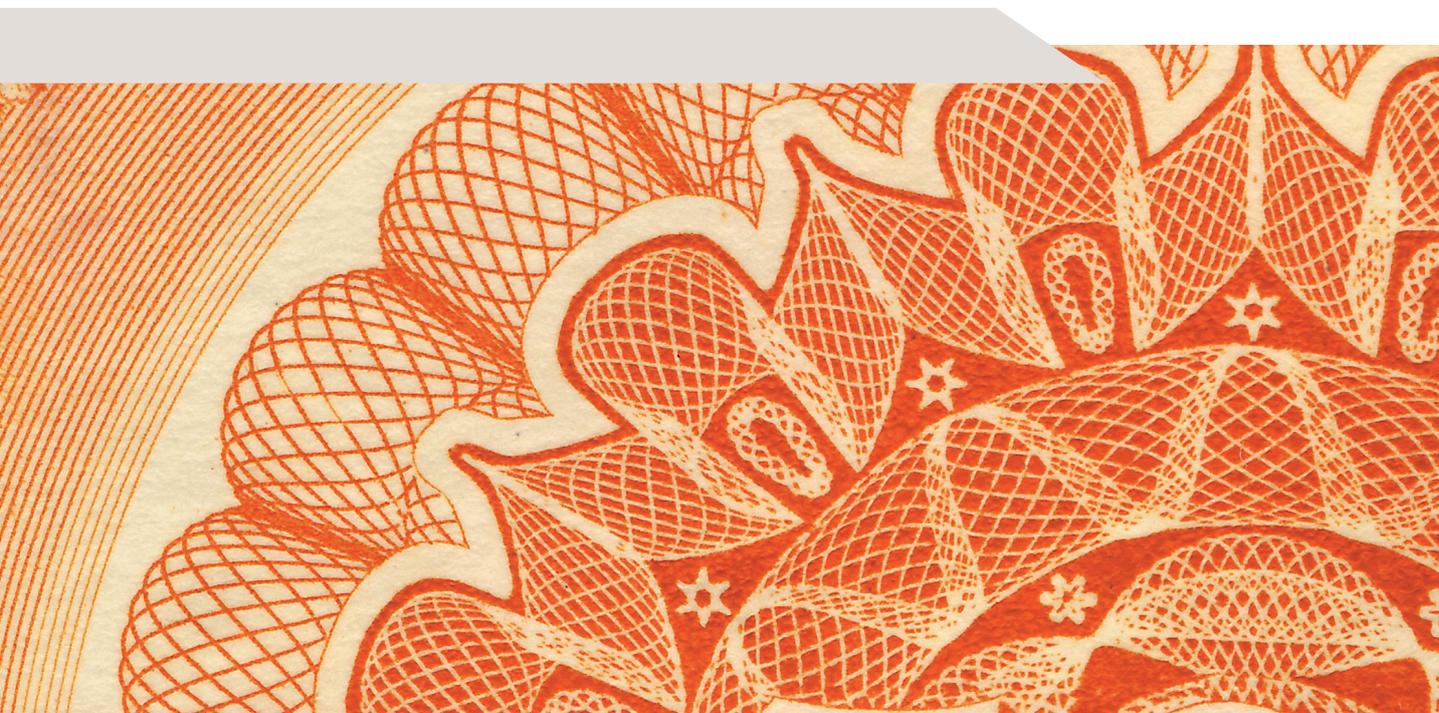
Bien que l'ESG ne constitue pas une classe d'actifs distincte, le marché du carbone représente un aspect important de son développement - il existe à la fois des systèmes obligatoires et des systèmes volontaires. Les crédits carbone permettent essentiellement aux entreprises d'émettre une certaine quantité de dioxyde de carbone (ou de gaz à effet de serre équivalent) et sont négociables.

L'idée qui sous-tend ces crédits est simple, mais puissante : les entreprises très polluantes et non rentables qui ne sont pas en mesure de modifier leurs pratiques verront leurs coûts réels exposés et auront plus de mal à obtenir des capitaux. Les secteurs qui émettent moins de dioxyde de carbone, ou qui sont capables d'innover et d'adapter leur mode de fonctionnement, prospéreront. À mesure que les gouvernements décideront de réduire le nombre de crédits disponibles au fil du temps et/ou que les comportements changeront, les émissions seront limitées et le coût relatif « réel » de l'activité des entreprises se reflètera de manière plus précise dans les états financiers publiés, les « externalités » actuelles finissant par être prises en compte par le marché.

