



Note de conjoncture

L'économie redémarre mais l'inflation guette

Après un premier trimestre décevant, nous avons assisté à une accélération rapide de la croissance mondiale au cours des trois derniers mois.



Marc Terras

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

En bref :

- L'activité économique a affiché un fort rebond au cours du trimestre mais profite bien plus aux pays développés qu'aux émergents
- La Zone euro, soutenue par la consommation des ménages et les plans de relance, devrait commencer à rattraper son retard avec les États-Unis
- La Fed esquisse une politique monétaire moins accommodante et envisage des hausses de taux en 2023
- Après un mouvement de hausse, les taux souverains se sont détendus avec la diminution des craintes inflationnistes
- Après de très bonnes performances, la dynamique des marchés d'actions sera très dépendante de l'adoption ou non du nouveau plan de relance américain

Cette dynamique n'est toutefois pas homogène car, si l'augmentation du rythme des vaccinations dans les pays occidentaux a permis la levée progressive des contraintes sanitaires et le rebond de l'activité, les pays émergents restent fortement handicapés par un moindre accès à la vaccination et à une nouvelle vague de contaminations qui les contraints à conserver des protocoles encore stricts.

La réouverture des économies développées a donc permis un rebond de l'activité, notamment dans les services, dont les principaux indicateurs atteignent déjà des points hauts dans plusieurs pays.

La tendance devrait se poursuivre, en dépit de la propagation rapide du variant Delta, plus contagieux, mais dont le risque semble encore aujourd'hui contenu par l'efficacité des vaccins. La demande domestique pourrait rester soutenue, notamment grâce à l'épargne forcée constituée pendant les différentes phases de confinement.

La part de cette épargne susceptible de se transformer en épargne de précaution, en réaction aux évolutions de l'emploi et de la situation sanitaire, reste un facteur significatif du rythme de croissance à venir. Ce dernier sera aussi conditionné par l'industrie, qui souffre à présent de difficultés d'approvisionnement et ne peut répondre à la demande, comme le montrent, par exemple, les secteurs dépendants aux semi-conducteurs. Dans un environnement où les banques centrales maintiennent des politiques extrêmement accommodantes et les taux à des niveaux bas, les pressions sur les prix que provoquent ces pénuries ont été un des sujets majeurs de ces trois derniers mois, avec l'inquiétude de la réapparition du spectre inflationniste.

Les États-Unis sont aujourd'hui la locomotive de la croissance mondiale. La demande domestique est portée par la réouverture quasi-totale de l'économie, et les plans portés depuis le début de la crise par Donald Trump, puis Joe Biden, à destination des ménages ont permis une nette accélération de la consommation, à la fois de biens et de services. Les plans de relance en cours de négociation au Congrès, destinés aux infrastructures et aux "familles américaines" devraient maintenir la croissance du pays nettement au-dessus des 6% en 2021 et très au-dessus de la croissance potentielle en 2022.



Dans ce contexte, la Fed a esquissé la stratégie de normalisation de sa politique monétaire, en soulignant que cette dernière serait progressive et pragmatique. La Banque centrale américaine pourrait donc commencer à réduire ses achats d'actifs dès la fin de l'année 2021 et remonter ses taux à deux reprises en 2023. Les principaux facteurs déclencheurs restent la normalisation du marché du travail, qui pour l'instant peine à accélérer, et l'inflation, dont l'Institution monétaire prévoit une chute rapide au cours du second semestre, avec le tassement des effets de base⁽¹⁾ et la disparition des goulots d'étranglement liés à la vigueur de la reprise.

En Zone euro, le rattrapage économique, soutenu par la consommation de services des ménages est clairement enclenché, alors que les effets des plans de relance vont gagner en intensité. Les premiers impacts seront perçus dès cet été, notamment dans les pays du Sud qui profiteront des plus grosses dotations de ces plans. Cette amélioration déjà visible de la trajectoire

de croissance européenne ne devrait, pour autant, pas modifier le caractère très accommodant de la politique monétaire de la BCE. La rechute attendue de l'inflation à court terme et l'inertie constatée sur l'emploi devraient effectivement ne pas provoquer d'inflexion dans la politique d'achat d'actifs et monétaire de l'Institution européenne.

La croissance des pays émergents est, quant à elle, impactée par une détérioration nette des conditions sanitaires. La lenteur des campagnes de vaccination et la hausse des contaminations ont conduit de nombreux pays, en Asie comme en Amérique latine, à se reconfiner. La situation et l'évolution économique restent particulièrement préoccupantes alors que les pressions inflationnistes ont contraint plusieurs banques centrales à relever leurs taux directeurs.

