



3<sup>ème</sup> trimestre 2022

# Note de

# Conjoncture



**Marc Terras**  
Responsable  
de la Gestion  
Architecture Ouverte

## Une inflation qui résiste aux politiques restrictives des banques centrales

Ce troisième trimestre a confirmé le côté extraordinaire de cette année 2022 avec des marchés en baisse marquée aussi bien sur les actions que les obligations, des ajustements économiques violents, une inflation qui a atteint des niveaux inédits sur ces 30 dernières années, et des banques centrales qui sont aujourd'hui les actrices principales des changements de caps économiques et financiers que nous connaissons.

A l'instar des premiers mois de l'année, la volatilité est restée sur des niveaux élevés, avec en début de période, l'espoir d'un changement de politique monétaire et d'un atterrissage en douceur de l'économie qui a laissé la place dès la mi-août à des craintes de récession mondiale, avec la réaffirmation de la volonté sans faille des banques centrales à lutter contre l'inflation, quel qu'en soit le prix en termes de croissance.

Si la situation sanitaire mondiale et la résorption des déséquilibres dans les chaînes d'approvisionnement sont des éléments d'apaisement, les tensions inflationnistes liées plus spécifiquement aux prix de l'énergie en Europe et à l'accélération de la spirale prix/salaires aux États-Unis, sont restées au centre des préoccupations des investisseurs.

L'Europe demeure confrontée à une crise énergétique sans précédent, liée principalement au conflit en Ukraine. Après l'orchestration en grande pompe par Vladimir Poutine de la signature du rattachement à la Russie de quatre régions d'Ukraine, et le refus du Président Zelensky de négocier avec son homologue russe, l'hypothèse d'un cessez-le-feu et d'un début de véritables négociations semble encore loin. Un conflit durable, sans issue favorable à court terme, favorise pour le maintien d'une prime de risque sur le prix des matières premières et amène l'Europe à accélérer sa recherche d'alternatives pour ses approvisionnements.

En dépit de la reconstitution de 90%<sup>(1)</sup> de ses stocks de gaz, réalisée grâce aux importations de Gaz Naturel Liquéfié (GNL) russes et américaines, les prix de l'énergie devraient rester élevés et l'ampleur

### En bref :

- Des tensions inflationnistes au cœur des préoccupations des investisseurs
- L'éventualité d'une entrée en récession tend à se concrétiser
- Une estimation de la croissance mondiale pour 2023 toujours fragile
- Prudence vis-à-vis des marchés d'actions et d'obligations
- Les prémices des effets des politiques restrictives des banques centrales

du choc sur la croissance européenne dépendra de plusieurs facteurs. Le scénario optimiste prévoit, d'une part, la capacité de la Zone à mettre en place des solutions d'approvisionnement alternatives au gaz russe à un moment où le rythme d'importation de GNL américain semble difficilement tenable, d'autre part à appliquer son plan de réduction de consommation de gaz de 15% pour couvrir la consommation "habituelle" de l'Europe. Par ailleurs, ce scénario sous-entend l'absence de rupture d'approvisionnement de pétrole russe en dépit de l'annonce de nouvelles sanctions, ainsi qu'une bonne dose de chance pour éviter le scénario noir d'un hiver rigoureux. L'inflation, qui dépasse aujourd'hui le strict cadre énergétique, a atteint sur la période 9,1% pour les prix à la consommation, nombre de pays de la zone dépassant à présent les 10%<sup>(2)</sup>.

(1) Source : Commission Européenne au 25/07/2022.

(2) Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/09/2022.

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.