À l'heure actuelle, le prix des émissions de carbone, c'est-à-dire le coût de la pollution selon le système d'échange de quotas d'émission de l'UE (SEQE-UE), s'élève à environ 72 euros par tonne de CO₂ (soit presque le triple de son niveau de fin 2019, mais bien en deçà des sommets atteints en 2021). Jusqu'à récemment, les prix du carbone suivaient de près le coût de l'énergie, en particulier du gaz naturel, mais au cours des dix-huit derniers mois, cette relation s'est relâchée. Cette évolution reflète en partie un changement de dynamique du marché, les producteurs d'électricité étant remplacés par l'industrie (par exemple) en tant que principaux acheteurs de quotas de carbone.

Comme nous l'avons vu, les taxes sur le carbone ont été introduites avant les crédits carbone négociables, mais l'expansion des marchés d'échange de droits d'émission et l'attrait croissant du marché volontaire, plus petit, sont des évolutions bienvenues. Ce dernier permet notamment aux entreprises et aux particuliers soucieux de l'environnement, mais non réglementés, d'atteindre la neutralité carbone ou même, dans certains cas, de séquestrer du carbone au moyen d'opérations de compensation.

Il est évident que la réduction (diminution de la production issue de combustibles fossiles) et la substitution (utilisation d'autres formes d'énergie) sont nécessaires pour atteindre les objectifs à long terme en matière d'émissions. Toutefois, pour certaines industries et technologies, cela peut s'avérer impossible ou peu rentable, et le marché des compensations permet aux entreprises polluantes d'éliminer progressivement leurs émissions sans avoir à renoncer à la croissance.





Comment investir de manière durable

La volonté d'atténuer le changement climatique est l'un des principaux moteurs de l'investissement socialement responsable. En particulier, les portefeuilles fondés sur les critères ESG tiennent compte des caractéristiques environnementales, sociales et de gouvernance des actifs sur lesquels ils investissent, et la plupart des gestionnaires de patrimoine proposent désormais de manière courante des portefeuilles de cette nature.

En évitant les entreprises qui ne s'efforcent pas d'atténuer le changement climatique - ou qui n'assument pas leurs obligations plus larges envers leur personnel et leur communauté, ou qui ne présentent pas les meilleures pratiques de gouvernance - les investisseurs ajoutent dans la pratique un objectif supplémentaire à leurs objectifs d'investissement. Pour leur part, les dirigeants d'entreprise affichent depuis quelques années des déclarations de mission plus holistiques et plus inclusives. L'idée selon laquelle le management devrait avoir pour seul objectif la maximisation du profit (généralement attribuée à Milton Friedman et souvent interprétée à tort comme une notion normative) est bien passée de mode.

La notion de « pic ESG » est probablement exagérée, mais les critiques ne manquent pas. Aux États-Unis, dix-neuf États ont introduit l'an dernier des mesures qui visent à décourager les investissements liés aux facteurs ESG. Le PDG de Blackrock, Larry Fink, a été contraint de revenir sur certains de ses engagements écologiques et sociaux antérieurs.

On dit que tout le monde veut le progrès, mais que personne ne veut le changement. En essayant de créer une forme de capitalisme plus éthique, les investisseurs sensibles aux aspects ESG se trouvent confrontés à des décisions délicates.

LES DÉFINITIONS ET LEURS IMPLICATIONS

En réalité, l'approche ESG existait déjà depuis une bonne partie du siècle dernier, même si elle n'était pas nécessairement aussi bien définie, ni aussi largement adoptée, qu'elle ne l'est aujourd'hui. Dans la pratique, les investissements qui tiennent compte des facteurs ESG peuvent prendre des formes variées, allant de simples stratégies de filtrage (négatif ou positif) à une intégration et un engagement plus poussé, jusqu'à l'investissement dit « d'impact », qui a pour but principal de réaliser un objectif social ou environnemental particulier, la performance passant au second rang.

Les définitions et les interprétations sont multiples. L'investissement dit « durable » peut faire référence à une évaluation passive de l'empreinte environnementale d'une entreprise, à une volonté plus active d'encourager les entreprises à avoir un impact positif (et pas seulement à éviter les impacts négatifs), voire à une notion encore plus large de durabilité financière et d'évitement du risque.

Parmi les trois piliers « E », « S » et « G », c'est souvent le premier qui suscite le plus d'attention, en raison des préoccupations liées au climat que nous avons déjà évoquées, mais l'importance relative de chaque facteur peut varier selon les différentes catégories d'activité. Par exemple, si une bonne gouvernance (responsabilité et transparence) ne représente pas vraiment un objectif d'investissement ambitieux, elle est très certainement une condition nécessaire à tout investissement.

