



JANVIER 2024

Allocation d'actifs

Mosaïque

Notre vision actuelle



Dr. Carlos Mejia
Chief Investment Officer

POINTS CLÉS

- Une année tendue sur le plan géopolitique nous attend - mais c'est le cycle économique qui risque d'être le plus important pour les marchés.
- La désinflation et la résilience économique pourraient se poursuivre en 2024.
- Nous restons surpondérés sur les actions, neutres sur les obligations et sous-pondérés sur les liquidités.

SITUATION MACROÉCONOMIQUE

Le conflit au Moyen-Orient est peut-être en train de s'étendre à la mer Rouge et au golfe Persique, mais son incidence sur l'économie mondiale apparaît encore gérable et les marchés financiers impersonnels restent peu affectés. Même les élections présidentielles américaines de novembre, aux importantes ramifications géopolitiques, pourraient avoir un impact limité sur le plan financier si l'on se fie au passé.

En revanche, l'évolution du cycle d'inflation le plus marqué des quatre dernières décennies aura certainement une incidence sur les portefeuilles, et les nouvelles à venir dans ce domaine pourraient rester favorables.

Après des performances désastreuses en 2022, les actions et - finalement - les obligations ont enregistré une bonne année en 2023, affichant des rendements supérieurs à l'inflation (en baisse). Lors de notre première réunion d'allocation d'actifs de 2024, nous avons conservé un positionnement axé dans le même sens au sein des portefeuilles Mosaïque. Nous avons terminé l'année 2023 en privilégiant les actions par rapport aux obligations, mais pour la première fois depuis de nombreuses années, nous préférons également les obligations aux liquidités dans l'ensemble des portefeuilles.

La résilience économique actuelle associée au net ralentissement de l'inflation des prix à la consommation est le principal facteur d'explication des rendements récents du marché. La bonne rentabilité des entreprises et la désinflation qui en ont résulté ont permis aux banques centrales d'interrompre leur resserrement monétaire, encourageant

ainsi les marchés monétaires à penser que les prochains mouvements des taux directeurs seraient à la baisse, potentiellement dès le printemps.

Cette perspective d'un pivot des taux d'intérêt a mis du temps à se dessiner : les anticipations étaient à l'origine celles de taux « plus hauts pour plus longtemps », et même si les taux commençaient désormais à baisser au printemps, ils le feraient beaucoup plus lentement, et à partir d'un niveau plus élevé, que ce que le consensus imaginait il y a un an. Mais à mesure qu'elle se confirmait, elle a permis aux obligations de se stabiliser et de repartir à la hausse, tout en apportant un nouvel élan aux actions, qui avaient déjà été stimulées par la bonne tenue des bénéfices des entreprises (une grande surprise pour les nombreux experts qui prédisaient un ralentissement économique important).

Il est bien sûr encore trop tôt pour considérer cette combinaison favorable comme acquise. Nous doutons que l'ensemble des dommages causés par une normalisation monétaire radicale se soient déjà tous manifestés. Mais avec la baisse des coûts de l'énergie, notamment en Europe (malgré le traumatisme de l'Ukraine et du Moyen-Orient), les ménages comme les entreprises pourraient connaître un certain répit. Les salaires réels augmentent à nouveau des deux côtés de l'Atlantique et les taux d'emplois restent élevés. Les enquêtes de confiance auprès des entreprises montrent toujours peu de signes d'une récession imminente.

La conviction largement répandue selon laquelle un cycle de resserrement monétaire de la Fed débouche inéluctablement sur une



Kevin Gardiner
Global Investment Strategist

récession majeure a toujours été erronée, quoi qu'il adienne. Lorsque l'inflation n'est pas seulement due à une mauvaise gestion monétaire, mais aussi à des contraintes sur l'offre, il est toujours possible que la disparition de ces contraintes entraîne une baisse de l'inflation alors même que la production continue de croître.

Dans ce contexte, c'est probablement l'atonie persistante de la croissance des salaires nominaux qui a été le fait marquant du cycle en 2023, laissant à penser que la main d'œuvre occidentale a implicitement préféré la stabilité de l'emploi à la stabilité des salaires réels.

CONCLUSION POUR L'INVESTISSEMENT

La baisse de l'inflation, notamment de l'inflation sous-jacente, laisse à penser que nous sommes en train de passer le cap concernant les taux d'intérêt. Après la forte baisse provoquée par la prise en compte du message de taux « plus hauts pour plus longtemps », les obligations avaient de la marge pour rebondir en fin d'année, et c'est probablement encore le cas, même si (comme nous avons tendance à le penser) les taux directeurs ne baissent pas aussi rapidement et aussi fortement que les marchés monétaires ne l'anticipent à l'heure actuelle. Pour la première fois depuis de nombreuses années, nous commençons l'année avec un positionnement neutre sur les obligations dans l'ensemble des portefeuilles, et pas une sous-pondération.

À la fin du mois de juillet, nous sommes passés en surpondération sur les actions. Cette décision est probablement intervenue trop tôt, compte tenu de la baisse qui a suivi, mais les indices boursiers ont fini par se stabiliser pour atteindre ensuite de nouveaux sommets post-2022. Comme nous l'avons déjà indiqué, nous ne sommes pas encore sortis d'affaire,

mais nous continuons de penser qu'un ralentissement économique significatif n'est ni nécessaire ni probable, et que les valorisations des actions ne sont pas particulièrement tendues.

