



Note de conjoncture – 2^{ème} trimestre 2019

Les marchés poursuivent leur hausse mais les investisseurs se crispent

Après avoir corrigé les excès des trois derniers mois de 2018 au cours du premier trimestre, les marchés ont poursuivi leur ascension pour afficher, au terme de ces six premiers mois, une hausse non observée sur les actions mondiales depuis le second semestre 2010.



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

En Bref :

- Les marchés restent sur une dynamique haussière en dépit d'une baisse en mai
- Les États-Unis ravivent de nouveau les tensions liées à la guerre commerciale
- Les Banques centrales se disent prêtes à continuer de soutenir l'économie
- Les taux souverains chutent de nouveau en Europe et aux États-Unis
- Les sources d'inquiétudes politiques et géopolitiques se multiplient

Les Banques centrales une fois de plus au chevet des marchés financiers

Les Banques centrales ont été particulièrement proactives sur la période, démontrant leur volonté de soutenir la croissance face à un environnement commercial incertain. Toutes les Banques centrales ont ainsi concentré leur communication autour de déclarations visant à rassurer sur leur capacité à adapter leur politique monétaire en fonction des développements économiques. La Chine a abaissé son taux de réserves obligatoires de 100 points de base. Aux États-Unis, la Fed a fait disparaître de ses déclarations ses intentions de hausses de taux sur 2019, tandis que la BCE a lancé de nouveaux programmes d'achat d'actifs⁽¹⁾ à des conditions très avantageuses.

Des tensions ravivées entre la Chine et les États-Unis

Au cours du mois de mai dernier, la perception des investisseurs s'est inversée lorsque l'Administration Trump a durci sa position vis-à-vis de la Chine en relevant les droits de douane de 10% à 25% sur 200 milliards de dollars d'importations chinoises.

Pékin a immédiatement répliqué en relevant également ses droits de douane sur 60 milliards de dollars de produits américains, avant que le conflit ne se déplace sur un terrain plus technologique avec une interdiction de fournir à Huawei certains composants électroniques américains, engendrant en retour la menace d'un moindre accès aux terres rares produites par la Chine. Les investisseurs ont jugé, dans leur majorité, que ces mesures seraient fortement pénalisantes pour le commerce et la croissance mondiale et ont fortement réduit leurs expositions aux actions sur le mois.

Les taux chutent et les actions s'envolent de nouveau

Les Banques centrales ont rapidement réagi en évoquant aux États-Unis la possibilité de baisses de taux préventives alors qu'en Europe, Mario Draghi, alors Président de la BCE, indiquait que la croissance et les perspectives d'inflation de la Zone euro étaient suffisamment préoccupantes pour envisager de nouvelles mesures de soutien. Les taux sont violemment repartis à la baisse, le taux souverain français à 10 ans basculant à son tour en territoire négatif, entraînant à la hausse les actifs obligataires. Toutes les classes d'actifs à risque ont suivi le mouvement, le crédit *Investment Grade*⁽²⁾ comme le *High Yield*⁽³⁾. Les indices actions ont également rebondi effaçant les pertes du mois de mai et retrouvant les points hauts atteints fin avril.

(1) Mesure de politique monétaire "non conventionnelle" se traduisant par d'importants achats d'obligations souveraines et d'entreprises par une Banque centrale afin d'éviter une déflation.

(2) 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.

(3) 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.

“La perception des investisseurs s’est inversée au mois de mai lorsque l’Administration Trump a durci sa position vis-à-vis de la Chine...”

