Rothschild & Co
Asset Management

1er trimestre 2022

Note de Conjoncture

Marc Terras
Reponsable
de la Gestion
Architecture Ouverte

Guerre et inflation, facteurs de volatilité

Dans une ambiance de calme avant la tempête, les deux premiers mois de l'année ont été témoins du reflux global de l'épidémie de Covid-19 et du variant Omicron. Les indicateurs avancés retrouvaient des niveaux signalant un fort degré d'optimisme des agents économiques. Le marché de l'emploi était bien orienté et, même si l'on observait aux États-Unis de fortes tensions sur les salaires, la normalisation progressive de l'activité et une plus grande fluidité dans les chaînes de production permettaient d'anticiper une baisse prochaine de l'inflation. Les banques centrales pouvaient alors s'engager progressivement, et surtout avec sérénité, dans un nouveau cycle de normalisation monétaire, ce qui entraînait la plus puissante rotation de style au profit de la *Value*(1) observée depuis 2003. L'entrée des troupes russes en Ukraine le 23 février dernier a sévèrement ébranlé ce scénario et provoqué des réactions violentes sur la plupart des marchés.

En bref :

- La guerre en Ukraine a entraîné de très fortes fluctuations sur les marchés boursiers
- Le niveau de l'inflation reste préoccupant, notamment porté par les prix des matières premières énergétiques et agricoles
- Les États-Unis restent dans une dynamique positive, avec un marché du travail en surchauffe et un marché immobilier en forte accélération
- En Chine, les conditions d'accès au crédit ont été assouplies mais le risque de rebond épidémique reste une inquiétude
- Les banques centrales continuent leurs phases de normalisation de politique monétaire

Immédiatement après avoir reconnu l'indépendance des deux républiques pro-russes du Donbass au sein des provinces de Louhansk et de Donetsk, Vladimir Poutine a lancé une offensive à grande échelle à travers l'Ukraine visant à démilitariser le pays, puis à mettre un terme à ses volontés d'adhésion à l'Otan. Dès le 24 février, les gouvernements américain et européens ont annoncé un ensemble de sanctions financières et extra-financières de grande ampleur visant à isoler l'économie russe. Ces sanctions, outre l'impact qu'elles pourraient avoir sur le soutien populaire, militaire et oligarchique dont dispose V. Poutine, auront un effet majeur, bien qu'encore difficile à évaluer, sur la croissance du pays et sur son inflation, le FMI envisageant une baisse du PIB réel russe de près de 10% en 2022. Par ailleurs, l'effet sur les marchés de matières premières a été immédiat, l'Ukraine et la Russie étant de très gros producteurs et exportateurs mondiaux de ressources énergétiques et agricoles. Le pétrole a rapidement bondi de 35% pour atteindre 124 dollars le baril, tandis que le blé s'est apprécié de plus de 45% en quelques jours(2). Sur cette période de fortes tensions qui a couru entre le 23 février et le 8 mars, l'exposition des banques européennes en Russie a particulièrement été sanctionnée avec une chute de plus de 25% de l'indice bancaire européen(2), au même titre que la perte d'exploitation sur le marché russe pour de nombreuses entreprises de la Zone euro, dont l'indice a reculé de plus de 11%(2). Le démarrage de pourparlers entre les deux belligérants en vue d'un cessez-le-feu le 8 mars a cependant déclenché un retournement des marchés, et les indices ont tous rebondi pour afficher en fin de trimestre des performances positives depuis l'invasion de l'Ukraine. L'indice actions mondiales (MSCI World) a affiché une hausse de 3,8% en devises locales et de presque 7% en euros. Les États-Unis ont progressé de 9,5% en

(1) Stratégie Value : 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. Les investisseurs « value » sélectionnent des titres présentant des ratios cours/valeur comptable faibles ou des rendements de dividendes élevés.
(2) Source : Bloomberg, mars 2022.
Les informations contenues dans ce document ne constituent pas un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe.

euros, tandis que l'Europe a retrouvé l'équilibre et que la Zone euro ne s'est inscrite en baisse que de 1%[2].

L'effacement de la quasi-intégralité des pertes subies depuis début mars peut d'abord s'expliquer par le contexte géopolitique et l'éventualité d'un aboutissement du processus de négociation. La baisse sur le prix des matières premières qui a été observée dans l'espoir de cette résolution a permis au risque de stagflation[3] de reculer. Autre facteur de rebond, la Chine, qui en assouplissant les conditions de crédit, a partiellement rétabli la confiance des investisseurs et endigué le mouvement de baisse des indices. Enfin, et de manière paradoxale, l'attitude plus restrictive des banques centrales n'a pas variée malgré la crainte que la guerre en Ukraine ne vienne stopper la croissance. Même si les performances des actifs obligataires se sont fortement contractées sur ce premier trimestre, ce *statu quo* dans la posture des banques centrales a permis de maintenir la confiance des investisseurs au cours de ce sursaut.

