



Note de conjoncture – 1^{er} trimestre 2019

Un premier trimestre aux antipodes de la fin d'année 2018

Les trimestres se suivent et ne se ressemblent pas. Après avoir réalisé leur pire trimestre en 10 ans en fin d'année dernière, les marchés d'actions ont enregistré lors des trois premiers mois de 2019 leur meilleure performance depuis 2009. Si ce rebond boursier s'explique par la conjonction de facteurs positifs, il tient surtout aux revirements des Banques centrales européenne et américaine qui, dès janvier, reconnaissant le tassement économique global et l'absence de pressions inflationnistes, ont finalement décidé de faire une pause dans la normalisation de leur politique monétaire.



Marc Terras
Responsable
des Investissements Long Only
Rothschild & Co
Asset Management Europe

En Bref :

- Les marchés d'actions ont fortement rebondi au premier trimestre
- Les Banques centrales font une pause dans leur cycle de resserrement monétaire
- Les secteurs industriels continuent de ralentir alors que les services restent bien orientés
- Les marchés toujours en attente d'une résolution de la guerre commerciale et du "Brexit"
- Des attentes de résultats d'entreprises mitigées pour le premier trimestre 2019

Une dégradation des indicateurs industriels liée au commerce mondial

Toujours affectés par la guerre commerciale que se livrent depuis 18 mois les États-Unis et la Chine, les indicateurs industriels mondiaux continuent à se dégrader. Cependant, les derniers signes d'apaisement et de bonne volonté donnés par les deux belligérants, laissent espérer une issue prochaine des négociations favorable au commerce, à l'industrie et à la dynamique économique mondiale. Par ailleurs, on observe en Europe et aux États-Unis une dichotomie avec les services qui restent relativement bien orientés. Enfin, l'assouplissement des politiques budgétaires et fiscales en Zone euro, ainsi que l'instauration de mesures "pro-croissance", notamment en France, pourraient également soutenir la consommation et l'investissement au cours des mois à venir.

L'inextricable situation britannique

Tout au long du trimestre, les marchés ont attendu la date butoir du 29 mars espérant la signature d'un accord du Parlement britannique pour une sortie "sous contrôle" du Royaume-Uni de l'Union européenne. Cette date a finalement été reportée au 12 avril, puis au 31 octobre 2019. Cette nouvelle période d'extension flexible laisse l'opportunité d'une sortie avant cette échéance, si jamais Theresa May parvient à faire valider son accord négocié avec la Commission européenne ou trouve une alternative, une union douanière, par exemple. D'autres options restent sur la table, notamment une annulation pure et simple du "Brexit", ou encore un "no deal Brexit",

Changement de ton pour la Fed et la BCE

De manière inattendue, les Banques centrales ont révisé la conduite de leur normalisation monétaire dès le début d'année pour adopter une attitude résolument accommodante. La *Federal Reserve* a mis un coup d'arrêt à ses remontées de taux directeurs et annoncé l'interruption de la réduction de son bilan à partir de septembre. De son côté, la BCE reste prudente et rassurante, et a réitéré sa volonté d'adapter sa politique au contexte macroéconomique. Aucune hausse de taux n'est donc actuellement prévue en Zone euro et un nouveau programme de refinancement des banques a été annoncé pour septembre. La Banque Populaire de Chine continue quant à elle, de soutenir l'activité à travers la baisse des réserves bancaires obligatoires ou encore grâce à l'injection de liquidités.

"De manière inattendue, les Banques centrales ont révisé la conduite de leur normalisation monétaire..."

si Londres décide de ne pas participer aux élections européennes et qu'aucune solution n'est adoptée avant le scrutin organisé entre les 23 et 26 mai prochains.

Des marchés en hausse mais peu d'appétence pour les actifs "risqués"

Si les marchés ont effacé la baisse du dernier trimestre 2018, cette hausse rapide s'est faite avec des volumes extrêmement faibles, et dans un environnement attestant de la prudence des investisseurs. En termes de flux, les fonds d'actions ont fait l'objet de ventes, notamment aux États-Unis et en Europe. Seules les actions émergentes, très affectées l'an dernier par les hausses de taux américains et du dollar, ont fait l'objet d'une collecte positive au premier trimestre. Les obligations ont également profité de cette moindre aversion au risque et du changement de ton des Banques centrales. Autre signe de l'attentisme des marchés quant à la croissance mondiale, la hausse des marchés, provoquée par des rachats d'actions et des arbitrages au sein des fonds d'allocation, a plutôt été en faveur des valeurs de croissance défensives⁽¹⁾, principalement au détriment des valeurs cycliques⁽²⁾, *value*⁽³⁾ et financières.

