



Note de conjoncture

Une reprise en ordre dispersé

La pandémie sévit encore et pousse la plupart des gouvernements à la prudence avant la levée de leurs contraintes sanitaires.

En bref :

- De fortes disparités sont observées entre les États-Unis, la Chine, l'Europe et les pays émergents dans la lutte contre la Covid-19 et le redémarrage de leurs économies
- Les plans de relance massifs suggèrent un risque de surchauffe économique et donc de poussée massive de l'inflation
- Les banques centrales seront attentives vis-à-vis de cette dynamique mais la Fed et la BCE affichent leur volonté de maintenir des politiques monétaires accommodantes
- Dans ce contexte, les marchés d'actions semblent toujours en capacité de s'apprécier

Alors que l'Asie semble avoir "maîtrisé" le virus et commence à normaliser son économie, le Royaume-Uni et les États-Unis s'appuient sur des campagnes de vaccination en bon ordre de marche et conservent des objectifs de réouverture à relativement brève échéance. A l'instar de plusieurs pays émergents, la situation dans l'Union européenne reste en revanche compliquée et, tant les variants que les retards pris dans les campagnes de vaccination, ont obligé la plupart des États à renforcer leurs mesures et à retarder le début de leur normalisation. Dans ce contexte, le redressement de l'économie mondiale est en place, mais il ne sera pas synchronisé.

Aux États-Unis, après les plans de relance ratifiés par Donald Trump, qui avoisinaient les 20% du PIB du pays, c'est Joe Biden qui a validé un nouveau plan de 1 900 milliards de dollars destiné pour partie aux ménages (1 000 milliards), mais aussi à la santé (750 milliards)

et aux entreprises (150 milliards). La vigueur de la consommation, stimulée par ce plan, devrait donc permettre à l'économie de gagner un temps précieux avant que la levée totale des restrictions sanitaires ne permette à la demande de services de repartir à la hausse. Un nouveau plan de 2 000 milliards de dollars de dépenses dans les infrastructures et l'écologie sera également discuté en fin d'année et devrait soutenir de manière dynamique la confiance des agents ainsi que les perspectives de croissance pour l'année en cours et la suivante. Ce dernier volet, susceptible de mettre l'économie américaine en légère surchauffe, devrait permettre d'atteindre le plein-emploi et de réduire l'écart de rémunération entre les différentes catégories de salariés, facteur de tensions sociales aux États-Unis.

En Chine, les perspectives économiques sont également très favorables, même si le rythme de la croissance s'est stabilisé au cours du trimestre passé, en raison d'un tour de vis sur les conditions de crédit de la part de la Banque centrale chinoise depuis le deuxième trimestre 2020, afin d'éviter un emballement de l'inflation et de sa devise. L'objectif affiché par le nouveau plan quinquennal annoncé au cours du dernier Congrès populaire national semble résolument tourné vers la stabilité sociale et donc une croissance régulière, plus équilibrée et moins dépendante de l'extérieur.

En Europe, les divergences sectorielles se sont accentuées pendant le trimestre passé avec une très forte confiance dans le secteur manufacturier, tandis que celui des services reste figé sur de très bas niveaux. Le cafoillage dans les campagnes de vaccination, puis la résurgence du virus ont mené à un renforcement des mesures de restriction d'abord en Italie, puis en France, en Allemagne et aux Pays-Bas. Le PIB européen est donc attendu en baisse pour le premier trimestre et reste également incertain pour la mi-année.



Marc Terras

Responsable
de la Gestion Architecture Ouverte
Rothschild & Co
Asset Management Europe

Après avoir redouté une déflagration économique durable et la déflation, les marchés sont confrontés à des plans de relance dont les montants vertigineux suggèrent un fort risque de surchauffe économique et donc de poussée massive de l'inflation, que les hausses de prix des matières premières ont récemment alimenté. Si les effets d'affichage liés à l'évolution des prix du pétrole et des denrées alimentaires en 2020 vont générer un choc inflationniste très temporaire, nous restons sereins face à un scénario de hausse de l'inflation qui forcerait les banquiers centraux à infléchir leurs politiques de soutien et à normaliser plus rapidement leurs politiques monétaires.

Les déclarations récentes de la Fed nous confortent en ce sens avec sa volonté assumée de rester "behind the curve⁽¹⁾" en attendant les signes tangibles et réels d'une reprise économique solide, du plein-emploi et d'anticipations inflationnistes solidement ancrées autour de son objectif (2%). La réouverture prochaine de l'économie américaine et la mise en place du plan de relance dédié aux infrastructures en fin d'année pourrait amener les taux américains à traverser de nouvelles phases de tension haussière. Néanmoins, la Fed, qui ne prendra pas le risque de fragiliser la reprise économique, de même que le caractère progressif de l'accélération de la croissance, ne devrait pas mener à une hausse rapide et dangereuse pour les marchés.

