



Note de conjoncture – 3^{ème} trimestre 2019

Les Banques centrales offrent une bouffée d'air à une économie mondiale en perte de vitesse

En dépit du retour d'une multitude d'incertitudes ayant alimenté les doutes des investisseurs tout au long du troisième trimestre 2019, les marchés d'actions ont affiché une forte résilience au cours de la période.



Marc Terras

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

En Bref :

- Les indicateurs économiques avancés signalent un ralentissement de l'économie mondiale au troisième trimestre
- La BCE et la Fed initient de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire pour soutenir l'économie
- Les marchés d'actions ont poursuivi leur progression sur la période
- Le doute devrait continuer d'animer les différentes Places financières jusqu'à la fin de l'année

L'économie mondiale s'essouffle, les Banques centrales réagissent

Le contexte actuel se caractérise par l'espoir d'un nouveau cycle d'assouplissement monétaire⁽¹⁾ mené par les Banques centrales et destiné à relancer une économie mondiale en perte de vitesse. En effet, l'exacerbation des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine mine la confiance des agents économiques et les incite à reporter de nombreux projets d'investissement, bouleversant les chaînes d'approvisionnement globales. En conséquence, les indices mesurant l'activité manufacturière sont entrés en zone de contraction sur l'ensemble du globe, tandis que cette année, la dynamique du commerce mondial devrait connaître sa plus faible progression depuis 2009.

D'autres facteurs de risque ont connu des développements anxiogènes pour les investisseurs : l'interminable feuilleton du "Brexit" une nouvelle fois repoussé, désormais au 31 janvier 2020, mais aussi la Chine, dont le taux de croissance se révèle être le plus faible depuis 1992, ou encore l'exacerbation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, faisant planer une menace sur l'approvisionnement en pétrole à l'échelle mondiale. L'accumulation de ces vents contraires a conduit le FMI en juillet, puis l'OCDE en septembre, à revoir une nouvelle fois leurs prévisions de croissance mondiale à la baisse pour 2019.

Le retour de politiques monétaires particulièrement accommodantes

Prenant acte des risques pesant sur les perspectives économiques et des dangers d'une inflation qui peine toujours à décoller, les Banques centrales américaine et européenne ont finalement assoupli leurs politiques monétaires, offrant une bouffée d'oxygène aux investisseurs. La Fed a ainsi procédé, en juillet, puis en septembre, à deux baisses de taux présentées comme un ajustement monétaire de milieu de cycle, tout en renouvelant sa confiance dans la bonne santé de l'économie américaine.

Au mois de septembre, la BCE a elle aussi mis en place de nouvelles mesures, au travers d'une baisse du taux de la facilité de dépôt⁽²⁾ et d'un renouvellement de son programme d'achat d'actifs⁽³⁾ pour une durée illimitée. À la veille de son départ de la présidence de l'Institution, Mario Draghi a toutefois alerté sur la charge excessive supportée par la Banque

(1) Mise en place de dispositifs de politique monétaire non conventionnels pour soutenir l'économie.

(2) Intérêt perçu par les banques lorsqu'elles déposent des liquidités pour une durée de 24 heures auprès d'une Banque centrale.

(3) 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.

centrale européenne pour soutenir l'activité économique et a exhorté les Gouvernements de la Zone euro disposant de marges de manœuvre budgétaires à mettre en œuvre des politiques fiscales plus expansionnistes.

Les marchés d'actions poursuivent leur hausse

Au cours du troisième trimestre, l'anticipation d'un assouplissement des politiques monétaires a propulsé de nombreux indices boursiers vers des niveaux historiques. Les actions américaines ont ainsi affiché leur meilleur début d'année depuis 1997. En dépit d'une stagnation en Allemagne, pénalisée par une dégradation conjoncturelle, les actions de la Zone euro signent leur meilleure performance sur les neuf premiers mois d'une année en dix ans. Parallèlement, les marchés émergents restent à la peine dans un contexte de réduction des échanges commerciaux.