Les attentes en matière de rentabilité des entreprises continuent de se stabiliser à des niveaux raisonnables. Les actions ne sont pas spécialement chères – elles ne l'étaient déjà pas lorsque les taux d'actualisation étaient de l'ordre de 4 à 5 % à l'automne – et une nouvelle hausse substantielle alimentée par un regain d'appétence au risque reste possible. La progression des actions n'a concerné que des segments limités du marché jusqu'à présent, mais certains signes montrent qu'elle commence à s'élargir.

Si les niveaux plus « normaux » des rendements obligataires actuels ne remettent pas forcément en cause la valorisation des actions, ils représentent malgré tout une concurrence plus directe (bien qu'ils soient retombés en fin d'année). Même dans la zone euro, les obligations procurent des rendements potentiellement positifs à l'échéance, y compris si l'inflation restait légèrement supérieure à l'objectif. Elles offrent également une diversification plus crédible – et il s'agit peut-être là d'un point sur lequel les risques cycliques et géopolitiques se rejoignent.

Après avoir mis fin à notre sous-pondération de longue date, il serait probablement un peu trop optimiste au stade actuel de renforcer la part obligataire en puisant dans les liquidités, car nous serions alors presque « intégralement investis » en titres. Nous restons neutres pour le moment, en n'ayant toutefois jamais été aussi positifs sur les obligations depuis dix ans

Allocation d'actifs : Aperçu général

Actions. Nous sommes revenus en surpondération sur les actions à la fin du mois de juillet, après être passés en position neutre au moment de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, mais nos préférences régionales et sectorielles sont restées inchangées – et c'est toujours le cas : ces considérations sont secondaires à l'heure actuelle.

Nous continuons à privilégier les États-Unis et (avec toutefois moins d'enthousiasme) l'Asie émergente, où la croissance économique chinoise ne se reflète toujours pas dans les résultats des entreprises. Nous restons neutres sur le marché de la zone euro et sous-pondérons les marchés défensifs de la Suisse et du Royaume-Uni. Au niveau sectoriel, les portefeuilles restent orientés vers une combinaison de secteurs de croissance/cycliques au détriment des secteurs défensifs, avec un positionnement similaire dans nos portefeuilles américains et européens. Nous finançons la surpondération actuelle des actions grâce aux liquidités.

Obligations. Nous avons également mis fin en juillet à notre sous-pondération de longue date des obligations (dans nos portefeuilles européens, après l'avoir fait fin 2022 dans nos portefeuilles US). Comme pour les actions, nous avons financé cette augmentation de la part obligataire dans les portefeuilles européens en puisant dans les liquidités.

Plus récemment, nous avons évolué vers une surpondération de la duration dans les portefeuilles européens, suivant en cela l'évolution antérieure de nos portefeuilles américains. Cela nous a permis de profiter un peu du mouvement de hausse de la fin de l'année, qui a été dominé par les titres à plus longue échéance.

La seule divergence entre nos portefeuilles européens et américains est désormais la

surpondération des obligations à caractère spéculatif en Europe, que nous finançons actuellement par une sous-pondération du crédit de meilleure qualité (investment grade). Malgré le resserrement des spreads et la baisse récente des rendements, les obligations de catégorie spéculative restent une importante source de revenus dans les portefeuilles et constituent toujours l'un des segments les plus performants du marché obligataire. L'économie de la zone euro est la plus fragile des grandes économies occidentales, mais nous avons malgré tout le sentiment qu'une forte augmentation des taux de perte et de défaillance peut y être évitée.

Devises. En tant que monnaie « refuge », l'USD aurait pu se renforcer face au conflit du Moyen-Orient, mais il s'est plutôt affaibli. De manière générale, nous avons toujours des convictions peu marquées concernant les principales monnaies, ce qui a joué en notre faveur dans l'environnement actuel de faible volatilité des taux de change (à l'exception peut-être de l'affaiblissement du yen et du renforcement du franc ces derniers temps). En règle générale, c'est la volatilité des actions qui influence les rendements dans la plupart des portefeuilles équilibrés.

Allocation d'actifs

LÉGENDE

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

		-	Neutre	+	
APERÇU GÉNÉRAL	États-Unis	Marché monét.	■		
		Actions			■
		Obligations		■	
		Or		■	
	Europe	Marché monét.	■		
		Actions			■
		Obligations		■	
		Or		■	
	Suisse	Marché monét.	■		
		Actions			■
		Obligations		■	
		Or		■	
OBLIGATIONS	États-Unis	Duration			■
		Government		■	
		Invest. grade		■	
		High-yield		■	
	Europe	Duration			■
		Government		■	
		Invest. grade	■		
		High-yield		■	
	Suisse	Duration			■
		Government		■	
		Invest. grade	■		
		High-yield		■	

		-	Neutre	+	
Regions	Amérique du Nord			■	
	Zone euro (hors Royaume-Uni)		■		
	Royaume-Uni	■			
	Suisse	■			
	Japon		■		
	Pacifique (hors Japon)		■		
	Marchés émerg. (hors Asie)		■		
	Marchés émerg. (Asie)			■	
	ACTIONS	Secteurs (États-Unis)	Énergie		■
			Matériaux		■
			Industrie		■
			Services collect.	■	
Cons. discrét.				■	
Cons. de base			■		
Communication				■	
Santé				■	
Technologie				■	
Serv. financiers				■	
Immobilier	■				
Secteurs (Europe)	Énergie		■		
	Matériaux		■		
	Industrie		■		
	Services collect.	■			
	Cons. discrét.		■		
	Cons. de base	■			
	Communication		■		
	Santé		■		
	Technologie		■		
	Serv. 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).