L'inflation totale américaine s'est quant à elle affichée à 8,2% après un pic à 9,1% en juin, alors que l'inflation, hors alimentation et énergie, a poursuivi sa progression à 6,3%, montrant une diffusion plus large des hausses de prix à de nombreux secteurs, notamment dans les services. Le marché du travail reste caractérisé par des hausses de salaire importantes qu'octroient les entreprises qui ne parviennent, ni à recruter, ni à conserver les employés. Même si les toutes dernières enquêtes montrent un léger fléchissement dans l'accélération des salaires, les niveaux atteints restent incompatibles avec la stabilité des prix, puisque les entreprises répercutent ces hausses sur les prix. Le nombre de chômeurs reste, par ailleurs, bien inférieur à celui des ouvertures de postes, ce qui justifie aux yeux de la banque centrale américaine une poursuite de son action pour ralentir la croissance et finir par peser sur le marché du travail.

Dans ce contexte, les banques centrales n'ont eu d'autre choix que d'appuyer leur mouvement de durcissement monétaire et de réaffirmer leur volonté de poursuivre un resserrement d'ampleur, rapide et durable pour éviter de subir les conséquences quasi-irréversibles d'un désencrage des anticipations d'inflation. La Fed, a par conséquent, augmenté ses taux directeurs de 1,75% à 3,25% au cours de trimestre.

Si les anticipations d'inflation ont sensiblement baissé, la réduction des tensions sur le marché du travail est encore trop limitée. L'Institution se dit néanmoins satisfaite de l'évolution économique de ces dernières semaines et pourrait ralentir le rythme de hausse des taux avant d'atteindre son objectif en début d'année prochaine.

En Europe, la facture énergétique devrait continuer d'augmenter et de peser sur la confiance et le pouvoir d'achat des ménages. Si cette évolution va dans le sens de l'objectif de la banque centrale, le niveau de progression des salaires renforce le risque d'accélération des prix dans les services, et le maintien d'une inflation sous-jacente durablement au-dessus de l'objectif de la BCE. Alors qu'elle a augmenté ses taux de 0% à 1,25% au cours de ses deux dernières réunions, l'Institution devrait poursuivre sa politique restrictive jusqu'à la moitié de l'année prochaine.

Ce resserrement généralisé des politiques monétaires, qui vise à peser sur la demande et à inverser l'évolution des prix, est le facteur principal du ralentissement à venir de la croissance mondiale. Comme l'indique la plupart des indicateurs avancés, le ralentissement économique a déjà débuté à cause de l'inflation qui affecte le moral

“ Les tensions inflationnistes sont restées au centre des préoccupations des investisseurs... ”

et la consommation des ménages, de la réduction de la demande qui pèse sur les carnets de commandes et amène les entreprises à différer leurs investissements et, plus globalement, du ralentissement de la demande mondiale dont la Chine est l'un des principaux acteurs. En dépit des aides budgétaires qui devraient limiter la chute de l'activité, les perspectives de croissance ont été revues à la baisse par l'ensemble des instituts de prévisions, l'OCDE abaissant à 3% ses perspectives pour 2022 et 2,2% pour 2023. Dans ce cadre, les États-Unis ralentiraient pour atteindre les 0,5% en 2023, légèrement plus que la zone Euro à 0,3%.

Après avoir connu une baisse violente qui restera dans l'histoire tant sur les actions que sur les taux, les marchés se sont redressés en début de trimestre grâce à l'espoir d'un ralentissement, voire même d'un retournement dans le cycle de hausse de taux des banques centrales. Des résultats trimestriels au-dessus des attentes ont également permis aux marchés d'actions de progresser entre +10 et +15% et aux marchés obligataires de près de 5% avant que le chiffre d'inflation américain du mois d'août ne les rappelle à la réalité. Après un pic trimestriel atteint autour du 15 août dernier, le retour de la crainte d'une récession profonde et durable, provoquée par la motivation sans faille des banques centrales à resserrer leurs taux, a eu un impact violent sur les primes de risques obligataires et sur la valorisation des actions. En devises locales, l'indice américain termine le trimestre à -5%<sup>(3)</sup>, un point en-dessous du MSCI Europe. Les indices IBoxx souverain et corporate terminent respectivement le trimestre à -5,1% et -3,1%<sup>(3)</sup>. Le dollar a continué à s'apprécier pour terminer le trimestre à 0,98 contre euro soit une hausse de 6,5% sur le trimestre<sup>(3)</sup>.

