



## Note de conjoncture

### L'activité mondiale et les marchés financiers confrontés à une crise inédite

Après avoir entrevu une certaine embellie en début d'année, liée à la dissipation de risques économiques et politiques, l'économie mondiale se retrouve désormais confrontée à un choc d'une violence sans précédent dont l'impact reste encore difficile à mesurer.



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

#### En Bref :

- La pandémie de COVID-19 a frappé de plein fouet l'activité mondiale
- Les Banques centrales et les gouvernements ont mis en place des mesures d'une ampleur exceptionnelle
- Les marchés financiers ont subi un choc d'une violence inédite
- Depuis fin mars, les Bourses mondiales esquissent un rebond

#### Un début d'année empreint de positivisme

Il y a encore deux mois, les économistes s'interrogeaient sur le rythme de croissance pour l'année 2020 et opposaient leurs estimations autour d'un consensus proche des 3%.

Le constat d'un ralentissement de l'économie mondiale était clair, mais il n'était pas irréaliste d'espérer une stabilisation, voire une légère reprise s'appuyant sur le redressement d'un grand nombre de pays émergents. La signature du traité commercial entre la Chine et les États-Unis donnait quant à elle plus de visibilité sur l'avenir du commerce mondial, permettant d'envisager une reprise de l'investissement des entreprises, tandis que la consommation continuait de profiter de la bonne tenue de l'emploi.

#### Le développement d'une pandémie mondiale

L'apparition d'un virus mortel, officiellement apparu en janvier dernier dans la province chinoise du Hubei, puis sa propagation rapide au reste du monde, ont totalement rebattu les cartes et anéanti la capacité des experts à anticiper l'ampleur du choc et l'évolution de l'économie. Le confinement total, seul dispositif préventif jugé efficace pour à endiguer la contamination a été adopté par la plupart des nations touchées, parfois après plusieurs semaines de réflexion.

En asphyxiant simultanément l'offre (paralyse des moyens de production) et la demande (consommateurs et investisseurs cloîtrés), cette contrainte sanitaire drastique et sans précédent aura un impact violent et profond que nul ne peut actuellement quantifier avec précision. Diverses études estiment que le niveau d'activité a brusquement baissé, de 25% à 35%, au niveau mondial, alors que le FMI prévoit une récession de 3% pour l'année 2020.

Néanmoins, de nombreuses inconnues demeurent, et à l'heure où tous les pays s'interrogent sur les conditions d'un déconfinement prochain, l'arbitrage entre les bienfaits économiques et les risques sanitaires rend périlleuses et incertaines les décisions à venir.

Les options et le rythme retenus, l'émergence ou non d'une seconde vague d'épidémie ou encore la vitesse des progrès médicaux sont autant de facteurs qui joueront sur l'évolution finale de l'économie mondiale cette année.

## Une grande réactivité de la part des Banques centrales et des gouvernements

Dans ce contexte inédit, il est rassurant d'observer à quel point les Banques centrales et les gouvernements, forts des enseignements tirés de la crise de 2008, ont rapidement déployé un arsenal de mesures monétaires, réglementaires et budgétaires afin d'éviter qu'une thrombose de l'économie réelle, par le truchement du crédit, ne dégénère en crise systémique.

En baissant leurs taux, en injectant des liquidités et en concentrant leur aide sur les pays les plus endettés, les Banques centrales stimulent et soutiennent l'économie et permettent aux gouvernements de multiplier les plans budgétaires de grande ampleur. Les chiffres sont colossaux, à la hauteur de l'imprévisibilité du choc et à la mesure de ses conséquences. Les autorités s'inscrivent de cette façon dans une action d'urgence qui vise à éviter les faillites, qu'elles soient publiques, privées ou bancaires et mettent leurs économies sous perfusion pour maintenir à flot l'appareil productif. Comme le rappellent la plupart des gouvernements, cette action devrait également s'inscrire dans la durée, pour permettre de soutenir et de ragailardir le rebond lorsque la situation sanitaire permettra la levée totale des mesures de confinement.