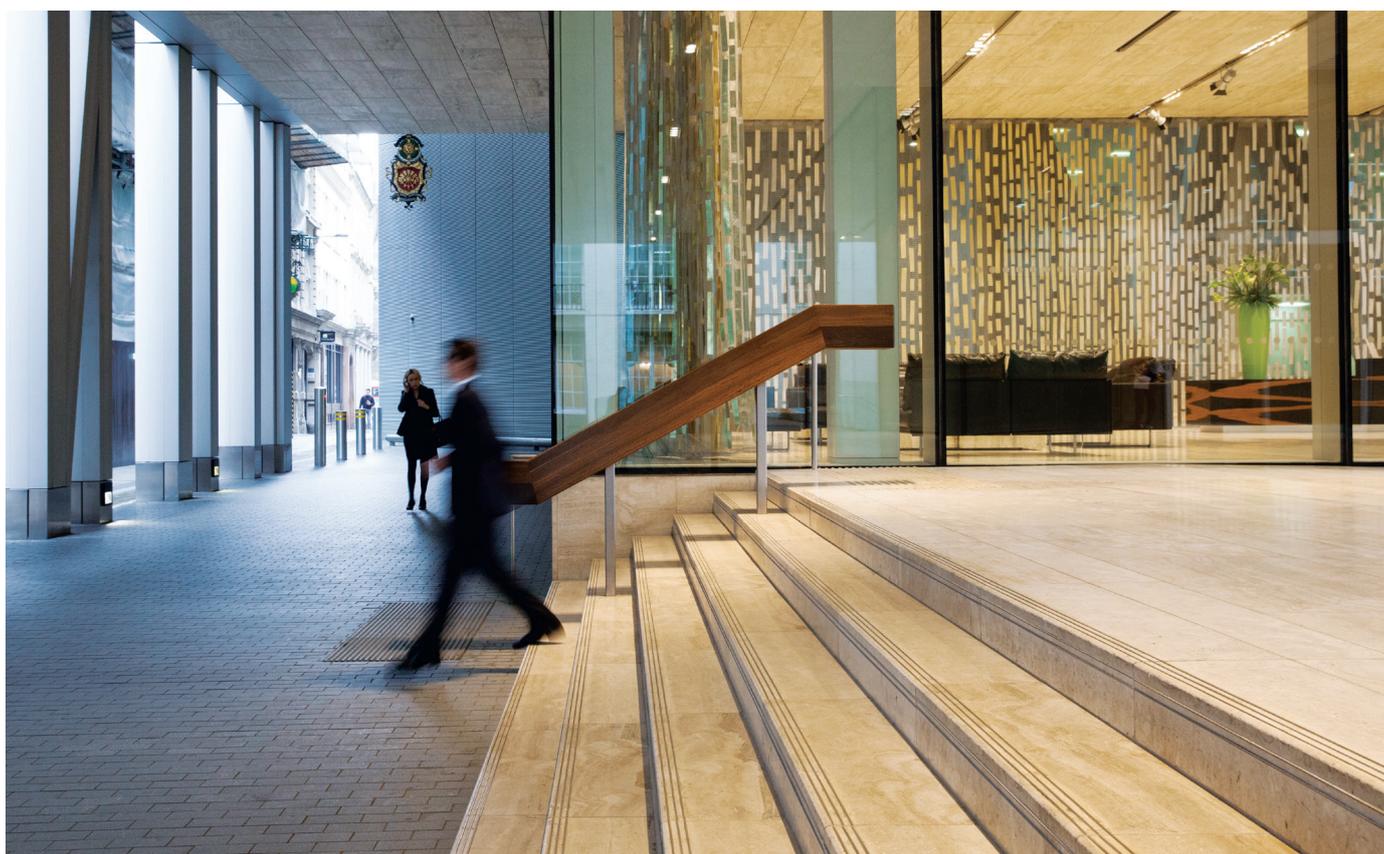
Les investisseurs n'en demeurent pas moins pessimistes vis-à-vis des perspectives économiques mondiales et jugent désormais les valorisations des actions moins attractives au regard d'une économie réelle en ralentissement. Si la généralisation des taux négatifs les encourage à se positionner, par défaut, sur cette classe d'actifs dont les rendements paraissent plus séduisants, ceux-ci continuent pourtant

“L'anticipation d'un assouplissement des politiques monétaires a propulsé de nombreux indices boursiers vers des niveaux historiques...”

de sortir des fonds en actions, tandis que les supports obligataires enregistrent un record de souscriptions nettes depuis le début de l'année.

