



2^{ème} trimestre 2022

Note de Conjoncture



Marc Terras
Responsable
de la Gestion
Architecture Ouverte

La persistance de l'inflation déstabilise les banques centrales

Rarement au cours des dernières décennies, l'économie mondiale ne s'était retrouvée face à une telle accumulation de vents contraires. L'épidémie de Covid-19 entrave depuis 2020 le commerce mondial. Le choc d'offre qui en a résulté s'est conjugué au redémarrage de l'économie et au dynamisme de la demande qui rapidement ont généré de fortes tensions inflationnistes et mené à une crise énergétique majeure.

Cette crise s'est amplifiée lorsque la Russie a envahi l'Ukraine, créant des tensions sur les prix des matières premières agricoles et énergétiques, et menant l'inflation à des niveaux qui n'avaient plus été atteints depuis les crises de 1974 et de 1980. Grâce à des conditions financières encore accommodantes, à un marché de l'emploi solide, à l'épargne accumulée au cours de l'année 2020 et à des bilans sains, ménages et entreprises ont pu maintenir la croissance mondiale à flot. Néanmoins, la tendance ne semble pas tenable et à horizon 2023, la croissance, notamment aux États-Unis et en Europe, devrait se rapprocher dangereusement de la vitesse de calage. L'impact de l'inflation et du resserrement monétaire sont au cœur des débats et inquiètent les investisseurs dans un contexte hors norme, qui contribue à l'incertitude.

L'évolution de l'inflation dépend de très nombreux facteurs pour lesquels la visibilité est, aujourd'hui, réduite. Parmi eux, le prix des matières premières énergétiques, qui contrairement aux prix des matières premières industrielles et alimentaires, reste sur des niveaux élevés et fragilise l'équilibre économique mondial. Alors que l'offensive russe en Ukraine se poursuit, les sanctions économiques imposées par les États-Unis se poursuivent et affaiblissent la santé économique de la Russie. Que ce soit pour obtenir la levée d'une partie de ses sanctions au terme du conflit, ou en représailles de l'impact de ces dernières, il n'est pas inconcevable que Vladimir Poutine décide de priver l'Europe de ses importations de matières premières russes, au premier rang desquelles le gaz. Au-delà d'un possible rationnement évoqué par plusieurs économistes avant l'hiver prochain, la substitution qui serait mise en place par l'Europe nécessiterait des investissements en infrastructures conséquents et prendrait un temps au cours duquel

En bref :

- De fortes tensions sur les prix des matières premières
- L'inflation se maintient sur des niveaux élevés
- Les banques centrales se voient contraintes de réviser leur politique monétaire
- La probabilité d'une récession tend à se concrétiser
- Les prévisions de croissance de part et d'autre de l'Atlantique sont revues à la baisse

les répercussions sur les prix payés par les ménages et les entreprises seraient rapidement et fortement réévaluées, au même titre que l'impact négatif sur l'activité européenne et globale.

Parmi les autres éléments d'incertitude, le revirement des banques centrales vers une politique restrictive est susceptible de durer et de provoquer une récession, voire, de s'accompagner d'une confiscation du surcroît de liquidités. Une situation intenable pour l'économie mondiale de nature à engendrer une dépression financière. Alors que nous pouvions encore anticiper, en début d'année, une normalisation progressive et sereine des taux et du niveau des liquidités en circulation, l'invasion de l'Ukraine a renforcé les tensions inflationnistes et alimenté leur diffusion à l'ensemble de l'économie, finissant par provoquer des demandes de revalorisations salariales et l'enclenchement de spirales prix-salaires. Les banques centrales n'ont pu que constater leur erreur