Des attentes limitées quant aux résultats d'entreprises

Les résultats d'entreprises diffusés au cours des trois premiers mois de l'année ont fait ressortir une dégradation moins importante qu'anticipée. Ces derniers se sont donc révélés au-dessus des attentes et plutôt bien orientés. Les publications de résultats du premier trimestre 2019 vont être

"Le risque de déceptions sur les résultats d'entreprises se révèle relativement faible en Europe..."

communiquées tout au long du mois d'avril avec des attentes une nouvelle fois peu élevées. Le risque de déceptions s'avère donc relativement faible en Europe, mais la vigilance reste de mise aux États-Unis car le mouvement de hausse initié en 2019 s'est essentiellement opéré sur des valeurs exportatrices pour lesquelles les révisions de baisse sont attendues avec une plus grande amplitude.

Une touche d'optimisme teintée de prudence pour les mois à venir

Le niveau atteint par les marchés d'actions dans l'attente de la résolution du "Brexit" et la publication des résultats d'entreprises incitent à une certaine prudence. À plus long terme, la perspective de la conclusion d'un accord commercial sino-américain et les mesures de relance économique initiées en Europe associées à des conditions financières toujours très avantageuses peuvent permettre aux marchés de poursuivre sur leur élan. Une telle situation supposerait néanmoins que les investisseurs se focalisent davantage sur des facteurs d'ordres macroéconomiques que politiques, contrairement à ce que l'on a observé tout au long de l'année 2018.

Achévé de rédiger le 12 avril 2019

- (1) Les valeurs défensives sont relativement peu corrélées aux cycles économiques. Elles se révèlent peu sensibles aux variations conjoncturelles.
 (2) Les valeurs cycliques sont fortement corrélées aux cycles et la conjoncture économique. Elles profitent donc largement des périodes de reprise et d'expansion mais sont également les premières impactées lors d'un ralentissement économique.
 (3) Sociétés sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise.

Performances des indices

Actions	Devise	Cours au					
		29/03/2019	1 mois	2019	1 an	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	5350,53	2,1%	13,1%	3,5%	22,0%	21,8%
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	379,09	2,12%	13,3%	2,2%	24,4%	33,9%
États-Unis (S&P 500)	USD	2834,40	1,8%	13,1%	7,3%	37,6%	51,4%
Japon (Topix)	JPY	1591,64	-1,0%	6,5%	-6,6%	18,1%	32,3%
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	1058,13	0,7%	9,6%	-9,5%	26,4%	6,4%
Monde (MSCI World)	USD	2107,74	1,0%	11,9%	2,0%	27,9%	25,9%
Obligations							
Taux souverains (Markit IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return)	EUR	241,06	1,8%	2,5%	2,1%	3,4%	18,4%
Obligations d'entreprises (Markit IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index)	EUR	230,81	1,4%	3,2%	2,3%	6,7%	14,8%
Obligations à haut rendement (Markit IBoxx EUR Liquid High Yield Index)	EUR	194,78	0,9%	4,8%	1,8%	12,8%	16,4%
Gestion alternative							
Toutes stratégies confondues (HFRX Global Hedge Fund EUR Index)	EUR	1026,21	-0,4%	1,7%	-6,7%	-2,4%	-10,6%

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 29/03/2019. Les performances des indices sont nettes, calculées dividendes réinvestis.

Nos choix d'investissement au 1^{er} trimestre 2019

Contrairement aux apparences, le rallye boursier du début d'année ne reflète pas un retour béat de l'optimisme des investisseurs qui, redoutant la montée des risques économiques, ont préféré rester à l'écart des actifs "risqués". Après avoir presque effacé la contre-performance de 2018, les marchés d'actions pourraient se stabiliser avant de chercher de nouveaux catalyseurs à la hausse, voire consolider si l'une des menaces sur la croissance mondiale se matérialisait contre toute attente (exacerbation du conflit commercial, "Brexit" sans accord, remontée brutale de l'inflation salariale aux États-Unis, atterrissage brutal de l'économie chinoise, crise géopolitique, etc.). Nous avons accompagné la hausse des marchés en portant à plus d'un tiers le niveau d'investissement du portefeuille sur des actions européennes, américaines et asiatiques. En toute fin de période, à l'approche de la date butoir du "Brexit" le 29 mars 2019, nous avons initié une couverture partielle *via* des contrats *futures*⁽¹⁾ sur l'indice Euro Stoxx 50 et des investissements sur des stratégies non directionnelles⁽²⁾ *Long/Short*⁽³⁾ et systématiques⁽⁴⁾. Nous restons cependant optimistes sur une issue positive des négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis, propre à relancer les anticipations de reprise du secteur industriel et du commerce mondial.