Les préoccupations environnementales ne se limitent pas au changement climatique et aux émissions de carbone. Elles englobent des problèmes plus vastes, tels que la pollution, la biodiversité, les déchets et la spoliation générale. Même le domaine plus restreint de l'analyse

des émissions n'est pas aussi simple à appréhender qu'on pourrait l'imaginer. Les émissions de carbone des scopes 1 et 2 sont entachées de problèmes de précision et de mesure, sans parler de l'épineuse catégorie du scope 3. Même en ayant ces données en main, faut-il se concentrer sur les niveaux d'émission de GES ou sur leur évolution dans le temps ? Comment comparer objectivement une compagnie pétrolière ou gazière qui recherche et investit dans des sources d'énergie alternatives avec un producteur de véhicules électriques dont la chaîne d'approvisionnement mondiale engloutit des terres rares en grande quantité ?

Les classifications et les taxonomies sont complexes et nuancées. Il ne peut y avoir une seule et unique méthode qui serait meilleure que les autres pour évaluer les aspects quantitatifs et qualitatifs des trois piliers dans différents secteurs d'activité et différentes régions. Pourtant, les spécialistes des indices et des données boursières, comme MSCI et Sustainalytics, ont pris les devants pour proposer des notations ESG. Chez MSCI par exemple, le résultat est un score unique de type notation de crédit : AAA signale un leader qui se situe parmi les meilleurs de sa catégorie dans son secteur, tandis que CCC signale une entreprise qui se situe bien en deçà de ses pairs.

Cependant, des ambiguïtés subsistent. Il n'y a pas de standardisation et les méthodologies varient. La qualité et la fiabilité des données sont également variables : elles peuvent être autodéclarées, non auditées ou obtenues auprès de tiers. L'aspect le plus délicat est probablement leur interprétation et leur évaluation, qui sont forcément subjectives (figure 7).

Ces classifications offrent un point de référence utile, mais la simplicité apparente d'un score à trois lettres peut être trompeuse, car elle n'a pas forcément beaucoup de sens.

AVANT TOUTE CHOSE, NE PAS CAUSER DE PRÉJUDICE ?

Les défenseurs d'une approche de la gestion des entreprises et de l'investissement uniquement axée sur le profit n'hésitent pas à mettre en avant les inconvénients majeurs de ce qu'ils considèrent comme une approche de l'investissement dictée par l'idéologie. L'ancienne

FIGURE 7 : DES MILLIERS DE DONNÉES RÉSUMÉES DANS LE SCORE ESG DE MSCI

Score ESG de MSCI									
PILIER ENVIRONNEMENTAL				PILIER SOCIAL				PILIER DE LA GOUVERNANCE	
Changement climatique	Capital naturel	Pollution & déchets	Opportunités environnementales	Capital humain	Responsabilité liée aux produits	Opposition des parties prenantes	Opportunités sociales	Gouvernance des entreprises	Comportement des entreprises
Émissions de carbone	Stress hydrique	Émissions toxiques et déchets	Technologies propres	Gestion de la main d'œuvre	Sécurité et qualité des produits	Approvisionnement controversé	Accès aux services financiers	Conseil d'administration	Éthique/déontologie
Empreinte carbone des produits	Biodiversité & utilisation des terres	Matériaux et déchets d'emballage	Construction écologique	Santé et sécurité	Protection financière des consommateurs	Relations avec la communauté	Accès aux soins médicaux	Rémunérations	Transparence fiscale
Financement de l'impact env.	Approvisionnement en matières premières	Déchets électroniques	Énergies renouvelables	Développement du capital humain	Protection de la vie privée et sécurité des données		Opportunités dans le domaine de la nutrition et de la santé	Actionnariat	
Changement climatique				Normes du travail dans la chaîne d'approvisionnement	Investissement responsable			Comptabilité	
Vulnérabilité climatique					Sécurité chimique				

■ Questions clés universelles qui s'appliquent à l'ensemble des secteurs d'activité

Source : Rothschild & Co, MSCI

approche ne signifiait pas forcément que les questions d'ordre plus général n'avaient pas d'importance, mais seulement que les entreprises (par opposition aux pouvoirs publics) n'étaient pas les mieux placées pour y répondre. Le battage médiatique et l'écoblanchiment sont également devenus évidents.

De plus, certains investisseurs n'ont peut-être pas réalisé qu'en ajoutant un objectif supplémentaire, qui réduit dans la pratique l'éventail des investissements acceptables, ils risquaient de compromettre leurs perspectives de rendement.