Un environnement difficile à appréhender jusqu'à la fin de l'année

Au cours des prochains mois, les discussions sino-américaines continueront d'être scrutées de près par les investisseurs. Si un accord portant, *a minima*, sur une augmentation des importations de biens agricoles américains en Chine contre la non-application des prochaines hausses de taxes prévues pourrait redonner des couleurs aux marchés, l'impact sur l'économie américaine serait nettement insuffisant pour changer les anticipations de croissance et alléger la pression exercée par les démocrates sur Donald Trump quant à son incapacité à trouver un véritable accord. Plusieurs mois nous semblent nécessaires avant que, à l'approche des élections, l'actuel Président américain ne parvienne à un compromis susceptible de stimuler la croissance.



En Zone euro, la BCE semble sécuriser les conditions d'investissement des États membres afin que ces derniers puissent initier une relance budgétaire d'ampleur. Après le message envoyé par les Pays-Bas, l'Allemagne devrait stimuler sa demande intérieure grâce à la mise en place de programmes d'investissements, voire de baisses d'impôts. Néanmoins, son biais conservateur en matière de finances publiques et sa forte résilience nous incitent à penser que la situation économique, notamment en ce qui concerne la consommation et le chômage, devra se dégrader davantage avant qu'un plan d'envergure ne soit lancé.

“Le contexte actuel incite à la prudence au moins jusqu'à la fin de l'année...”

Enfin, outre les tensions géopolitiques (Irak, Syrie, Royaume-Uni) qui vont continuer d'alimenter l'anxiété sur les marchés, l'ensemble des éléments évoqués doit inciter à la prudence d'ici à la fin de l'année, avant qu'un contexte économique plus dynamique ne permette de profiter de nouveaux vents porteurs.

Achevé de rédiger le 31 octobre 2019

Performances des indices

Actions	Devise	Cours au					
		30/09/2019	3 mois	2019	1 an	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	11886,7	2,7%	22,6%	5,9%	36,8%	44,6%
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	845,7	2,6%	19,5%	5,7%	24,7%	31,7%
États-Unis (S&P 500)	USD	5330,3	1,6%	20,0%	3,6%	43,2%	62,2%
Japon (Topix)	JPY	2418,3	3,4%	8,8%	-10,4%	28,4%	33,5%
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	471,7	-5,1%	3,7%	-4,5%	10,8%	-0,4%
Monde (MSCI World)	USD	6364,9	0,5%	17,6%	1,8%	33,9%	41,5%
Obligations							
Taux souverains (Markit IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return)	EUR	258,6	3,4%	6,0%	6,5%	4,7%	18,8%
Obligations d'entreprises (Markit IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index)	EUR	238,9	1,3%	6,8%	6,2%	6,6%	13,9%
Obligations à haut rendement (Markit Iboxx EUR Liquid High Yield Index)	EUR	200,3	1,1%	7,7%	4,1%	11,0%	18,3%
Gestion alternative							
Toutes stratégies confondues (HFRX Global Hedge Fund EUR Index)	EUR	1155,7	0,5%	2,3%	-4,4%	-4,1%	-9,9%

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/09/2019. Les performances des indices sont nettes, calculées dividendes réinvestis.

Nos choix d'investissement au 3^{ème} trimestre 2019

Au troisième trimestre, les marchés ont connu une phase de consolidation au cours de laquelle mouvements de hausse et de baisses n'ont cessé de se succéder. L'indice mondial (MSCI World) termine étale en dollar, après des fluctuations d'environ 6 points. Les négociations entre les États-Unis et la Chine ont été l'un des principaux catalyseurs de ces différentes variations, au même titre que les données économiques confirmant la dichotomie entre le secteur manufacturier et les services à l'échelle mondiale.

Dans ce contexte incertain, nous avons légèrement renforcé nos positions sur la Russie et l'Italie en tout début de période, avec une surpondération de la Zone euro au détriment des États-Unis, essentiellement pour bénéficier de valorisations attrayantes. À l'annonce du relèvement, à hauteur de 10%, des droits de douane sur 300 milliards de dollars d'importations chinoises, par le biais d'un tweet du Président Trump, les marchés ont violemment corrigé. Nous avons fortement renforcé la couverture du portefeuille *via* des contrats *futures*⁽¹⁾ sur l'indice EuroStoxx dès le début du mouvement et avons allégé la partie la plus "value"⁽²⁾ du portefeuille.