(1) Engagement ferme d'acheter ou de vendre une quantité convenue d'un actif à un prix convenue et à une date future convenue.

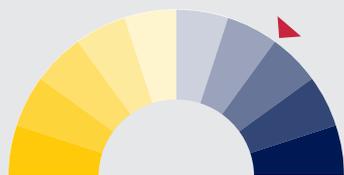
(2) Les stratégies non directionnelles regroupent les techniques de gestion non traditionnelles. Ces stratégies de gestion ont un objectif commun : la recherche d'une performance décorrélée (ou différenciée) de celle des principaux marchés (devises, obligations, actions ou indice de contrats à terme sur matières premières).

(3) Stratégie d'investissement consistant à prendre des positions acheteuse (longs) sur des actions dont on conjecture qu'elles s'apprécieront et des positions vendeuses (short) sur des actions dont on pense qu'elle se déprécieront.

(4) Stratégie s'appuyant sur des algorithmes et une exécution automatisée (via des modèles mathématiques) visant à exploiter différentes caractéristiques de marché (tendance, volatilité, retour à la moyenne...). Ces stratégies utilisent principalement les marchés de contrats "futures" sur les classes d'actifs actions, obligations, devises et matières premières.



Nos orientations de gestion pour le 2^{ème} trimestre 2019



Degré d'exposition global aux actifs "risqués"

En dépit d'un fort rebond au premier trimestre s'expliquant, tant par le repli injustifié au quatrième trimestre 2018 que par la conjonction de facteurs positifs, nous restons positifs sur les marchés. Le soutien des Banques centrales, la volonté affichée des négociateurs chinois et américains de trouver une issue favorable et les mesures de soutien "pro-croissance" nous amènent à maintenir une exposition au risque relativement dynamique.

Positionnement



Actions

Le ralentissement de la croissance des bénéficiaires semble partiellement intégré et les orientations pour le trimestre prochain pourraient décevoir. Si les actions américaines exportatrices nous semblent les plus exposées, nous restons optimistes vis-à-vis des actions européennes susceptibles de profiter de bonnes surprises d'ordre économique (reprise du secteur industriel en cas d'accord commercial sino-américain, plans de relance budgétaire). Par ailleurs, la désaffection des investisseurs institutionnels pour les actions européennes reste forte et pourrait, en cas de retournement, devenir un axe de soutien majeur du marché.



Taux

En dépit du revirement de la Fed et de la BCE ainsi que du caractère diversifiant des obligations, la classe d'actifs nous semble globalement chère. Dans ce contexte, nous préférons les obligations américaines pouvant ponctuellement présenter un intérêt tactique. Les obligations issues des marchés émergents sont également attrayantes, notamment dans la phase actuelle de pause dans la normalisation monétaire de la Fed.



Crédit

La classe d'actifs est chère et détenue en grande partie par les investisseurs institutionnels. La dégradation de la qualité du crédit dans les portefeuilles nous incite à la prudence face aux risques de ventes forcées en cas de dégradation économique ou conjoncturelle inattendue. En outre, l'avancée du cycle économique mondial renforce cette prudence et nous amène à préférer les échéances courtes sur l'*Investment Grade*⁽¹⁾ aux États-Unis. Nous restons investis dans des titres à haut rendement, en restant vigilants à l'équilibre généré par une conjoncture économique solide et la stabilité des taux de défauts anticipés et la moindre qualité des émissions.



(1) Titre de créance dont la notation est comprise entre AAA et BBB selon l'échelle de Standard & Poor's.