***“Les Banques centrales stimulent et soutiennent l'économie et permettent aux gouvernements de multiplier les plans budgétaires de grande ampleur...”***

## Les marchés font face à une crise d'une violence et d'une rapidité jamais observées

De janvier à la mi-février, les marchés ont progressé dans la continuité de leur bonne fin d'année 2019. Les espoirs de poursuite du mouvement reposaient sur des Banques centrales toujours très accommodantes, sur une trêve dans la guerre commerciale opposant les États-Unis et la Chine, sur la finalisation de la première étape du “Brexit”, et sur une année électorale américaine, traditionnellement porteuse pour les actifs risqués. Après six semaines l'indice européen progressait de 4,5%, alors que le S&P 500 gagnait 9,6%, aidé par la progression de 4,3% du dollar. L'inquiétude des marchés, propulsée à des niveaux historiquement élevés par la contagion brutale du COVID-19, n'a épargné aucune classe d'actifs dans les jours qui ont suivi.



Après avoir décroché de plus de 32% depuis son plus haut historique du 19 février dernier, l'indice mondial, le MSCI World, termine le trimestre avec un recul de 19% en euro (21% en devise locale, le dollar progressant d'environ 2%). Le S&P 500 chute de 17,7% en euro, alors que le STOXX Europe 600 perd 22,5%. Les marchés émergents se replient dans les mêmes mesures alors que, paradoxalement, le marché chinois a contenu ses pertes à -9,45% en euro<sup>(1)</sup>. Après avoir brièvement perdu plus de 5% entre le 11 et le 18 mars, sous l'effet conjugué de ventes forcées et d'anticipations de hausse de l'endettement public, les obligations souveraines de la Zone euro ont retrouvé leur statut de valeur refuge pour clore le trimestre sur un très léger gain de 0,36%<sup>(2)</sup>. À l'autre bout du spectre obligataire, les obligations à haut rendement<sup>(3)</sup> ont souffert d'anticipations de remontée des taux de défauts et de craintes d'assèchement de la liquidité, pour perdre presque 15% sur le trimestre, un record depuis 2008.

### Un léger rebond depuis la fin mars

Les marchés rebondissent depuis le 23 mars, dans un contexte toujours empreint d'incertitudes, tout en prenant acte d'une récession sur l'année 2020. Néanmoins, l'ampleur du choc, au même titre que l'impact sur les résultats

**“Les marchés rebondissent depuis le 23 mars, dans un contexte toujours empreint d'incertitudes...”**

des entreprises, restent difficile à cerner. Il est donc possible que les investisseurs, suite à certaines publications de chiffres ou de résultats, encaissent encore le coup et sanctionnent, certes de façon moins indiscriminée, certains pans du marché. Par ailleurs, des développements favorables restent envisageables, tant au niveau des progrès médicaux autour d'un traitement, d'un vaccin, ou de méthodes de dépistage susceptibles d'accélérer le déconfinement, que d'une relance économique favorisée par les mesures de soutien instaurées par les gouvernements. Plus que jamais, il faudra savoir rester attentif et agile dans la gestion pour saisir les nombreuses opportunités qui ne manqueront pas de se présenter.

Achévé de rédiger le 21 avril 2020

(1) Shanghai Shenzhen CSI 300 Index

(2) IBoxx Euro Sovereign Bonds, au 31/03/2020.

(3) Les obligations 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.

