



4^{ème} trimestre 2023

Note de Conjoncture



Marc Terras
Responsable
de la Gestion
Architecture Ouverte



Stéphane de Kermoal
Responsable de la
Gestion Sous Mandat

Un basculement des politiques monétaires toujours incertain

Après un troisième trimestre calamiteux pour les marchés financiers, l'année 2023 s'est terminée en fanfare comme en témoigne le rebond des indices boursiers vers leur précédent record, sur l'espoir d'un basculement des politiques monétaires en faveur d'un biais plus accommodant.

Le dernier trimestre de l'année 2023 a en effet été témoin d'un changement notable d'attitude des banques centrales face à l'évolution de l'inflation, celles-ci privilégiant désormais une approche plus prudente et pragmatique, sans pour autant se départir d'un discours de fermeté pour ne pas être perçues comme trop accommodantes.

Le 4^{ème} trimestre avait pourtant mal débuté, prolongeant la consolidation des marchés actions entamée début août à cause d'une remontée des taux longs américains reflétant non seulement la prise de conscience tardive des investisseurs que la Fed ne baisserait pas la garde dans son combat contre l'inflation, mais aussi la dégradation des finances publiques américaines. Les rendements américains à 10 ans ont alors brièvement franchi le 19 octobre le cap des 5 %, plus haut depuis 2007⁽¹⁾.

La tendance s'est légèrement infléchie lors de la poursuite du ralentissement de l'inflation globale en Zone euro, les Pays-Bas connaissant même une inflation négative à -0,4 % en rythme annuel⁽²⁾, et les menaces croissantes de récession ont convaincu la BCE d'opter fin octobre pour une pause. Après 10 hausses de taux depuis juillet 2022⁽³⁾, l'Institution a décidé de se donner le temps d'évaluer les effets de ce resserrement monétaire historique sur l'économie, sachant que les délais de transmission de la politique monétaire sont en général estimés d'un à deux ans.

Malgré la solidité de l'économie américaine, la Fed a pour la deuxième fois opté début novembre pour une pause au motif de vouloir agir désormais avec prudence, estimant probablement que l'impact sur l'économie de la remontée des taux longs pouvait être équivalent à une hausse des taux des Fed Funds, mais toujours sans exclure l'option d'un nouveau tour de vis monétaire d'ici la fin de l'année si les données économiques le justifiaient. Les « Minutes » du comité monétaire de novembre ont par la suite révélé que le cycle de hausse des

En bref

- Les marchés financiers ont clôturé l'année 2023 en forte reprise après un troisième trimestre difficile
- Les banques centrales privilégient une approche plus prudente et pragmatique sans pour autant se départir d'un discours de fermeté
- La BCE et la Fed ont interrompu leur série de hausses de taux laissant entendre la possible conclusion du cycle de relèvement des taux.
- 2024 est riche en élections clés à travers le monde pouvant conduire à un durcissement du climat géopolitique
- Les investisseurs se montrent optimistes quant à un atterrissage en douceur de l'économie américaine

taux était probablement terminé et que le principal sujet de débats concernait désormais la durée appropriée de la pause.

Face à une inflation ralentissant à 2,4 % en variation annuelle⁽²⁾, plus bas depuis juillet 2021, la BCE a de nouveau choisi mi-décembre le statu quo, justifiant aussi cette décision par de nouvelles projections économiques actualisées intégrant une inflation en recul par rapport aux précédentes prévisions, mais aussi une croissance du PIB passant de +1 % à +0,8 % en 2024⁽³⁾. En revanche, Mme Lagarde a douché tout espoir de baisses de taux en 2024 en indiquant d'une part que ce sujet n'avait pas été du tout discuté lors du dernier comité monétaire, et d'autre part que les risques de redémarrage de l'inflation à court terme n'avaient pas disparu.

(1) Source : Bloomberg, 29/12/2023.

(2) Source : Eurostat, Janvier 2024.

(3) Source : BCE, Décembre 2023.

Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management.