Les sources d'inquiétude se multiplient au second semestre

Depuis la rupture des négociations commerciales début mai, les marchés boursiers vivent une période de forte nervosité reflétant les craintes d'un ralentissement économique mondial plus sévère qu'anticipé jusqu'alors, en cas d'exacerbation des tensions entre les États-Unis et la Chine. La baisse de rendements des obligations américaines à 10 ans, sous l'effet de la "fuite vers la qualité" des investisseurs, reflète la dégradation des anticipations économiques. Si le conflit entre ces deux pays cristallise leurs inquiétudes, d'autres vents contraires pourraient alimenter leur aversion au risque, parmi ceux-ci : la faiblesse de quelques indicateurs avancés aux États-Unis, l'aggravation des tensions avec l'Iran, la prolongation du feuilleton du "Brexit", le climat politique délétère aux États-Unis dû à l'antagonisme sans précédent entre démocrates et républicains à propos de Donald Trump, les élections européennes aboutissant à la composition d'un Parlement européen sans majorité absolue, ou encore la remontée du prix du pétrole due à un choc d'offre lié à la situation au Venezuela, en Lybie, ou en Iran.

Vers une accalmie de la guerre commerciale ?

Fin juin, la reprise des discussions entre la Chine et les États-Unis en marge du G20 a incontestablement été perçue comme un signal positif. Néanmoins, si à court terme le risque d'une escalade semble se dissiper, le doute subsiste à plus longue échéance. Toujours est-il que Donald Trump pourrait être amené à atténuer la pression exercée à l'égard de l'ensemble de ses partenaires commerciaux lorsque ce dernier entrera réellement en campagne électorale. La croissance constituant la clé de sa réélection, il est probable qu'il fasse preuve de pragmatisme au détriment de la lutte engagée avec la Chine pour le *leadership* commercial et technologique mondial, du moins temporairement. Les Banques centrales devraient maintenir le *statu quo* avant de constater une réelle amélioration de la tendance mondiale et revenir très progressivement à des politiques monétaires plus traditionnelles. Le second semestre pourrait être propice à une légère hausse des marchés mais la sélectivité en matière de secteur sera essentielle.

Achévé de rédiger le 12 juillet 2019

Performances des indices

Actions	Devise	Cours au					
		28/06/2019	3 mois	2019	1 an	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	5538,97	3,5%	17,1%	4,0%	30,7%	25,2%
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	824,16	3,6%	16,5%	4,3%	26,9%	29,3%
États-Unis (S&P 500)	USD	2941,76	3,8%	17,3%	8,2%	40,2%	50,1%
Japon (Topix)	JPY	1551,14	-2,5%	3,8%	-10,4%	24,5%	22,9%
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	1054,86	-0,3%	9,2%	-1,4%	26,5%	0,4%
Monde (MSCI World)	USD	2178,35	3,3%	15,6%	4,3%	31,8%	24,9%
Obligations							
Taux souverains (Markit IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return)	EUR	249,2045	3,4%	6,0%	6,5%	4,7%	18,8%
Obligations d'entreprises (Markit IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index)	EUR	235,8628	2,2%	5,5%	4,8%	7,2%	14,4%
Obligations à haut rendement (Markit Iboxx EUR Liquid High Yield Index)	EUR	198,0608	1,7%	6,5%	4,6%	13,2%	16,4%
Gestion alternative							
Toutes stratégies confondues (HFRX Global Hedge Fund EUR Index)	EUR	1026,72	0,1%	1,7%	-6,0%	-3,0%	-11,0%

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 28/06/2019. Les performances des indices sont nettes, calculées dividendes réinvestis.

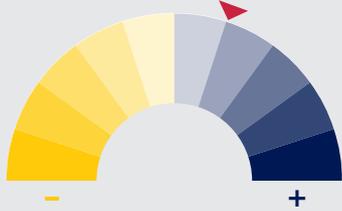
Nos choix d'investissement au second trimestre 2019

Au cours du trimestre, nous avons accompagné la dynamique haussière des indices boursiers en conservant un niveau d'investissement en actions élevé. La Russie et les petites et moyennes valeurs de la Zone euro ont été privilégiées tout au long du mois d'avril, au même titre que les actions de la Zone euro *via* des investissements en contrats à terme⁽¹⁾ sur l'indice Eurostoxx. Alors que nous venions de vivre une hausse rapide des marchés d'actions sur les quatre premiers mois de l'année, les chiffres économiques ne nous semblaient pas justifier cette tendance et assurer un filet de sécurité suffisant en cas de mauvaises surprises. Nous avons donc pris des bénéfices début mai, principalement sur les petites et moyennes valeurs de la Zone euro, l'Italie et les contrats à terme sur l'indice Eurostoxx. Le ton accommodant des Banques centrales au début du mois de juin nous a amené à nous réexposer de manière plus agressive, à la fois sur l'Europe et les États-Unis.