Après un mouvement de hausse marqué au premier trimestre, influencé par les craintes d'une poursuite brutale de hausse des prix,

(1) Distorsion d'une donnée mensuelle liée à une variation anormalement élevée (à la hausse ou à la baisse) de cette même donnée sur une année glissante.

les taux souverains se sont progressivement détendus durant les trois derniers mois, avec une tendance baissière à la suite de la réunion de la Fed. Cette rechute vient de la diminution des craintes inflationnistes et de l'engagement de la Banque centrale américaine à lutter contre une accélération durable des prix. Le même schéma s'est produit sur les taux souverains européens, tandis que les tensions inflationnistes et sanitaires dans les pays émergents les ont amenés à se tendre sur la période.

Les marchés d'actions ont, quant à eux, enchaîné les records tout en reflétant des divergences nettes entre les différentes zones qui traduisent bien le différentiel de taux et les différentes évolutions de croissance et de situations sanitaires entre les pays. Les styles de gestion ont également connu des performances distinctes, avec un point d'inflexion lors de l'intervention du FOMC⁽²⁾ qui, en confirmant sa volonté de lutter contre l'inflation, a précipité la baisse des taux et favorisé les valeurs technologiques et de croissance, jusqu'ici en difficulté face aux secteurs cycliques⁽³⁾ et "value"⁽⁴⁾.

Pour les mois à venir, nous pensons que les tensions sur les prix devraient se normaliser et ramener les perspectives d'inflation sur de bas niveaux. Les valeurs sensibles à l'inflation et aux taux, qui ont affiché de bonnes performances depuis le début de l'année nous semblent fragiles à court terme. Aussi, après leur très beau parcours sur l'exercice 2021, il nous semble raisonnable de réduire légèrement l'exposition aux actions dans un contexte où la liquidité va se raréfier pendant la période estivale et où le plan de relance de Joe Biden s'enlise face à l'opposition des républicains. L'issue des négociations au Congrès marquera le point de départ d'une poursuite de la hausse des marchés en cas d'adoption de l'ensemble des mesures, alors qu'une forte déception sur les montants engagés remettrait en cause la tendance initiée depuis le début de l'année.

Achevé de rédiger le 13 juillet 2021

(2) Federal Open Market Committee, organe de la Banque centrale américaine.

(3) 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.

(4) Secteurs sous-évalués 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 des entreprises qui le compose.

Performances des indices nettes, calculées dividendes réinvestis

Actions	Devise	Cours au						
		30/06/2021	3 mois	2021	2020	1 an	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	14 069,07	8,59%	18,91%	-5,57%	34,54%	29,45%	70,17%
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	1 012,89	6,43%	15,15%	-1,99%	28,42%	28,16%	55,91%
États-Unis (S&P 500)	USD	7 861,08	8,44%	15,00%	17,75%	40,14%	64,36%	118,97%
Japon (Topix)	JPY	3 070,81	-0,33%	8,90%	7,39%	27,34%	20,48%	74,71%
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	670,62	5,05%	7,45%	18,31%	40,90%	37,77%	84,47%
Monde (MSCI World)	USD	9 053,33	7,74%	13,05%	15,90%	39,04%	52,05%	99,64%
Obligations								
Taux souverains (Markit IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return)	EUR	255,66	-0,67%	-2,98%	5,01%	-0,16%	9,20%	7,38%
Obligations d'entreprises (Markit IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index)	EUR	242,99	0,28%	-0,48%	2,73%	3,50%	8,00%	10,48%
Obligations à haut rendement (Markit Iboxx EUR Liquid High Yield Index)	EUR	212,73	1,32%	2,74%	-9,47%	10,40%	-3,83%	9,80%
Gestion alternative								
Toutes stratégies confondues (HFRX Global Hedge Fund EUR Index)	EUR	1 110,08	2,18%	3,25%	3,00%	10,09%	1,57%	4,90%

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/06/2021.

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 2^e trimestre 2021

Au cours du deuxième trimestre, les marchés d'actions ont été portés par le constat d'une nette amélioration économique permise, au sein des pays développés, par l'accélération des campagnes de vaccination et l'engagement inconditionnel, tant des banques centrales, que des gouvernements à relancer l'économie. Les publications de résultats et les révisions bénéficiaires ont également contribué à leur performance sans que les craintes d'une accélération durable de l'inflation et de tensions plus vives sur les taux n'aient réussi à durablement les entamer. Durant la période, les valeurs cycliques⁽¹⁾ et de la Zone euro ont surperformé en profitant de la reflation⁽²⁾ et des perspectives de hausses de taux, tandis que les valeurs de croissance et technologique ont fortement rebondi en relatif à la suite de l'intervention de la Fed qui a revu ses anticipations inflationnistes et conforté les investisseurs quant à la volonté de l'Institution monétaire de maintenir durablement les taux à de bas niveaux. Dans ce contexte, nous avons adopté une attitude plus prudente qu'en début d'année, en prenant quelques bénéfices pour ramener l'exposition aux actions aux alentours de 35%. Les valorisations des valeurs américaines et les flux relativement faibles sur les valeurs européennes nous ont amené à conserver un biais important sur les valeurs européennes décotées. Au terme du mouvement de baisse de l'inflation auquel nous nous attendons, ces valeurs pourraient, à l'instar des cinq premiers mois de l'année, continuer de surperformer. Sur les taux, nous avons continué de privilégier les obligations convertibles⁽³⁾ et la dette financière. En l'absence d'opportunités supplémentaires présentant une bonne rémunération du risque, nous avons conservé une poche de liquidité significative. La partie illiquide fait toujours l'objet de recherches d'opportunités attrayantes, notamment aux États-Unis et en Asie.