Malgré cette prudence affichée, les investisseurs sont restés convaincus que la BCE ne pourrait pas rester passive face à la dégradation conjoncturelle, et misent par conséquent sur 5 baisses de taux de 25 points de base (bp) l'année prochaine. Simultanément, prenant acte d'une perte de vigueur de l'activité et d'une moindre création d'emplois résultant d'un durcissement des conditions financières, la Fed a passé son tour pour la troisième fois consécutive en décembre. La déclaration de Mr Powell selon laquelle les taux directeurs seraient « probablement à leur sommet ou à proximité » et les nouvelles projections (« dots ») des membres de la Fed anticipant désormais 3 à 4 réductions de taux l'année prochaine, ont dopé l'optimisme des traders qui misent désormais sur 6 réductions de taux en 2024 pour un total de 160 bp.

L'écart de performances économiques entre les États-Unis et la Zone euro a continué de se creuser au cours du 4^{ème} trimestre. Malgré 11 hausses de taux pour un total de 525 bp, l'économie américaine a fait preuve en 2023 d'une résilience que nul n'avait prévu, bien au contraire puisque le consensus tablait en début d'année plutôt sur une récession. Alors qu'elle prévoyait en décembre 2022 un PIB en hausse de seulement 0,5 %⁽⁴⁾ (après +1,90 % en 2022) pour l'année 2023, la Fed a encore revu à la hausse cette prévision à +2,6 % lors du dernier comité monétaire de décembre. Malgré l'épuisement de l'épargne accumulée pendant la pandémie, la reprise des remboursements des emprunts étudiants et l'inflation rabotant le pouvoir d'achat, la consommation des ménages américains est restée très vigoureuse grâce aux hausses de salaires, à un effet richesse favorable résultant d'une appréciation des patrimoines financier et immobilier des ménages, et enfin à une politique fiscale qui est restée généreuse comme l'illustre le creusement du déficit budgétaire à 6,3 % du PIB⁽⁵⁾. Les industriels ont dépensé depuis mars 2023 près de 200 Milliards par mois en nouvelles usines, e.g. trois fois plus qu'en 2018, afin de réorganiser les filières d'approvisionnements mais aussi pour renforcer la suprématie technologique du pays vis-à-vis de la Chine. A l'inverse, les conditions économiques ont continué de se détériorer en Zone euro, les estimations de croissance du PIB en 2023 ayant été régulièrement revues à la baisse

“ Les nouvelles projections des membres de la Fed anticipant désormais 3 à 4 réductions de taux en 2024...” ”

en raison de l'inflation, de la hausse des coûts d'emprunt mais aussi d'une reprise chinoise plus faible qu'attendu. La dégradation des indices PMI⁽⁶⁾ vers leurs plus bas depuis la pandémie laisse présager un PIB négatif au 4T23, ce qui placerait la région en récession technique pour la 2^{ème} fois depuis 2020. Cependant, la bonne tenue du marché du travail - le taux de chômage est à ses plus bas historiques à 6,4 %⁽⁷⁾ - contribue à renforcer progressivement la confiance des ménages malgré la reprise des défaillances d'entreprises et la hausse des taux d'intérêt. Si le rythme de la reprise chinoise a continué de décevoir, c'est surtout la modestie des mesures de soutien monétaire et fiscal déployées au compte-gouttes par les autorités qui suscite incompréhension et perplexité. Le pays reste englué dans une crise immobilière pesant sur de nombreux secteurs de l'économie et plombant le moral des ménages chinois. Le chômage des jeunes explose, la demande de prêts s'effondre et les ventes de détail et des transactions immobilières sont en berne. Même le commerce extérieur, qui était resté l'un des rares moteurs de croissance, commence à caler en raison du ralentissement de la demande mondiale, du redéploiement des chaînes d'approvisionnement des pays développés au détriment de la Chine et des tensions géopolitiques. Contrairement aux pays développés qui font face à une inflation causée par une surchauffe économique post-pandémie, la Chine est confrontée à une déflation (prix à la consommation négatifs en décembre pour le 3^{ème} mois consécutif) témoignant d'une demande intérieure déprimée appelant à des mesures urgentes de relance de grande ampleur.

(4) Source : Bloomberg, 29/12/2023.

(5) Source : U.S. Bureau of Labour statistics, 29/12/2023.

(6) Indice des directeurs d'achat, indicateur reflétant la confiance des directeurs d'achat dans un secteur d'activité. Supérieur à 50 il exprime une expansion de l'activité, inférieur à 50, une contraction.

(7) Source : Eurostat, 29/12/2023.

Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management.