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



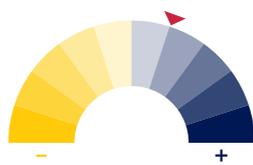
Nos orientations de gestion pour le troisième trimestre 2019



Degré d'exposition global aux actifs "risqués"

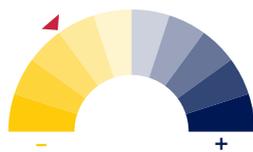
L'approche de l'été engendrant généralement une moindre liquidité sur les marchés financiers, ce contexte nous incite à prendre quelques profits en attendant d'avoir davantage de visibilité, notamment sur les sujets politiques. Les négociations commerciales entre la Chine et les États-Unis, ainsi que la tension croissante entre ces derniers et l'Iran, sont de nature à accentuer la volatilité des marchés et seront donc scrutées de près. L'excellent parcours des actions sur le premier semestre se révèle également être un élément susceptible de les exposer à des déceptions vis-à-vis d'attentes demeurant trop élevées.

Positionnement



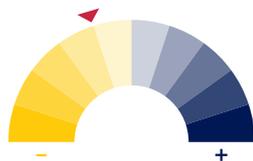
Actions

Jusqu'à maintenant, la tolérance des Banques centrales, la faible inflation et une croissance modérée ont été d'excellents supports pour les actions. Les niveaux atteints par ces dernières et la moindre visibilité sur le comportement à venir des Banques centrales, ainsi que sur l'issue des négociations entre Donald Trump et la Chine, nous amènent à prendre tactiquement quelques profits, principalement sur l'Europe et les marchés émergents.



Taux

En dépit du revirement de la Fed et de la BCE et 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 de pays émergents se révèlent également attrayantes, notamment dans la phase actuelle de pause dans la normalisation de la politique monétaire américaine, voire d'assouplissement en cas de faiblesse marquée et durable de l'inflation et de la croissance.

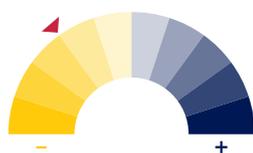


Crédit

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 continuer d'être prudents face aux risques de ventes forcées en cas de dégradation économique ou conjoncturelle inattendue. Par ailleurs, 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 sur le haut rendement, en étant vigilants à l'équilibre généré par une conjoncture économique solide et la stabilité des taux de défauts anticipés d'un côté, et la moindre qualité des émissions de l'autre.



(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 (révisions de croissance, guerre commerciale, retour de la production de l'OPEOC, vigueur du dollar et son impact sur les pays émergents), l'année 2019 s'avère positive pour les matières premières. Concernant le pétrole notamment, la croissance économique, bien qu'en ralentissement, devrait jouer favorablement, au même titre que les disruptions politiques. Cette classe d'actifs reste, par ailleurs, un outil de diversification dans un portefeuille et une couverture efficace 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 du Sterling reste conditionnée par les 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 d'actions et de 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 mentionnées 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 juillet 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 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 Europe - 29 avenue de Messine - 75008 Paris Société de gestion agréée par l'AMF n° GP-17000014

À propos de la division Asset Management du groupe Rothschild & Co

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons 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, ainsi qu'en architecture ouverte. Basés à Paris et implantée dans 10 pays en Europe, nous gérons plus de 21 milliards d'euros et regroupons près de 170 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com