La BCE n'est, quant à elle, pas confrontée dans l'immédiat à la même problématique. Si la hausse conjoncturelle de l'inflation observée

dans les secteurs de l'alimentation et de l'énergie peut interroger et attiser la volatilité, elle devrait rapidement rechuter et rester encore loin de son objectif des 2%. La tension observée sur les taux américains a créé un effet d'entraînement contre lequel la BCE va rester active, mais au-delà de ce facteur exogène, la Banque Centrale Européenne doit ménager le rythme d'une reprise encore très fragile. Depuis le début de l'année, l'Institution a donc procédé à une accélération du rythme de ses achats d'actifs pour contrer la détérioration des conditions financières, et n'exclue pas la possibilité de nouveaux assouplissements.

Alors que les marchés d'actions ont déjà reflété un grand nombre de bonnes nouvelles, notamment les effets positifs des vaccins dans la lutte contre le virus et ses variants, les plans de relance budgétaire et le soutien toujours massifs des banques centrales, leur potentiel d'appréciation ne nous semble pas épuisé. Il pourrait s'appuyer sur des révisions haussières des résultats, ainsi que sur des valorisations qui ne subiront pas la hausse des taux souverains, grâce à l'intervention des banques centrales. La progression des indices dépendra également de l'intensité des tensions entre la Chine et les États-Unis et du bon déroulement du processus de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.

Achevé de rédiger le 13 avril 2021

(1) Derrière la courbe (des taux).

Performances des indices nettes, calculées dividendes réinvestis

Actions	Devise	Cours au						
		31/03/2021	3 mois	2020	2019	1 an	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	12 956,44	9,51%	-5,57%	29,24%	40,19%	25,00%	54,49%
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	951,73	8,20%	-1,99%	26,82%	36,95%	25,21%	45,40%
États-Unis (S&P 500)	USD	7 249,57	6,05%	17,75%	30,70%	55,56%	56,56%	106,56%
Japon (Topix)	JPY	3 080,87	9,25%	7,39%	18,12%	42,13%	22,15%	62,32%
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	638,40	2,29%	18,31%	18,44%	58,39%	20,71%	76,77%
Monde (MSCI World)	USD	8 402,62	4,92%	15,90%	27,67%	54,03%	43,57%	87,16%
Obligations								
Taux souverains (Markit IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return)	EUR	257,37	-2,33%	5,01%	6,72%	2,20%	9,01%	10,44%
Obligations d'entreprises (Markit IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index)	EUR	242,31	-0,76%	2,73%	6,29%	8,68%	7,40%	11,96%
Obligations à haut rendement (Markit Iboxx EUR Liquid High Yield Index)	EUR	209,97	1,41%	-9,47%	7,42%	10,47%	-10,72%	6,88%
Gestion alternative								
Toutes stratégies confondues (HFRX Global Hedge Fund EUR Index)	EUR	1 086,42	1,05%	3,00%	3,44%	13,32%	-1,23%	3,36%

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/03/2021.

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.

Nos choix d'investissement au 1^{er} trimestre 2021

Le trimestre dernier a été empreint d'optimisme sur les marchés en raison des derniers plans de relance annoncés, du soutien inconditionnel des banques centrales et de l'observation de flux acheteurs. Depuis le mois d'octobre, nous privilégions la Zone euro dans nos investissements, moins soumise à la pression des hausses de taux américains, ainsi que les valeurs cycliques⁽¹⁾, aujourd'hui très décotées et dont certaines, notamment bancaires, devraient profiter d'une revalorisation. Enfin, nous réduisons progressivement notre exposition à la zone Asie compte tenu du ralentissement de l'économie chinoise lié au tour de vis imposé par la banque centrale qui limite l'accès au crédit et procédons à des prises de bénéfices sur les matières premières. Sur la partie non-cotée, le déploiement se poursuit avec des appels sur deux fonds au sein desquels nous sommes engagés et la clôture d'une levée de fonds, au-delà de son objectif initial, sur un troisième.

(1) Les valeurs cycliques sont fortement corrélées aux cycles de la conjoncture économique. Elles profitent donc fortement des périodes de reprise et d'expansion mais sont également les premières impactées par un ralentissement économique.