Achevé de rédiger le 18 octobre 2022

(3) - Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/09/2022.



## Performances des indices nettes, calculées dividendes réinvestis

Actions	Devise	Cours au 30/09/2022	3 mois	2021	2020	1 an	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	5 762,34	-2,71%	28,85%	-7,14%	-11,62%	1,49%	8,12%
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	387,85	-4,75%	22,25%	-4,04%	-14,72%	-1,35%	-0,08%
États-Unis (S&P 500)	USD	3 585,62	1,23%	28,16%	17,75%	-0,06%	39,28%	83,43%
Japon (Topix)	JPY	1 835,94	-1,50%	10,40%	4,84%	-16,84%	-3,58%	3,26%
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	875,79	-5,78%	-4,59%	15,84%	-14,61%	4,92%	10,56%
Monde (MSCI World)	USD	2 378,65	-0,46%	20,14%	14,06%	-6,03%	21,88%	44,00%
<b>Obligations</b>								
Taux souverains (Markit IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return)	EUR	211,87	-5,07%	-3,45%	5,01%	-17,16%	-18,08%	-8,51%
Obligations d'entreprises (Markit IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index)	EUR	204,90	-3,14%	-1,08%	2,73%	-15,74%	-14,22%	-8,98%
Obligations à haut rendement (Markit Iboxx EUR Liquid High Yield Index)	EUR	184,49	-0,28%	3,18%	-9,47%	-13,74%	-15,50%	-18,46%
<b>Gestion alternative</b>								
Toutes stratégies confondues (HFRX Global Hedge Fund EUR Index)	EUR	1 039,40	0,12%	2,65%	3,00%	-5,79%	0,99%	-6,22%

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/09/2022.

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 3<sup>ème</sup> trimestre 2022

Le trimestre a été marqué par un début de période portée par l'espoir d'un changement de politique monétaire et d'un atterrissage en douceur de l'économie. Cette phase de rebond, de forte ampleur, s'est interrompue à la mi-août lorsque les banques centrales ont réitéré leur volonté de briser l'inflation en maintenant durablement une politique monétaire restrictive. Après avoir, sur la première moitié de la période, renforcé l'exposition action du portefeuille à l'aide principalement de futures EuroStoxx et de trackers bancaires, nous avons réduit de façon marquée cette exposition en couvrant dès la seconde moitié du mois d'août une partie de l'exposition en actions européennes (environ 5%), et en réduisant l'exposition aux actions euro value (R-Co Conviction Equity Value Euro), de croissance européenne (Digital Stars Europe) et asiatiques (91 GSF et Morgan Stanley Asian Opportunities). La partie obligataire est restée peu investie tout au long de la période. Les positions sont restées essentiellement concentrées sur les obligations indexées sur l'inflation. L'attrition de la liquidité justifie une approche momentanément plus prudente sur les actifs non cotés.

Performances au 30/09/2022	2022	2021	2020	2019	Performances cumulées depuis la création (21/12/2018)
Afer Premium R EUR	-12,73%	6,42%	8,56%	4,97%	5,85%

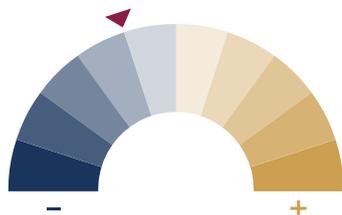
Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/09/2022



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).