La baisse des rendements longs, alimentée par la perspective d'une inflation revenant progressivement vers la cible de 2 % a convaincu de nombreux investisseurs de revenir sur les marchés actions qui offrent dorénavant des primes de risque attractives. La crise boursière, qui durait depuis janvier 2022, a été quasiment effacée dans les derniers jours de 2023 : le MSCI World en devises locales a en effet clôturé à 0,64 % en dessous de son précédent record du 4 janvier 2022⁽⁸⁾. Au cours du 4^{ème} trimestre, les actions américaines ont encore gagné 6,35 %⁽⁹⁾ (S&P 500 en €), grâce aux valeurs technologiques qui ont signé leur meilleure année depuis 1999 (Nasdaq 100), dont les « *Magnificent Seven* » (Alphabet, Tesla, Meta, Nvidia, Apple, Amazon et Microsoft) qui ont rebondi de près de 107 % cette année après -45,45 % en 2022 (Bloomberg Magnificent Seven Index en US\$) et pèsent près de 30 % de la capitalisation boursière du S&P 500⁽⁸⁾. Le soulagement des investisseurs face au biais plus accommodant des banques centrales a permis à la volatilité des actions américaines de revenir en décembre à ses plus bas niveaux depuis la pandémie à 12 % environ (indice VIX⁽⁹⁾). Les actions de la Zone euro ont progressé de 7,50 % ce trimestre et terminent l'année sur un gain de 15,96 % (MSCI EMU), dopées notamment par les marchés du sud (Espagne-Ibex +22,76 % et Italie-

FTSEMIB +28,03 %). Malgré les nouveaux records atteints par les bourses indienne et brésilienne, les marchés émergents ont limité leur hausse à 3,63 % en 2023 (MSCI Emerging Markets en €), plombés par les actions chinoises qui ont enchaîné leur troisième année d'affilée dans le rouge à cause de la persistance de la crise immobilière et d'une reprise économique post-covid en-deçà des attentes qui ont provoqué la fuite des investisseurs étrangers. Les marchés obligataires ont poursuivi en décembre leur rebond grâce au ralentissement de l'inflation et à la perspective d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine qui ont permis aux taux à 10 ans américain de se détendre de 111 bp depuis le 19 octobre 2023 pour revenir à 3,88 % en fin d'année. Par contagion, les taux longs européens ont connu aussi la même volatilité, mais aussi à cause de la dégradation des finances publiques en France et en Italie. Après des pertes historiques de 18,44 % en 2022, les obligations souveraines de la Zone euro ont repris 7,15 % (iBoxx Eur Eurozone Sovereign) cette année, meilleure performance annuelle depuis 2014 et qui a été totalement réalisée au cours des trois derniers mois de 2023.

Achevé de rédiger le 22 janvier 2024

Performances des indices nettes, calculées dividendes réinvestis

Actions	Devise	Cours au 29/12/2023	3 mois	1 an	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	7 543,18	5,72%	16,52%	35,88%	59,45%
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	1 037,58	7,78%	18,55%	27,54%	61,24%
États-Unis (S&P 500)	USD	10 327,83	11,69%	26,29%	33,10%	107,21%
Japon (Topix)	JPY	2 366,39	1,85%	25,09%	31,13%	58,38%
Chine (Hang Seng)	HKD	11 503,58	-7,21%	-11,54%	-35,03%	10,74%
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	1 023,74	7,45%	7,04%	-20,72%	6,01%
Monde (MSCI World Index)	USD	458,21	6,79%	19,60%	36,72%	89,02%
Obligations						
IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return	EUR	222,35	7,22%	7,15%	-15,62%	-5,44%
IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index	EUR	224,27	5,61%	8,19%	-8,15%	0,30%
Markit Iboxx EUR Liquid High Yield Index	EUR	216,34	5,13%	11,79%	4,49%	1,60%

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, 29/12/2023.

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps.

(8) Source : Bloomberg, 29/12/2023.

(9) VIX est le diminutif de 'Chicago Board Options Exchange Volatility Index'. Il s'agit d'un instrument de mesure utilisé pour suivre la volatilité de l'indice S&P 500.

Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management.