Au-delà de ce rebond porté par des espoirs aujourd'hui disparus, nul ne sait quelle sera précisément la durée de ce conflit, ni l'ampleur du choc d'incertitude qu'il porte. Parmi les principaux canaux de déstabilisation de l'économie mondiale, le rôle d'exportateur de l'Ukraine et de la Russie exacerbe les risques de pénuries voire d'interruption de livraisons de matières premières énergétiques et agricoles, et donc de hausses supplémentaires de prix. Le conflit ukrainien vient, à ce titre, amplifier une hausse qui avait démarré l'an dernier, suite au redémarrage de l'économie post-Covid-19. L'alourdissement de la facture énergétique et alimentaire pèsera donc sur le PIB mondial en 2022 et viendra s'ajouter au choc de pouvoir d'achat déjà présent des deux côtés de l'Atlantique. Compte tenu de sa proximité géographique et de sa dépendance commerciale, l'Europe est particulièrement exposée. Le consensus a abaissé sa prévision de croissance du PIB réel de 1,2 point à 2,8% en 2022, et révisé de façon spectaculaire ses prévisions d'inflation de 3,1% à 6,5%[4]. L'Allemagne, exposée à hauteur de 40% à la Russie sur ses importations de gaz, 35% sur le pétrole et 25% sur le nickel et autres importations stratégiques indispensables pour le fonctionnement de l'industrie, est particulièrement fragilisée par le conflit[5]. Mais au-delà de cet effet direct, l'impact réel sur l'économie mondiale reste flou, avec des statistiques incomplètes et influencées par des vents opposés. Alors que la sortie du Covid-19 permet d'entrevoir une reprise industrielle forte, les prix et la confiance des acteurs économiques sont clairement affectés par le conflit mais les données réelles, notamment d'investissement et de consommation, ne renvoient pas encore d'informations tangibles et exploitables.

> « L'impact réel de la guerre sur l'économie mondiale reste flou, avec des statistiques incomplètes et influencées par des vents opposés. »

Les États-Unis restent dans une dynamique très positive, avec un marché du travail toujours en surchauffe et un marché immobilier en très forte dynamique qui amènent la Fed à s'orienter vers une accélération de la remontée de ses taux. L'institution a augmenté ses taux le 16 mars de 25 points de base (pdb) tout en débattant autour de hausses supplémentaires allant de 200 à 350 pdb. Auparavant, la BCE a, contre toute attente, adopté un ton plus ferme sur la base de prévisions d'inflation revues nettement à la hausse, d'une part en confirmant l'arrêt du plan d'urgence PEPP[6] fin mars, et d'autre part en évoquant une possible hausse graduelle des taux après la fin de l'APP[7] au troisième trimestre 2022. La capacité qu'auront les banques centrales à piloter un atterrissage en douceur de l'économie lorsque les premiers signes de modération de l'inflation apparaîtront conditionnera la crainte des marchés face au risque de récession.

À l'inverse des États-Unis, la Chine a multiplié les confinements et a subie à la fois un ralentissement de la consommation ainsi que des perturbations dans la chaîne de production et de livraison. Un des principaux soutiens réside dans la volonté qu'auront les autorités à éviter tout type d'instabilité au cours d'une année d'élections.

(3) Situation économique où le ralentissement de la croissance, parfois la récession, s'accompagne d'une hausse des prix et des salaires.
(4) Source : Consensus Forecast, avril 2022.
(5) Source : Thomson Reuters, avril 2022.
(6) Le Pandemic Emergency Purchase Programme est un programme de politique monétaire de type non conventionnel lancé par la Banque centrale européenne en mars 2020 afin de lutter contre la crise économique liée à la pandémie de Covid-19.
(7) Le Asset Purchase Programme (APP), parfois connu sous son nom français de Programme d'achats d'actifs, est un programme de politique monétaire lancé par la Banque centrale européenne en 2014 afin de lutter contre la crise économique européenne de 2010.

L'indice MSCI World, après avoir perdu jusqu'à 11% depuis son plus haut niveau début janvier, clotûre le trimestre sur une baisse de 2,94% en euros. Les actions américaines, profitant à la fois de leur statut de valeurs refuges en cas de crise et de l'indépendance énergétique des États-Unis, limitent leur recul à 2,34% (S&P 500 en euros), tandis que le MSCI EMU perd 9,37%. Les taux 10 ans américains ont fait une légère incursion à 2,50% avant de se replier à 2,34% en fin de trimestre, tandis que ceux à 2 ans ont poursuivi leur remontée jusqu'à pratiquement conduire à une inversion de la courbe des taux, généralement signe annonciateur d'une récession. En Zone euro, les rendements allemands à 2 ans ont culminé à 0% le 30 mars dernier pour la première fois depuis 2014 sur des anticipations de hausse de taux de la BCE. Les obligations souveraines de la Zone euro perdent 5,28% au premier trimestre, pire performance trimestrielle depuis 2015[8].