Prenons l'exemple des investissements dits « de vice », qui peuvent désormais inclure le pétrole, le gaz et l'exploitation minière, en plus des secteurs traditionnellement mal vus, comme le tabac, l'alcool, les jeux d'argent et les entreprises d'armement. Il peut s'agir d'entreprises saines et rentables qui, en raison notamment des préoccupations ESG, se négocient à des prix avantageux. Mais où se situe la limite ? Devons-nous également éviter leurs fournisseurs ? Et si, pour une raison ou une autre, ces entreprises affichaient de bonnes performances, serions-nous prêts à voir nos portefeuilles sous-performer les grands indices boursiers parce que nous ne les possédons pas ? Lorsque le secteur pétrolier sous-performait, il était moins coûteux qu'aujourd'hui de vouloir bien agir.

Peu d'entre nous considèrent aujourd'hui l'ESG comme un choix à faire ou à ne pas faire. Il s'agit plutôt d'un pilier important de l'analyse des investissements et de l'engagement des clients. La réglementation encourage d'ailleurs de plus en plus cette approche, comme c'est le cas au niveau de l'Union européenne avec la Directive relative à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (CSRD) et le Règlement sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers (SFDR). Certains ont même suggéré que les professionnels de l'investissement prêtent une sorte de serment d'Hippocrate. L'adhésion au *Stewardship Code* du Royaume-Uni, par exemple, correspond implicitement à une démarche éthique de cette nature.

FIGURE 8 : PERFORMANCES D'UN ÉCHANTILLON D'INDICES ESG

Performances par rapport à l'indice MSCI All Countries World

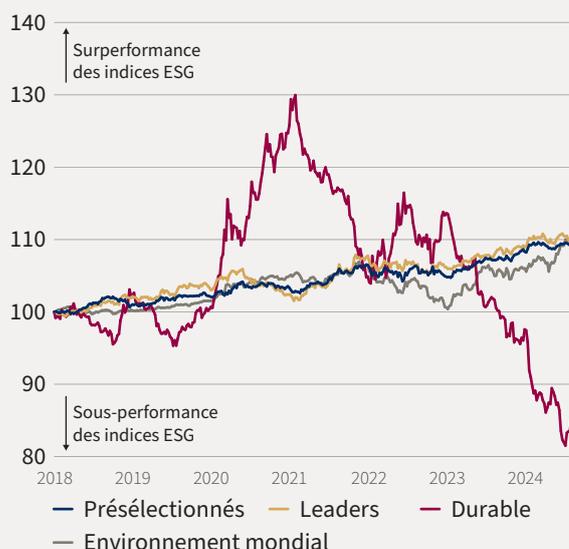
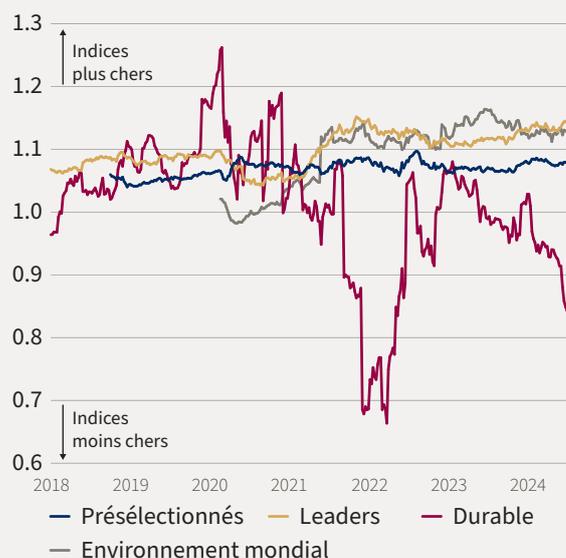


FIGURE 9 : VALORISATIONS D'UN ÉCHANTILLON D'INDICES ESG

Ratio cours/bénéfice prévisionnel par rapport à l'indice MSCI All Countries Worldcountries world index



Source : Rothschild & Co, Bloomberg, MSCI

Note : les méthodologies des indices MSCI sont les suivantes : « Screened » est un indice basé sur l'exclusion ; « Leaders » est une approche basée sur la sélection des leaders de chaque secteur (moitié supérieure) ; « Sustainable » sélectionne les entreprises qui répondent à un défi social ou environnemental au sens des ODD des Nations unies ; « Global Environment » sélectionne les entreprises qui réalisent au moins 50 % de leur chiffre d'affaires sur des produits ou services qui sont bénéfiques pour l'environnement.

Pour les entreprises comme pour les investisseurs, il peut y avoir des motivations financières à agir de la sorte.