d'appréciation quant au côté provisoire des hausses de prix et ont acté le retard d'ajustement de leurs taux directeurs à des niveaux adaptés. Dès lors, elles ont fait de l'ancrage des anticipations d'inflation leur priorité et se sont dites prêtes à sacrifier une certaine part de croissance pour y parvenir, quitte à connaître une brève période de récession. Hormis en Chine et au Japon, le rythme de normalisation monétaire et de réduction de la liquidité a donc accéléré, et a lourdement pesé sur le resserrement des conditions financières, que ce soit par le biais des actions, des taux ou encore du crédit. Alors que la plupart des données économiques attestent encore d'une bonne résistance de l'activité industrielle mondiale et de la consommation, et que le marché du travail reste solide et ne montre pas encore de dégradation, c'est au niveau du moral des ménages et des entreprises que le fléchissement inquiète et suggère une prochaine dégradation des indicateurs. Les ménages sont assez logiquement marqués par les prix des biens de consommation courante (alimentation, carburant), tandis que les entreprises, optimistes jusqu'ici, subissent encore les tensions sur les chaînes de production et de livraison mondiale, la hausse du prix des intrants et le resserrement des conditions financières.

De façon inhabituelle, les déclencheurs des précédentes récessions s'installent dans le paysage avec une simultanéité inquiétante. Le marché de l'immobilier entame logiquement son retournement à la suite de la hausse des taux hypothécaires, l'énergie voit ses prix se maintenir à des niveaux élevés et le resserrement monétaire accélère partout dans le monde, impactant les conditions financières de façon marquée. La plupart des économistes révisent logiquement à la baisse leurs prévisions de croissance qui, aux États-Unis et en Europe, se rapproche de la vitesse de calage et donc d'un possible retournement de cycle. L'excès d'épargne des ménages et la

“ L'Histoire a montré que la Banque centrale américaine avait systématiquement échoué dans ses tentatives de lutte contre l'inflation sans provoquer de récession. ”

bonne santé des entreprises, au même titre que la résilience des données économiques, permettent aux banques centrales d'assumer leur posture et de faire de l'inflation leur priorité. Alors que l'Histoire a montré que la Banque centrale américaine avait systématiquement échoué dans ses tentatives de lutte contre l'inflation sans provoquer de récession de l'économie, les marchés s'interrogent aujourd'hui sur la réaction qu'aura l'Institution monétaire lorsque les premiers signes tangibles de ralentissement conjoncturel apparaîtront. La baisse de l'inflation *core*⁽¹⁾ plus tard dans l'année suivi d'un reflux plus net en 2023, au même titre qu'une hausse du chômage à partir de la fin de l'été, pourraient permettre au Président de la Fed de ralentir le rythme de resserrement et de redonner un peu d'oxygène aux marchés.

Achevé de rédiger le 8 juillet 2022

(1) Inflation *core* : inflation dont on a retiré certains éléments fluctuants, tels que les produits agricoles ou énergétiques.



Performances des indices nettes, calculées dividendes réinvestis

Actions	Devise	Cours au 30/06/2022	3 mois	2021	2020	1 an	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	5 922,86	-11,07%	28,85%	-7,14%	-8,99%	6,93%	15,67%
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	407,20	-10,67%	22,25%	-4,04%	-10,08%	5,80%	7,34%
États-Unis (S&P 500)	USD	3 785,38	-16,45%	26,89%	16,26%	-11,92%	28,68%	56,20%
Japon (Topix)	JPY	1 870,82	-3,88%	10,40%	4,84%	-3,74%	20,61%	16,06%
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	1 000,67	-12,36%	-4,59%	15,84%	-27,20%	-5,14%	-1,00%
Monde (MSCI World)	USD	2 546,19	-16,60%	20,14%	14,06%	-15,61%	16,89%	32,86%
Obligations								
Taux souverains (Markit IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return)	EUR	223,19	-7,38%	-3,45%	5,01%	-12,70%	-10,44%	-3,05%
Obligations d'entreprises (Markit IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index)	EUR	211,54	-7,46%	-1,08%	2,73%	-12,94%	-10,31%	-4,97%
Obligations à haut rendement (Markit Iboxx EUR Liquid High Yield Index)	EUR	185,00	-9,69%	3,18%	-9,47%	-13,03%	-17,77%	-14,26%
Gestion alternative								
Toutes stratégies confondues (HFRX Global Hedge Fund EUR Index)	EUR	1 040,98	-4,20%	2,65%	3,00%	-6,22%	1,31%	-5,21%

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/06/2022.
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.