Nos orientations de gestion pour le 1^{er} trimestre 2024



Degré d'exposition global aux actifs risqués

Les investisseurs se sont mis à rêver en fin d'année du scénario idéal pour les marchés financiers d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine, sans remontée brutale du chômage, et d'une inflation modérée. La dernière enquête de BofA en décembre a d'ailleurs confirmé le retour de l'optimisme chez les gérants de fonds dans le monde puisque ceux-ci sont, pour la première fois depuis avril 2022, majoritaires à surpondérer les actions dans leur portefeuille. Ils restent pourtant pessimistes à l'égard des perspectives économiques mondiales, l'hypothèse d'une récession aux

États-Unis continuant néanmoins de perdre du terrain, et expriment donc des attentes fortes en matière d'assouplissement monétaire. Plusieurs facteurs de risque et d'incertitude nous semblent cependant militer pour une stratégie d'investissement prudente : L'amplitude des baisses de taux et leur calendrier anticipés par les investisseurs en 2024 nous semblent irréalistes, comme le suggèreraient les récentes interventions de membres de la Fed et de la BCE visant à tempérer cet excès d'optimisme qui domine les marchés depuis novembre et qui pourrait déboucher sur une correction boursière en cas d'attentes contrariées. Le rythme de désinflation pourrait ralentir comme l'a d'ailleurs évoqué Mme Lagarde, en raison de la dissipation progressive des effets de base favorables, du potentiel limité de baisse supplémentaire du prix du pétrole compte-tenu des risques d'embrasement au Moyen-Orient, mais surtout à cause des hausses de salaires réels qui pourraient alimenter des effets de second tour. Les dernières projections des banques centrales n'envisagent pas un retour de l'inflation à la cible de 2% avant 2025 au plus tôt. En cas de nouveau choc économique, beaucoup de pays ne pourront plus recourir à des dépenses publiques supplémentaires en raison du gonflement historique du stock de dettes contractées depuis la pandémie et de la hausse des coûts d'emprunt associés. Par ailleurs les besoins de financement liés aux nouveaux enjeux liés à la défense nationale, à la transition énergétique, à la réindustrialisation et au vieillissement de la population vont réduire les marges de manœuvres budgétaires et imposer de nouveaux arbitrages. En France, la charge de la dette devrait ainsi passer de 25 Milliards d'euros en 2020 à plus de 70 Milliards d'euros en 2027, ce qui constituerait le premier poste de dépenses de l'État. Après avoir atteint des records en 2022, les marges bénéficiaires des entreprises pourraient pâtir d'un renchérissement des coûts salariaux non compensé par des gains de productivité, notamment en Europe, mais aussi d'une perte de « pricing power » sur fond de contraction de la demande. Les tensions géopolitiques ne montrent aucun signe d'apaisement, bien au contraire. Par ailleurs 2024 est particulièrement riche en élections clés à travers le monde (Taiwan, Russie, Inde, et USA) qui pourraient conduire à un durcissement du climat géopolitique en cas de surenchères électoralistes.





Positionnement



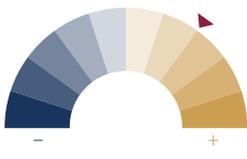
Actions

Après le rallye de fin d'année 2023, la classe d'actifs nous semble fragile. Par ailleurs, le contexte de ralentissement économique, concomitant à des tensions persistantes voire à une accélération en Europe sur les salaires, devrait mettre les marges sous pression et entraîner une multiplication des révisions bénéficiaires. Il nous semble utile dans cet environnement de réduire progressivement l'exposition aux actions des portefeuilles. En dépit de leur surperformance récente par rapport aux Etats-Unis et à l'Asie, les actions de la Zone euro restent privilégiées au sein des portefeuilles, compte tenu de leur valorisation relative, et du manque d'intérêt qu'ont montré les flux concernant les portefeuilles d'allocation des investisseurs internationaux. Des profits y sont néanmoins pris sur les banques compte tenu de la sensibilité de ces dernières à un contexte de récession. Sur les actions américaines, sous-représentées dans les portefeuilles, nous conservons pour le moment un biais croissance, notamment sur les valeurs technologiques dont le potentiel de révisions bénéficiaires reste entier. L'Asie et en particulier la Chine, sont dans une logique monétaire d'assouplissement monétaire qui doit accompagner la reprise post-covid. Le niveau de valorisation atteint par la zone ainsi que des flux à nouveau positifs nous amènent à investir de façon progressive sur la zone.