Pour les entreprises qui souhaitent lever des capitaux, le fait de s'appuyer sur des caractéristiques ESG peut leur permettre de réduire leur coût de financement, en réduisant les marges applicables aux coûts d'emprunt (dans le cas notamment de l'émission d'obligations vertes) et/ou en réduisant potentiellement le coût des capitaux propres.

Pour les investisseurs, dans l'environnement actuel, les investissements verts (et, plus généralement, les investissements socialement responsables) sont susceptibles de bénéficier d'une « prime verte » qui améliore leur rentabilité.

À l'heure actuelle, le débat est loin d'être clos sur la performance relative des stratégies ESG par rapport aux investissements plus conventionnels en actions et en obligations (figure 8). On constate néanmoins que la prime payée pour les investissements verts ou à orientation éthique n'est pas évidente - en partie faussée par l'absence de données historiques, ainsi que par des difficultés pratiques évoquées plus haut (figure 9). Il en sera peut-être toujours ainsi, sachant déjà que les investisseurs attachés aux facteurs ESG ne donnent pas forcément la priorité aux performances.

Malgré l'évolution des mentalités, le marché de l'investissement ESG reste relativement limité : les stratégies actions orientées « impact » de MSCI représentent moins d'un vingtième du marché boursier investissable. Il en est de même pour les obligations ESG en circulation, dont le montant total représente à peine 4 % du marché obligataire mondial, qui pèse 140 000 milliards de dollars.

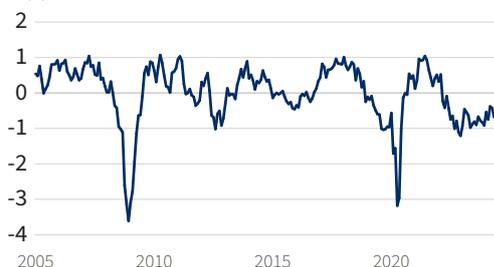
En dépit de toutes les difficultés liées à la logique ou à la pratique, nous estimons qu'il existe encore un potentiel de croissance.



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 (%)



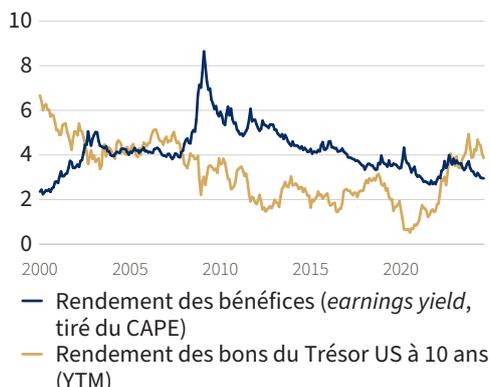
Source : OCDE, Bloomberg, Rothschild & Co

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

	MOIS (%)	ANNÉE (%)
Monde	-1.5	13.7
États-Unis	-2.0	16.8
Europe hors Suisse & Royaume-Uni	-1.3	7.7
Royaume-Uni	2.3	11.9
Suisse	2.7	7.1
Japon	-1.7	9.9
Pacifique hors Japon	-1.2	2.8
Asie émergente	-2.4	11.6
Marchés émergents hors Asie	0.3	-0.8

DEVISES

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

	MOIS (%)	ANNÉE (%)
Dollar américain (USD)	-0.6	3.1
Euro (EUR)	0.0	1.5
Livre sterling (GBP)	-1.5	2.9
Franc suisse (CHF)	2.2	-2.1

OBLIGATIONS

Rendements et taux actuels, en devise locale

	REND.	MOIS (%)	ANNÉE (%)
Souv monde (couv \$)	2.99	1.7	2.6
IG monde (couv \$)	4.58	1.6	3.5
HY monde (couv \$)	7.88	1.3	6.6
US 10 ans	3.88	2.4	2.6
Allemagne 10 ans	2.25	1.7	-0.1
Royaume-Uni 10 ans	3.92	1.5	-0.1
Suisse 10 ans	0.44	1.1	2.5

AUTRES

	NIVEAU	MOIS (%)	ANNÉE (%)
Or (USD)	2508	1.6	21.6
Brent (USD)	80	-4.8	3.4
Gas (EUR)	40	20.9	22.5

Toutes les données sont en date du 16 août 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. Le présent document est distribué par Rothschild & Co Bank AG 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 et Rothschild & Co Bank AG, 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 or Rothschild & Co Bank AG 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 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. Si vous avez des questions sur ce document, votre portefeuille ou tout élément de nos services, veuillez contacter votre conseiller clientèle.

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 AG. Siège social: Zollikerstrasse 181, 8034 Zurich, Suisse. Société agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).