Actifs réels

Après une année 2018 au cours de laquelle les vents contraires (révision de croissance, guerre commerciale, retour de la production de l'OPEC, vigueur du dollar et impact sur les émergents), 2019 se présente favorablement pour les matières premières. Le pétrole bénéficie de la croissance économique, au même titre que les disruptions politiques (apaisement dans la guerre commerciale, sanctions sur l'Iran et la Russie, situation vénézuélienne). Cette classe d'actifs reste par ailleurs une solution de diversification et une couverture efficace dans un portefeuille pouvant être activée en cas de résurgence de l'inflation.



Devises

Les devises sont actuellement appréhendées comme des opportunités tactiques. Dans ce cadre, le potentiel de surprises positives sur l'économie européenne nous semble pouvoir porter l'euro contre le dollar. L'évolution de la Livre sterling reste conditionnée aux décisions sur le "Brexit", reportées pour l'instant au mois d'octobre. Les devises émergentes, en dépit de leur évolution positive récente contre le dollar et l'euro, nous semblent encore receler du potentiel.



Avertissements

Afer Premium : Cette SICAV pourrait ne pas convenir aux investisseurs qui prévoient de retirer leur apport moins de 8 ans, après leur investissement. Le niveau de risque de cette SICAV est de 4 (volatilité comprise entre 5% et 10%) sur une échelle allant de 1 à 7 et reflète principalement une politique de gestion discrétionnaire sur les marchés actions et produits de taux. Les données historiques utilisées pour le calcul de cet indicateur synthétique pourraient ne pas constituer une indication fiable du profil de risque futur de la SICAV. La catégorie de risque associée à la SICAV n'est pas garantie et pourra évoluer dans le temps à la hausse comme à la baisse. La catégorie la plus faible ne signifie pas sans risque. La SICAV n'est pas garanti en capital. Autres facteurs de risque importants, non pris en compte de manière adéquate par l'indicateur : risque de contrepartie (risque de défaut d'une contrepartie à une opération de gré à gré (swap, pension). Ces risques peuvent impacter négativement la valeur liquidative de la SICAV), risque de crédit (risque de dégradation de la qualité du crédit ou risque de défaut d'un émetteur pouvant impacter négativement le prix des actifs en portefeuille), risque de liquidité (risque lié à la faible liquidité des marchés sous-jacents, qui les rend sensibles à des mouvements significatifs de souscription/rachat), impact des techniques telles que des produits dérivés (l'utilisation des produits dérivés peut amplifier l'impact des effets de mouvement de marché du portefeuille). La survenance de l'un de ces risques pourra entraîner une baisse de la valeur liquidative de la SICAV. Pour de plus amples informations sur le profil de risque et ses principaux contributeurs, merci de vous référer au prospectus.

Document à caractère non publicitaire, simplifié et non contractuel. Information non contractuelle ne constituant ni un conseil ni une recommandation en investissement, ni une sollicitation d'achat ou de vente. Les chiffres cités ont trait aux années ou aux mois écoulés et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les caractéristiques principales de la SICAV Afer Premium sont mentionnés dans sa documentation juridique, disponible sur le site de l'AMF et le site www.am.eu.rothschildandco.com ou sur simple demande au siège social de la société de gestion. La documentation juridique vous est remise avant toute souscription à un fonds. Cette SICAV est gérée par Rothschild & Co Asset Management Europe. Investir implique des risques : les valeurs des parts ou actions des OPC sont soumises aux fluctuations du marché, les investissements réalisés peuvent donc varier tant à la baisse qu'à la hausse. Par conséquent, les souscripteurs des OPC peuvent perdre tout ou partie de leur capital investi. Il appartient à toute personne intéressée par les OPC, 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 OPC. 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. Elles ne constituent pas davantage une recommandation, un conseil ou une offre d'acheter les produits financiers mentionnés. Les informations contenues dans ce document sont réputées exactes au 12 avril 2019. 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 aucun 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 Europe - 29 avenue de Messine - 75008 Paris Société de gestion agréée par l'AMF n° GP-17000014

À propos de Rothschild & Co Asset Management Europe

Rothschild & Co Asset Management Europe, branche du groupe Rothschild & Co, est un acteur indépendant de la gestion d'actifs offrant des services personnalisés de gestion et de conseil en investissement à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'expertises complémentaires en gestion active et de conviction et en architecture ouverte. Basés à Paris et implantés dans 10 pays en Europe, nous gérons plus de 21 milliards d'euros et regroupons près de 170 collaborateurs. Plus d'information sur : www.am.eu.rothschildandco.com