Le volonté d'apaisement des tensions commerciales affichée par la Chine a permis aux marchés, dès la mi-août, de reprendre des couleurs. La couverture a alors été rapidement levée et, dans le même temps, nous avons augmenté la sensibilité du portefeuille à l'indice EuroStoxx, ainsi qu'aux États-Unis (essentiellement sur des valeurs présentant un fort potentiel de croissance) mais également sur la partie obligataire, avec un renforcement des actifs les plus sensibles à l'évolution des actions (obligations convertibles⁽³⁾ et à haut rendement⁽⁴⁾).

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

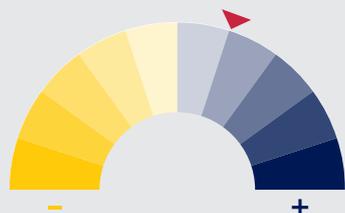
(2) On parle de stratégie "value" lorsque celle-ci recherche des sociétés sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise.

(3) Une obligation convertible est un titre de créance offrant la possibilité à son détenteur de le convertir en action.

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



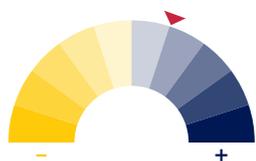
Nos orientations de gestion pour le quatrième trimestre 2019



Degré d'exposition global aux actifs "risqués"

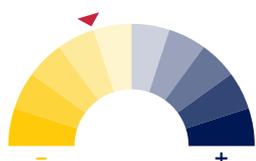
Nous restons vigilants et opportunistes dans cet environnement toujours soumis aux décisions politiques, géopolitiques et économiques, plutôt imprévisibles, du Président américain. De plus, les marchés attendent beaucoup d'éventuelles mesures de relance budgétaire en Zone euro, mais aussi d'un assouplissement de la position américaine sur les droits de douane imposés à ses principaux partenaires commerciaux. Dans ce contexte, nous continuons de privilégier les actions. Ces dernières affichent un profil rendement-risque qui nous semble toujours attrayant, compte tenu notamment des niveaux de valorisation des autres classes d'actifs.

Positionnement



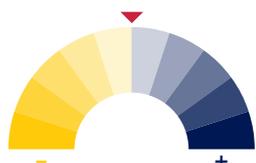
Actions

Les données économiques devraient continuer de décevoir jusqu'à la fin d'année, avant que, potentiellement, l'annonce de la mise en place de politiques budgétaires expansionnistes en Europe et la signature d'un accord commercial sino-américain ne permettent d'infléchir à la hausse les anticipations de croissance des prévisionnistes. En conséquence, nous prenons quelques profits, principalement sur la Zone euro et les marchés émergents.



Taux

Les Banques centrales devraient maintenir leur biais accommodant, voire le renforcer, notamment aux États-Unis. La classe d'actifs demeure chère, nous conservons cependant un intérêt tactique pour les emprunts d'États américains, de même que pour les obligations des pays émergents qui peuvent présenter des rendements intéressants, par ailleurs, leurs devises profiteraient d'une éventuelle baisse du dollar.

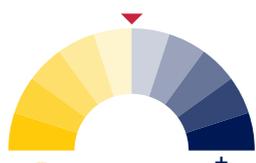


Crédit

Nous restons vigilants face à la dégradation globale de la qualité du crédit et aux risques de ventes forcées en cas de dégradation économique ou conjoncturelle inattendue. Nous préférons, dans ce cadre, les échéances courtes sur l'*Investment Grade*⁽¹⁾ américain et la dette financière européenne. Nous restons investis sur le haut rendement, tout en étant attentifs à l'évolution des anticipations de taux de défauts et de 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

Cette année, l'environnement reste très favorable aux matières premières. Le prix du pétrole continue d'être porté par la croissance économique ainsi que par des événements géopolitiques, telles que les tensions entre l'Iran et l'Arabie Saoudite, tandis que l'or et les compagnies minières aurifères profitent de la défiance des opérateurs vis-à-vis des classes d'actifs traditionnelles. Par conséquent, ces actifs peuvent d'offrir des opportunités en termes de diversification.



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 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 règlementaires 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 31 octobre 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 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