Achevé de rédiger le 22 avril 2022

Performances des indices nettes, calculées dividendes réinvestis

Actions	Devise	Cours au 31/03/2022	3 mois	2021	2020	1 an	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	6659,87	-6,89%	28,85%	-7,14%	9,77%	24,47%	30,01%
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	455,86	-6,55%	22,25%	-4,04%	6,11%	20,25%	19,60%
États-Unis (S&P 500)	USD	8348,57	-4,70%	28,16%	17,75%	15,16%	65,64%	104,31%
Japon (Topix)	JPY	1946,40	-2,31%	10,40%	4,84%	-0,39%	22,29%	28,68%
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	1141,79	-7,32%	-4,59%	15,84%	-13,27%	7,91%	19,14%
Monde (MSCI World)	USD	3053,07	-5,53%	20,14%	14,06%	8,58%	44,85%	64,70%
Obligations								
Taux souverains (Markit IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return)	EUR	240,98	-5,28%	-3,45%	5,01%	-6,37%	-0,03%	5,24%
Obligations d'entreprises (Markit IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index)	EUR	228,59	-5,36%	-1,08%	2,73%	-5,66%	-0,96%	3,05%
Obligations à haut rendement (Markit Iboxx EUR Liquid High Yield Index)	EUR	204,86	-4,11%	3,18%	-9,47%	-2,43%	-6,27%	3,20%
Gestion alternative								
Toutes stratégies confondues (HFRX Global Hedge Fund EUR Index)	EUR	1086,63	-1,54%	2,65%	3,00%	0,02%	5,89%	-0,76%

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/03/2022.
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.

(8) Source : Bloomberg, 31/03/2022.

Nos choix d'investissement au 1er trimestre 2022

Reconnaissant le caractère plus élevé et durable de l'inflation, la banque centrale américaine s'est inscrite dans un cycle de resserrement monétaire plus agressif qu'anticipé. Déstabilisés par les conséquences que pourrait avoir un redressement trop brutal des taux sur la croissance de l'économie, les marchés ont débuté l'année sur une note fébrile avant que l'invasion de l'Ukraine par la Russie n'entraîne un vent de panique sur la plupart des marchés d'actions. Une fois passée la sidération devant un tel événement, les marchés ont repris espoir avec la mise en place de négociations pouvant aboutir à un cessez-le-feu rapide.

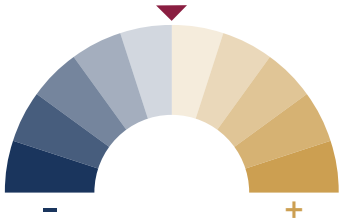
Nous avons positionné le portefeuille en début d'année pour faire face à une montée des tensions sur l'inflation, notamment des matières premières, et des taux. La partie actions était principalement investie sur des supports européens pouvant profiter de la hausse des taux, notamment des valeurs financières, et sur des matières premières énergétiques, notamment par le biais de l'Europe centrale et de la Russie, qui présentait alors des valorisations attractives. Cette stratégie permettait au portefeuille de présenter une performance avant l'invasion de l'Ukraine de -1,3% alors que les taux souverains euro se contractaient de 3,5% et les actions américaines et européennes de près de 10%(1). Nous n'anticipions pas une invasion totale de l'Ukraine, mais plutôt une annexion du Donbass, comparable d'un point de vue militaire à l'épisode de 2014 en Crimée. L'ampleur du choc sur le rouble et sur les actions russes a été très défavorable au portefeuille dans lequel nous avons décidé de valoriser à 0 les actifs détenus sur la zone, dans l'attente d'une réouverture de la bourse russe. Au cours du rebond, nous avons légèrement renforcé la partie américaine du portefeuille en dollars au détriment de la partie européenne, plus sensible au conflit. Sur la partie obligataire, nous sommes restés fortement investis sur les *breakevens*(2) européens et nous avons, tout au long de la période, réduit la partie *Investment Grade*(3), haut rendement(4) et convertibles(5) du portefeuille. Une couverture sur le Bund(6) a été initiée en fin de période.