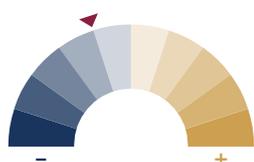
# Nos orientations de gestion pour le 4<sup>ème</sup> trimestre 2022



## Degré d'exposition global aux actifs risqués

La communication agressive des banques centrales depuis le début de l'année et la remontée des taux réels<sup>(1)</sup> ont logiquement pénalisé les actifs. Alors que les marchés perçoivent la fin du cycle de taux aux États-Unis, le barycentre de l'inquiétude se déplace progressivement vers la croissance et des risques de récession de plus en plus marqués, avec à la clé une dégradation forte des résultats d'entreprises et de leurs marges. Nombre d'indicateurs de sentiment et de positionnement reflètent le pessimisme extrême d'une grande partie des investisseurs, ce qui traditionnellement ouvre la voie à des rebonds parfois violents. Au-delà d'un rallye<sup>(2)</sup> tactique qui pourrait être porté par de bonnes surprises lors de la publication des résultats du troisième trimestre, il nous semble cohérent de rester globalement prudent dans des portefeuilles qui resteront sensibles à une accélération additionnelle de l'inflation, à de l'incertitude sur le comportement des banques centrales après le pic des taux, et au constat d'un creux conjoncturel marqué.

## Positionnement



### Actions

Les actions voient leurs valorisations se corriger depuis le début de l'année à cause de la remontée brutale des taux réels et de la communication agressive des banques centrales. Il est à présent logique que l'entrée en phase de ralentissement de l'économie mette sous pression les révisions bénéficiaires des entreprises pour 2023. La baisse des valorisations offre une protection relative en cas d'ajustement des résultats, mais nous gardons à l'esprit que les obligations offrent à présent un rendement attractif qui pourra peser sur les actions en cas de montée de l'aversion pour le risque. Nous n'avons pas de préférence nette entre les actions américaines et européennes. Ces dernières présentent une décote liée au risque de fragmentation de la zone et à sa sensibilité plus forte à la hausse des prix de l'énergie, tandis que les États-Unis, mieux armés pour résister à une dégradation de la conjoncture, ont une composition sectorielle (poids des valeurs technologiques) très sensible à la hausse des taux réels. Le niveau atteint par le dollar et une communication moins agressive de la Fed dans les mois à venir nous pousseront à être prudent sur les actifs américains. Nous favorisons globalement la *value*<sup>(3)</sup> par rapport à des valeurs de croissance plus sensibles au contexte de taux, ainsi que les grandes valeurs, plus liquides et disposant d'un meilleur "pricing power"<sup>(4)</sup>.



### Taux

Plus que le point haut de l'inflation, c'est la vitesse à laquelle les prix vont revenir à des niveaux jugés acceptables par les banques centrales qui conditionneront la politique monétaire de ces dernières. Alors que les récentes déclarations vont dans le sens d'une volonté de maintenir durablement ces politiques restrictives, nous préférons rester sous-investis sur les emprunts d'États, en dépit d'un portage redevenu plus attractif.



### Crédit

À l'instar des actions et des emprunts d'États, les obligations de crédit ont connu une seconde partie de trimestre difficile dans le sillage de la hausse des emprunts d'États. Les portages redeviennent attractifs, mais le potentiel de perte de la classe d'actif reste important en cas de dégradation marquée de la croissance. La réduction de la taille des bilans dans laquelle s'engagent les banques centrales au cours de prochains mois est également un détracteur fort à un bon comportement de la classe d'actifs. Nous restons également attentifs, notamment en Europe, à l'impact qu'aurait une dégradation marquée de la conjoncture sur la qualité du crédit et le nombre de défauts.



### Actifs réels

Avec le conflit russo-ukrainien qui perdure, la réduction de la production de pétrole décidée par l'OPEP+ et la stratégie Zéro-Covid qui est maintenue en Chine, les tensions sur les prix des matières premières restent fortes. Il est dès lors trop difficile pour que les banques centrales des pays développés de changer de discours. Les taux directeurs vont donc continuer à monter significativement, maintenant probablement le dollars à un niveau élevé.



(1) Taux réel : Taux nominal corrigé du taux d'inflation et de la prime de risque.

(2) Rallye : Un Rallye boursier est une période de hausse marquée pour un sous-jacent ou un secteur.

(3) Value : 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.

(4) Pricing Power : Expression anglo-saxonne désignant la capacité d'une entreprise ou d'une marque à augmenter ses prix, sans que cela n'affecte la demande pour ses produits ou ses services.



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