(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) Reprise de l'inflation après une période de déflation, reposant sur des mesures fiscales ou budgétaires, dans le but de replacer la dynamique économique dans sa tendance de long terme.

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

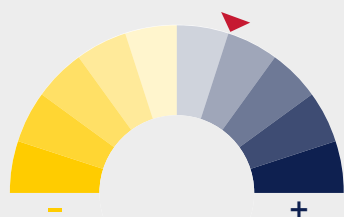
Performances au 30/06/2021	Depuis le début de l'année	2020	2019	Cumulées depuis création (21/12/2018)
Afer Premium R EUR	5,78%	8,56%	4,97%	20,56%

Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/06/2021.

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.



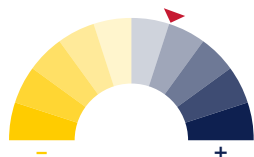
Nos orientations de gestion pour le 3^e trimestre 2021



Degré d'exposition global aux actifs risqués

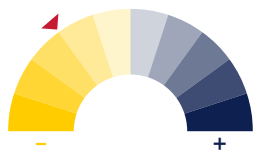
Après un premier trimestre décevant, nous avons assisté tout au long des trois derniers mois à une accélération rapide de la croissance mondiale. La réouverture des pays développés a permis un rebond de l'activité, notamment dans les services dont les principaux indicateurs atteignent déjà des points hauts dans plusieurs pays. La tendance devrait se poursuivre, en dépit de la propagation rapide d'un variant Delta plus contagieux mais dont le risque semble encore aujourd'hui contenu par l'efficacité des vaccins. La demande domestique pourrait rester soutenue, notamment grâce à l'épargne forcée constituée pendant les différentes phases de confinement. L'optimisme des investisseurs se stabilise sur des niveaux élevés et les flux vers les actifs risqués, même s'ils ont diminué, restent élevés. Dans ce contexte, les actions, en particulier en Europe, gardent un attrait tant en relatif qu'en absolu par rapport aux autres classes d'actifs. Le resserrement des taux au cours des dernières semaines a d'ailleurs accentué l'intérêt des actifs décotés par rapport aux actifs dits "de croissance".

Positionnement



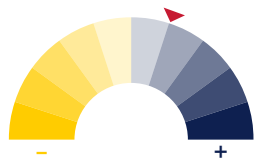
Actions

Les valorisations des valeurs américaines et des flux qui, jusqu'ici, ont délaissé les valeurs européennes, nous ont amenés à conserver un biais important sur les valeurs européennes décotées. Quelques bénéfices ont été pris sur ces dernières, notamment les banques. Au terme du mouvement de baisse de l'inflation auquel nous nous attendons, ces valeurs pourraient, à l'instar des cinq premiers mois de l'année, continuer de surperformer. Nous restons prudents sur les marchés émergents dans l'attente d'une amélioration sanitaire plus franche.



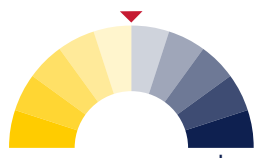
Taux

À la suite de la révision baissière des anticipations inflationnistes par les investisseurs et de l'engagement des banques centrales à conserver une attitude expansionniste, les taux ne devraient se tendre que d'une façon très progressive. C'est particulièrement le cas en Europe où le rythme de croissance n'imposera pas une hausse marquée. Aux États-Unis, en revanche, la baisse des anticipations d'inflation semble être arrivée à son terme, d'autant que les nouveaux plans de relance donnent une orientation haussière au risque de hausse inflationniste et de taux. Nous préférons donc rester à l'écart des taux souverains.



Crédit

Dans ce contexte peu favorable aux obligations souveraines dans les pays développés, nous restons positionnés sur des stratégies de portage sur le haut rendement et la dette financière et resterons vigilants sur la partie obligatoire des titres d'inflation.



Actifs réels

La réouverture des économies provoque un rebond significatif de la consommation un peu partout dans le monde. Face à cette brutale hausse de la demande, les matières premières progressent significativement, notamment le pétrole que nous privilégions. L'or, concurrencé par les crypto devises, est aujourd'hui proche de ses plus hauts historiques. Nous restons pour le moment à l'écart.



(1) 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.

(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.

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 22 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com