Performances au 31/03/2022	2022	2021	2020	20019	Performances cumulées depuis la création (21/12/2018)
Afer Premium R EUR	-5,63%	6,42%	8,56%	4,97%	14,45%

Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 31/03/2022

(1) Source : Bloomberg, mars 2022.
(2) Breakeven d'inflation : Le point mort d'inflation est le niveau d'inflation qui équilibre les rendements des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation.
(3) Investment Grade : 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.
(4) High Yield : 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.
(5) Obligation convertible : Une obligation convertible est un titre de créance offrant la possibilité à son détenteur de le convertir en action.
(6) Le Bund correspond à l'obligation émise pour le compte de l'Etat allemand. Cet équivalent de l'OAT française constitue de fait l'une des principales sources de financement des dettes et des déficits allemands.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Le calcul des performances présentées tient compte de l'ensemble des frais et commissions (hors frais du contrat d'assurance vie et de fiscalité).

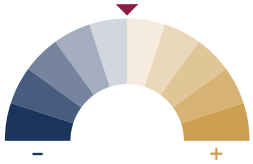
Nos orientations de gestion pour le 2ème trimestre 2022



Degré d'exposition global aux actifs risqués

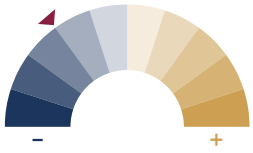
Les marchés vont rester volatils, suspendus à l'évolution du conflit, mais plus encore aux fluctuations de prix des matières premières, qui restent la principale courroie de transmission des conséquences de cette guerre sur les économies développées. Tout dépendra de la hausse du prix du baril de pétrole, de sa durée et de la capacité de l'Europe et des pays émergents importateurs à trouver des sources de substitution. La pression induite par la dynamique restrictive des banques centrales reste également un élément central dans l'allocation des portefeuilles.

Positionnement



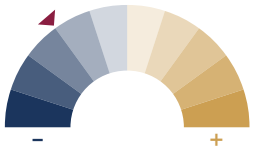
Actions

La politique plus agressive des banques centrales maintient les marchés d'actions sous pression. Les opportunités qui découlent des corrections constatées sur les valorisations nécessitent une grande sélectivité. Les États-Unis disposent à court terme d'un potentiel de surperformance lié à la poursuite du conflit en Ukraine. Les secteurs les plus exposés aux pénuries de main-d'œuvre resteront sous pression. En Europe, les entreprises de qualité peu exposées aux matières premières et disposant d'un *pricing power*(1) élevé, ainsi que les valeurs susceptibles de bénéficier de la hausse des taux sont à privilégier au détriment des valeurs très consommatrices d'énergies et aux entreprises exposées aux approvisionnements russes. Les actions chinoises sont toujours pénalisées par les contraintes sanitaires et à la multiplication des fermetures de villes entières. Face au coût économique élevé et aux manifestations de la population, le gouvernement assouplit sa politique de restrictions. Une levée de ces dernières constituerait un catalyseur de performance important.



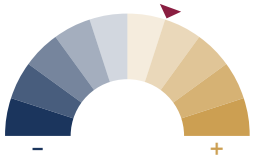
Taux

Avec une politique monétaire temporairement restrictive, la Fed veut limiter la croissance pour contenir l'inflation. Il nous semble raisonnable de tabler sur une Fed agressive en 2022. La remontée des taux longs devrait être alimentée par une moindre demande des banques centrales "au profit" des investisseurs privés. Nous restons très sous-pondérés sur la classe d'actifs, tant aux États-Unis qu'en Europe. Les *breakevens*(2) restent attractifs dans l'attente d'un apaisement des tensions géopolitiques et du pic du prix sur le pétrole.



Crédit

La tendance clairement haussière sur les taux souverains et la diminution du soutien des banques centrales va continuer de peser sur la classe d'actifs. La stabilisation du conflit ukrainien pourrait contribuer à une stabilisation du mouvement et le soutien des États, limiter le risque de défaut. Offrant un meilleur portage, le haut rendement(3) devrait aussi profiter d'un apaisement des tensions géopolitiques.



Actifs réels

Après le fort rallye observé depuis le début de l'année, du fait du conflit russo-ukrainien et de la stratégie 0-Covid en Chine, les prix des matières premières restent à un niveau élevé. Le discours de la banque centrale américaine maintient des anticipations de hausses de taux élevées, ce qui favorise le dollars.

(1) Pricing power se traduit par pouvoir de fixer les prix.
(2) Breakeven d'inflation : Le point mort d'inflation est le niveau d'inflation qui équilibre les rendements des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation.
(3) *High Yield* : 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.
(4) *Investment Grade* : 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. Les informations/opinions/données contenues dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment. Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management Europe, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. 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. Investir implique des risques : les valeurs des mandats sont soumises aux fluctuations du marché, les investissements réalisés peuvent donc varier tant à la baisse qu'à la hausse. Par conséquent, les adhérents aux mandats peuvent perdre tout ou partie de leur capital investi. Il appartient à toute personne intéressée par les mandats, 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 mandat. 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. 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 aucun 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'exhausivité, 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 9 pays en Europe, nous gérons plus de 23 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com