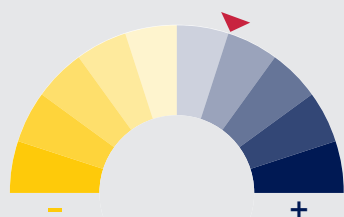
Performances au 31/03/2021	2021	2020	2019	Cumulées depuis création (21/12/2018)
Afer Premium R EUR	4,23%	8,56%	4,97%	18,79%

Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/03/2021.

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. Principal risque pour l'investisseur : risque de perte en capital. Le calcul des performances présentées tient compte de l'ensemble des frais et commissions (hors frais du contrat d'assurance vie et de fiscalité), dividendes réinvestis.



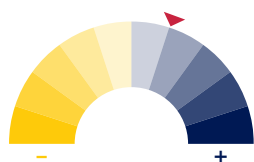
Nos orientations de gestion pour le 2^e trimestre 2021



Degré d'exposition global aux actifs risqués

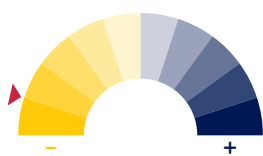
L'amélioration de l'efficacité des vaccins face au virus et à ses variants, ainsi que les plans de relance et le soutien inconditionnel des banques centrales ont permis aux marchés d'enregistrer un excellent premier trimestre. L'optimisme des investisseurs se stabilise sur des niveaux extrêmement élevés et les flux ont, tout au long de la période, fortement alimenté la hausse. Alors que l'aspect sanitaire semble de plus en plus devoir céder la place à une attention plus importante des acteurs financiers vers la macro et la microéconomie, il nous semble que les marchés d'actions disposent encore d'un potentiel haussier. Cette dynamique devrait pouvoir s'appuyer sur des révisions haussières des résultats, principalement en Europe toujours en retard dans le cycle économique. Ce retard aura comme conséquence de limiter la pression sur les taux et de maintenir les ratios de valorisation à des niveaux élevés. La sélectivité doit nous prémunir de déceptions qui auraient un impact marqué, compte tenu du niveau d'optimisme actuel des investisseurs.

Positionnement



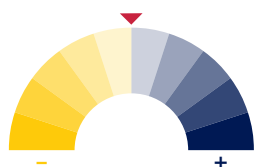
Actions

Compte tenu de l'optimisme affiché par les investisseurs et de la progression récente des indices, nous prenons quelques bénéfices et baissions légèrement le niveau d'exposition global des portefeuilles aux actions. Nous restons concentrés sur les valeurs cycliques⁽¹⁾ qui disposent, selon nous, d'un plus fort potentiel relatif de progression, notamment en cas de révision des perspectives bénéficiaires.



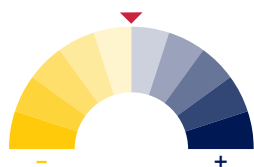
Taux

Les banques centrales vont rester vigilantes face à la fragilité de la reprise et devraient maintenir le caractère accommodant de leur politique monétaire. Les États-Unis, plus en avance dans le cycle économique et qui profiteront tout au long de ces deux prochaines années des plans massifs de soutien budgétaire, seront les plus exposés à des tensions sur les taux. Nous agirons en conséquence de manière tactique sur les emprunts d'États américains.



Crédit

Le crédit a subi la tension sur les taux tout au long du premier trimestre. Cette observation est flagrante aux États-Unis, alors que l'Europe a fait preuve d'une stabilité certaine. Le potentiel d'appréciation de cette classe d'actifs nous semble restreint même si les craintes concernant les défauts sont limitées grâce aux actions des banques centrales, et que le durcissement des conditions monétaires sera contraint encore un long moment. Nous concentrons notre recherche de rendement sur la dette financière européenne et le haut rendement⁽²⁾.



Actifs réels

L'or a été pénalisé par le regain d'appétit pour le risque et plus récemment par la remontée des taux d'intérêt. Il pourrait néanmoins retrouver son statut de valeur refuge si le retour de l'inflation s'avérait plus structurel que conjoncturel. La forte poussée des cours des matières premières s'explique par un déficit d'offre dû aux mesures de confinement face à une demande qui accélère au rythme de la normalisation des économies. Après avoir été multipliés par trois en un an (pour le baril de Brent en dollars), les prix du pétrole ont quasiment retrouvé leurs niveaux pré-pandémie avec un potentiel de hausse dépendant de la discipline des pays producteurs à en limiter la production.



(1) Les valeurs cycliques sont fortement corrélées aux cycles de la conjoncture économique. Elles profitent donc fortement des périodes de reprise et d'expansion mais sont également les premières impactées par un ralentissement économique.

(2) 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.

(3) 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.

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 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 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