## Performances des indices

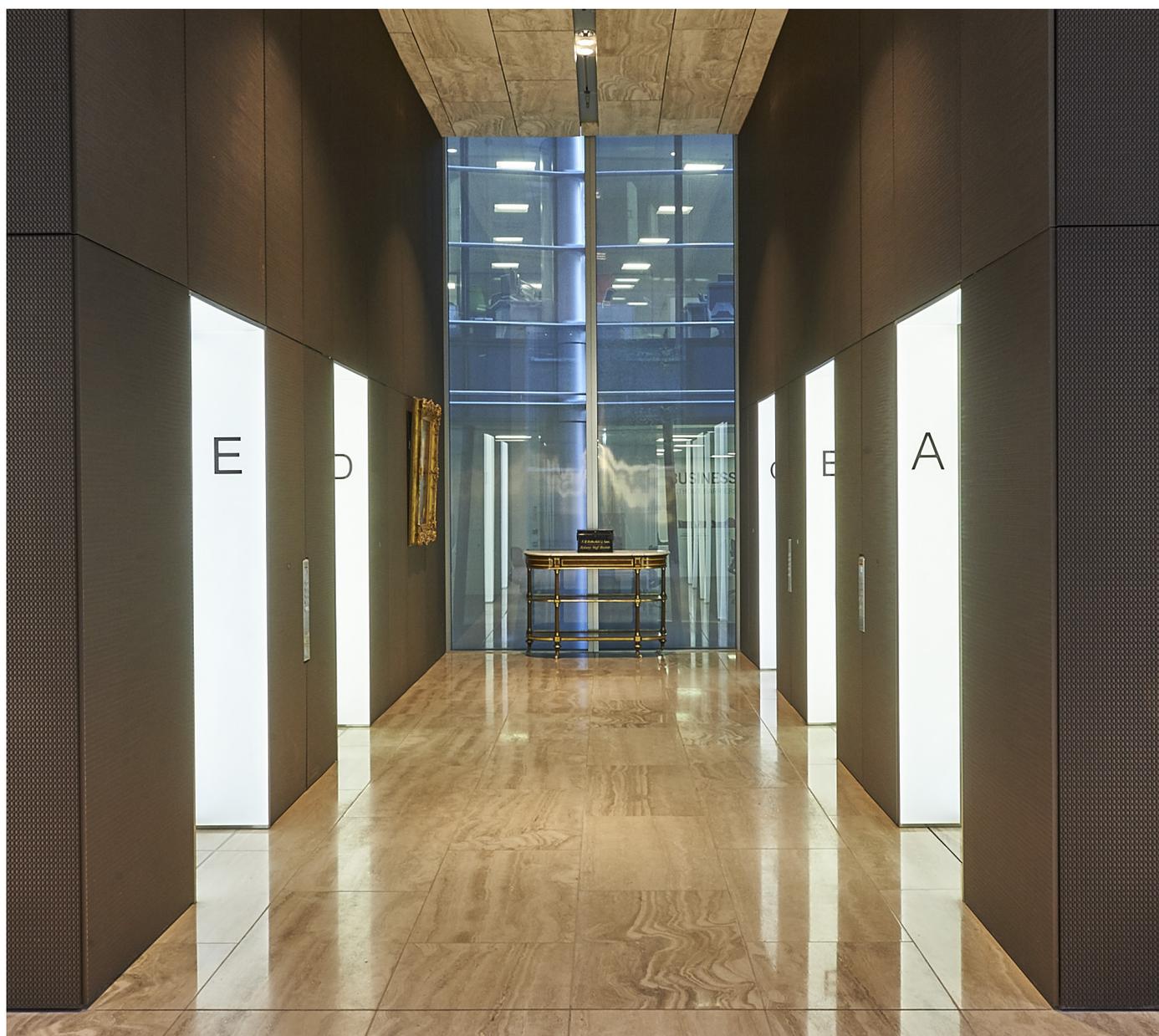
Actions	Devise	Cours au					
		31/03/2020	3 mois	2019	3 ans	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	4 396,12	-26,46%	30,45%	-17,84%	-14,18%	-12,67%
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	320,06	-23,03%	27,75%	-15,57%	-16,03%	-19,44%
États-Unis (S&P 500)	USD	2 584,59	-20,00%	31,48%	-8,81%	9,39%	24,99%
Japon (Topix)	JPY	1 403,04	-18,49%	18,10%	-11,85%	-7,24%	-9,08%
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	1 965,16	-23,57%	18,69%	-17,36%	-3,71%	0,03%
Monde (MSCI World)	USD	5 455,06	-21,05%	28,44%	-10,39%	5,87%	17,31%
<b>Obligations</b>							
Taux souverains (Markit IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return)	EUR	251,84	0,36%	6,72%	4,47%	9,99%	8,94%
Obligations d'entreprises (Markit IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index)	EUR	222,97	-6,19%	6,29%	-3,40%	0,51%	3,40%
Obligations à haut rendement (Markit Iboxx EUR Liquid High Yield Index)	EUR	190,07	-16,90%	9,55%	-13,04%	-4,25%	1,64%
<b>Gestion alternative</b>							
Toutes stratégies confondues (HFRX Global Hedge Fund EUR Index)	EUR	958,69	-8,16%	3,44%	-6,58%	-12,44%	-16,38%

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/03/2020. Les performances des indices sont nettes, calculées dividendes réinvestis.