Nos choix d'investissement au 2^{ème} trimestre 2022

Le trimestre a, dans un premier temps, été influencé par les craintes de relèvement de taux par la Banque centrale américaine, qui a décidé d'accélérer le mouvement de normalisation face à l'ampleur des poussées inflationnistes. Les taux se sont fortement tendus jusqu'à ce que les marchés d'actions commencent à intégrer des risques, de plus en plus importants, de récession. Les prix des emprunts souverains ont alors amorcé un rebond, profitant de leur statut de valeur refuge au détriment des actions et autres emprunts à risque qui ont décroché en fin de période, notamment en Europe, alors que la baisse a été plus régulière aux États-Unis. En dépit de quelques rares renforcements tactiques au cours des mois de mai et à la fin juin, le portefeuille a plutôt fait l'objet d'allègements et de prises de bénéfices tout au long de la période. Concernant les actions américaines, les principaux allègements ont été réalisés sur des valeurs de croissance non profitable en début de période au profit de fonds "Blend"⁽¹⁾ et "Value"⁽²⁾. La partie européenne est restée concentrée sur les titres sous valorisés ainsi que sur l'énergie, ce secteur ayant été allégé lors du renforcement des craintes de récession. La partie obligataire est restée peu investie tout au long de la période, compte tenu de la faible attractivité des classes d'actifs les plus risquées. Les positions ont été essentiellement concentrées sur les *breakeven*⁽³⁾ d'inflation qui ont également été allégés en fin de période. La partie non cotée croît de façon progressive, avec un souci de diversification toujours soutenu. L'attrition de la liquidité justifie également une approche momentanément plus prudente sur la classe d'actifs.

Performances au 30/06/2022	2022	2021	2020	2019	Performances cumulées depuis la création (21/12/2018)
Afer Premium R EUR	-10,51%	6,42%	8,56%	4,97%	8,54%

Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/06/2022



(1) Stratégie de gestion qui consiste à ne pas privilégier, a priori, les valeurs value ou les valeurs de croissance.

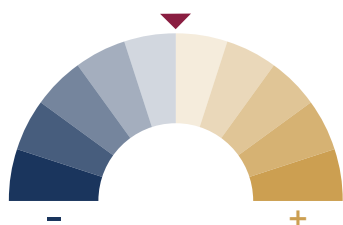
(2) On parle de stratégie "value" lorsque l'investisseur recherche des sociétés sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire, dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise. Les investisseurs « value » sélectionnent des titres présentant des ratios cours/valeur comptable faibles ou des rendements de dividendes élevés.

(3) Le point mort d'inflation est le niveau d'inflation qui équilibre les rendements des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation.

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).



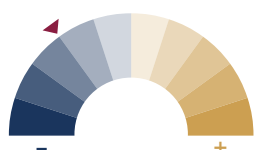
Nos orientations de gestion pour le 3^{ème} trimestre 2022



Degré d'exposition global aux actifs risqués

Les marchés d'actifs risqués souffrent des craintes sur l'ampleur du ralentissement de l'économie tandis que les premiers chiffres faisant état d'un fléchissement dans le cycle apparaissent. Alors qu'ils estimaient jusqu'ici que les banques centrales restaient contraintes d'agir face au report du pic d'inflation et à la résilience de l'économie, le barycentre⁽¹⁾ de l'inquiétude s'est déplacé vers la croissance et des risques de récession de plus en plus marqué. Dans un environnement qui devrait rester très volatil⁽²⁾, les chiffres relatifs à l'inflation et à l'emploi seront particulièrement scrutés afin d'éclaircir la situation sur la posture de la banque centrale américaine. Bien que les résultats du deuxième trimestre puissent apporter un peu d'optimisme avec de meilleures révisions qu'attendu, et que les valorisations atteintes puissent mener à des rebonds marqués, nous restons prudents dans cette phase au cours duquel les investisseurs vont être confrontés à la dégradation des données macroéconomiques.