Taux

A l'instar du trimestre dernier, la hausse des taux directeurs nous semble terminée, sauf à être confronté à une surprise de taille (à laquelle nous ne croyons pas) sur l'inflation salariale. Les espoirs sur le rythme et l'intensité des baisses de taux à venir aux Etats-Unis nous semblent excessifs et il est cohérent dans ce contexte de réaliser quelques prises de profits après le renforcement réalisé sur la classe d'actifs fin octobre dernier. Les obligations indexées sur l'inflation sont pilotées de manière tactique, tandis que la dépréciation attendue sur le dollar nous incite à maintenir les positions sur la dette d'Etats émergente. Nous préférons la dette locale ainsi que les pays ayant un potentiel de rattrapage significatif sur la devise (Mexique, Thaïlande, Inde).



Crédit

Malgré un contexte où le ralentissement économique affectera les flux de trésorerie et les besoins de liquidité des sociétés, nous restons positifs sur l'*Investment Grade*⁽¹⁾, privilégiant les segments ayant des portages élevés et une résilience forte à l'érosion des marges. Sur le haut rendement⁽²⁾, l'environnement incite à la prudence, et nous restons vigilant à l'effet de la stabilité financière et aux coûts de financement sur les *spreads*⁽³⁾. Les perspectives de défaillance aujourd'hui reflétées par les prix peuvent se multiplier et il convient de prendre des profits de manière régulière.



(1) Titre de créance émis par des entreprises ou États dont la notation est comprise entre AAA et BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.

(2) Les obligations "High Yield" (ou à haut rendement) sont émises par des entreprises ou États présentant un risque crédit élevé. Leur notation financière est inférieure à BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.

(3) Écart de rendement entre une obligation et un emprunt de maturité équivalente considéré comme « sans risque ».



Avertissements

Les informations/opinions/données contenues dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Information ne constituant ni un conseil ni une recommandation en investissement, ni une sollicitation d'achat ou de vente. Rothschild & Co Asset Management ne saurait être tenu responsable d'aucune décision prise sur le fondement des éléments contenus dans ce document ou inspirée par eux (reproduction totale ou partielle interdite sauf accord préalable de Rothschild & Co Asset Management). Dans la mesure où des données externes sont utilisées pour l'établissement des termes du présent document, ces données émanent de sources réputées fiables mais dont l'exactitude ou l'exhaustivité ne sont pas garanties. Rothschild & Co Asset Management n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport. Les chiffres cités ont trait aux années ou aux mois écoulés et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Investir implique des risques : les valeurs des mandats sont soumises aux fluctuations du marché, les investissements réalisés peuvent donc varier tant à la baisse qu'à la hausse. Par conséquent, les adhérents aux mandats peuvent perdre tout ou partie de leur capital investi. Il appartient à toute personne intéressée par les mandats, préalablement à toute souscription, de s'assurer de la compatibilité de cette souscription avec les lois dont elle relève ainsi que des conséquences fiscales d'un tel investissement et de prendre connaissance des documents réglementaires en vigueur de chaque mandat. Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations, faites au moment l'élaboration de la communication qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées. Ni MSCI ni aucun autre tiers impliqué dans ou associé à la composition, au calcul ou à la création des données MSCI ne font aucune déclaration ni n'offrent aucune garantie expresse ou implicite quant à ces données (ou aux conséquences de leur utilisation), et l'ensemble desdits tiers décline expressément par les présentes toute responsabilité concernant l'originalité, l'exactitude, l'exhaustivité, la conformité de tout ou partie de ces données. Sans limitation de ce qui précède, MSCI, ses filiales ou tout autre tiers impliqué dans ou associé à sa composition, au calcul ou à la création des données ne sauraient en aucun cas être tenus pour responsables d'aucuns dommages directs, indirects, spéciaux, punitifs, consécutifs ou autres (y compris les pertes encourues) même si l'éventualité de ces domaines leur a été signifiée. Toute reproduction ou distribution des données MSCI est interdite, sauf consentement exprès et écrit de MSCI.

Rothschild & Co Asset Management - 29 avenue de Messine - 75008 Paris Société de gestion agréée par l'AMF n° GP-17000014

À propos de Rothschild & Co Asset Management

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et implantés dans 9 pays en Europe, nous gérons plus de 31 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com