## Nos choix d'investissement pour le premier trimestre 2020

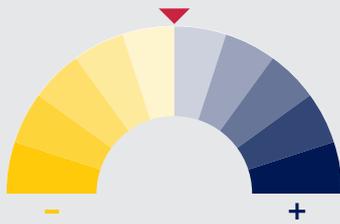
Après avoir accompagné la progression des indices avec un niveau de détention en actions élevé jusqu'à la fin du mois de janvier, l'absence de catalyseurs haussiers nous a semblé propice à des prises de bénéfices, principalement sur les actions de la Zone euro et les valeurs bancaires européennes. C'est donc avec une exposition relativement faible en actions que nous avons abordé la phase de correction des marchés. Lorsque l'épidémie a atteint l'Italie, nous avons drastiquement réduit l'exposition à l'aide de couvertures mises en place pour désensibiliser le portefeuille à l'évolution des marchés d'actions. L'anticipation de mesures d'ampleur de la part des Banques centrales nous a également mené à réduire l'exposition bancaire du portefeuille. Ces allègements se sont répétés plusieurs fois sur le mois pour permettre au portefeuille de passer en quelques jours d'une exposition actions de 38% à environ 10%. Sur la partie obligataire du portefeuille, nous avons également réduit l'exposition aux actifs les plus risqués, à savoir la dette financière, le haut rendement<sup>(1)</sup> et les obligations convertibles<sup>(2)</sup>. Nous avons perçu aux alentours du 23 mars dernier que le sentiment redevenait positif quant à l'efficacité du confinement et au fait que les mesures monétaires et budgétaires étaient à la hauteur des conditions requises pour permettre une relance dans les meilleures conditions. Un tarissement concomitant des flux vendeurs nous a amené à rapidement nous repositionner sur les actifs risqués (actions en euro, haut rendement, dette financière), ce qui a permis au portefeuille de profiter du rebond récent.

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



## Nos orientations de gestion pour le premier trimestre 2020

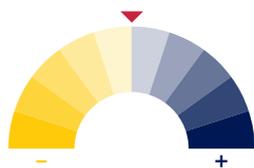
### Degré d'exposition global aux actifs risqués



Nous restons particulièrement opportunistes, réactifs et vigilants dans cet environnement extrêmement incertain. Rappelons que l'environnement actuel est marqué par une dégradation économique exceptionnelle de par sa rapidité et son ampleur, mais aussi par une phase sanitaire de déconfinement dont on ne connaît pas encore précisément ni la portée ou l'impact réel à attendre, ni même la possibilité d'un nouveau confinement en cas d'échec de cette stratégie. Dans ce contexte, nous nous positionnons à la neutralité sur l'ensemble des classes d'actifs, autour de laquelle la flexibilité tactique, qu'il est possible de mettre en place dans des proportions importantes, reste d'actualité.

## Positionnement

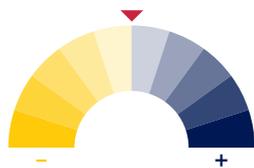
### Actions



Les données économiques devraient continuer de décevoir au moins jusqu'à la fin de l'année. Néanmoins, les marchés se projettent déjà sur la sortie de crise et mettent en face des mesures monétaires et budgétaires, un potentiel de rebond conséquent. Par ailleurs, les progrès sur le plan médical peuvent à tout moment permettre un retour de l'espoir d'une sortie plus rapide de crise. Nous restons vigilants face à l'évolution de ces différents paramètres ainsi que sur les flux et donnons à la gestion tactique une place majeure dans le pilotage des portefeuilles.



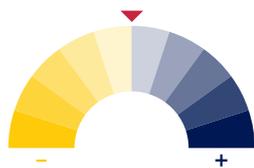
### Taux



Les Banques centrales apparaissent partout comme l'ultime ligne de défense face à la dégradation violente de l'économie mondiale. Elles continueront à rassurer sur leur capacité à maintenir les taux sur de très bas niveaux. Au regard de la pression qui s'exercera sur la dette, certaines opportunités apparaîtront sur quelques emprunts périphériques. La situation reste tendue sur la dette émergente, tant sur les taux que sur les devises qui continueront d'être sous pression.



### Crédit



Nous restons vigilants face à la dégradation de la qualité du crédit et aux risques de ventes forcées en cas de longue dégradation économique. Dans ce cadre, nous favorisons toujours les échéances courtes sur l'*Investment Grade*<sup>(1)</sup> américain. L'évolution des taux de défauts et de la qualité des émissions dictera notre positionnement sur le haut rendement.



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

### Actifs réels



Nous restons opportunistes en ce qui concerne le pétrole toujours contraint par une demande en très forte baisse, mais aussi par la limitation des capacités de stockage. La volatilité qui devrait en résulter sur le cours du baril devrait permettre d'exploiter des opportunités.



## 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 garantie 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. Rothschild & Co Asset Management Europe 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 Europe). 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 Europe 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. 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](http://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. 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 Rothschild & Co Asset Management Europe

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 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](http://www.am.eu.rothschildandco.com)