Positionnement



Actions

Nous considérons dans une communication récente que le marché, pour se stabiliser, devait être rassuré quant à l'absence d'escalade au niveau de la pandémie, de la guerre en Ukraine et, au-delà du pic, de la vitesse à laquelle l'inflation reviendrait à un niveau acceptable. Si la situation sanitaire en Chine s'améliore et permet une réouverture progressive de l'économie, il nous semble que le risque sur les matières premières énergétiques lié au conflit en Ukraine et le fait que l'inflation et les anticipations inflationnistes restent au centre des préoccupations des banques centrales doivent nous amener à rester prudent sur les actions. Le niveau d'exposition⁽³⁾ reste donc relativement faible, principalement concentré sur l'Europe au détriment des États-Unis, pour profiter d'une moindre exposition aux valeurs de croissance⁽⁴⁾. La Chine est aussi bien représentée dans les portefeuilles compte tenu de la relance en cours dans un pays qui s'engage progressivement dans une réouverture de son économie. Des prises de bénéfices ont été réalisées sur le secteur de l'énergie.



Taux

Nous relevons progressivement les couvertures sur la partie emprunts d'États qui pourrait profiter d'un "flight to quality"⁽⁵⁾ à mesure que les données économiques attestent de l'enclenchement du retournement de cycle. Les marchés anticipent compte tenu de la violence des resserrements en cours des baisses de taux sur la seconde partie de l'année 2023. D'ici là, après 150 points de base (pdb) de hausse depuis le début de l'année, la banque centrale américaine devrait continuer de resserrer de 50 pdb ou 75 pdb lors de la réunion de juillet avec un objectif toujours supérieur aux 3% pour les Fed Funds⁽⁶⁾. Des bénéfices ont été pris sur les *breakeven*⁽⁷⁾ d'inflation.



Crédit

A l'instar des actions, le crédit a été marqué par la prise en compte du risque récessif. Les *spreads*⁽⁸⁾ se sont écartés tant sur le crédit *Investment Grade*⁽⁹⁾ que sur le haut rendement. Nous sommes restés très peu investis sur ces classes d'actifs tout au long de la période écoulée. Au regard des niveaux de *spreads* atteints, le potentiel d'appréciation de l'*Investment Grade* commence à nous sembler attractif, et nous pourrions prochainement nous repositionner de façon progressive.



Actifs réels

Le conflit russo-ukrainien et la stratégie "zéro Covid" en Chine maintiennent les prix des matières premières à un niveau élevé. Le discours des banques centrales dans les pays développés maintient les anticipations de hausses de taux sur des niveaux élevés, et tend à favoriser le dollar. Toutefois, le potentiel d'une baisse supplémentaire de l'euro semble limité.



(1) Point de concentration d'un ensemble de vecteurs.

(2) Mesure de l'amplitude des variations du cours d'un actif financier.

(3) Degré et direction d'investissement du fonds dans le marché. L'exposition est calculée sur les actifs bruts ou nets.

(4) Les valeurs défensives sont relativement peu corrélées aux cycles économiques. Elles se révèlent peu sensibles aux variations conjoncturelles.

(5) Situation de crise où les investisseurs cherchent à vendre des actifs jugés risqués pour acheter des actifs de qualité, jugés plus sûrs.

(6) Fonds déposés par les banques commerciales ou autre institution financière répondant à des exigences de réserves obligatoires auprès des Réserves fédérales régionales.

(7) Le point mort d'inflation est le niveau d'inflation qui équilibre les rendements des obligations nominales et des obligations indexées sur l'inflation.

(8) Le spread désigne l'écart de rendement entre une obligation et un emprunt de maturité équivalente considéré comme "sans risque".

(9) 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.

(10) 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.



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 réglementaires 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 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 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