



2<sup>ème</sup> trimestre 2023

# Note de Conjoncture



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

## Une hausse des marchés en trompe l'œil ?

Après les sévères turbulences qu'ont connues les principaux indices lors de la propagation mondiale du Covid-19 en 2020, ou avec l'invasion de l'Ukraine en mars dernier, les marchés ont réalisé un beau parcours, marqué également par une baisse sensible de la volatilité.

En dépit de la persistance des craintes de récession, de la crise bancaire du mois de mars, mais aussi de l'euphorie boursière qu'ont alimenté les valeurs technologiques américaines, l'indice VIX<sup>(1)</sup> a retrouvé ses niveaux pré-pandémie. Cette atonie relative cache, pour autant, de fortes dispersions sectorielles, au même titre qu'une très faible corrélation entre valeurs d'un même indice. La seconde partie de l'année s'ouvre donc avec une très faible visibilité sur les perspectives économiques, qu'entretiennent une inflation sous-jacente qui reste sur des niveaux élevés, la remontée des taux qui se poursuit et dont les effets économiques devraient à présent pleinement se faire sentir, et un début de dégradation plus marquée des indicateurs économiques.

Parmi les principales surprises qui ont conditionné l'orientation des marchés au cours de ce premier semestre, la croissance mondiale a démontré une forte résilience et mis à mal la plupart des scénarios publiés en début d'année. D'après les dernières prévisions de la Banque Mondiale<sup>(2)</sup>, la croissance dans les économies avancées devrait éviter de basculer en territoire négatif, passant de 2,6 % en 2022 à 0,7 % en 2023. Les États-Unis devraient ralentir à 1,1 % et la Zone euro à 0,4 %. En excluant la Chine, les pays émergents devraient, quant à eux, voir leur croissance ralentir à 2,9 % cette année contre 4,1 % l'année dernière, pour porter la croissance mondiale à 2,1 % contre 3,1 % l'an dernier<sup>(3)</sup>.

Alors que le secteur manufacturier a souffert de l'augmentation des coûts et de la baisse de la demande, le secteur des services a remarquablement bien résisté, grâce à la vigueur du marché du travail et à l'épargne accumulée depuis 2020. Au cours de ce premier semestre, les valeurs technologiques liées au thème de l'intelligence artificielle ont également été un soutien fort, en suscitant un mouvement acheteur à la fois durable et puissant. Les questions qui se posent légitimement autour de la contribution de ces quelques valeurs – les 7 plus grandes valeurs de la cote américaine (Apple, Microsoft, Amazon, Google, Meta, Nvidia et Tesla) sont à l'origine d'environ 85 %

### En bref

- Les marchés ont enregistré des résultats solides avec une baisse sensible de la volatilité
- L'inflation sous-jacente reste élevée et les indicateurs macroéconomiques continuent de se dégrader
- Dans ce contexte, la croissance mondiale fait preuve de résilience<sup>(3)</sup>
- Les secteurs des services résistent depuis le début de l'année quand le secteur manufacturier souffre de l'augmentation des coûts et de la baisse de la demande
- La hausse des marchés a été marquée par une forte dispersion sectorielle
- Les valeurs technologiques se sont particulièrement démarquées au cours du dernier trimestre

de la hausse du S&P 500 depuis le début de l'année – trouvent encore aujourd'hui un écho favorable, fondé sur la correction forte de ces mêmes valeurs en 2022 et par la rentabilité et la solidité de ces sociétés.

La hausse de la plupart des marchés en début d'année ne s'est cependant pas faite sans encombre et a été perturbée par de nombreux vents contraires qui, au-delà de l'indécision et du manque de convictions qu'ils ont provoqué chez les investisseurs, restent d'actualité. D'abord, la levée de la politique zéro-Covid en Chine a entraîné de grands espoirs quant à la reprise de la croissance du pays. La déception a rapidement été à la hauteur des attentes, et des indicateurs comme le niveau de confiance des entreprises, une production industrielle particulièrement faible, les ventes de détail ou la croissance des importations, ont montré l'incertitude qui accompagnait le faible sursaut du pays.

(1) VIX est le diminutif de 'Chicago Board Options Exchange Volatility Index'. Il s'agit d'un instrument de mesure utilisé pour suivre la volatilité de l'indice S&P 500.

(2) Banque Mondiale, juin 2023.

(3) Source : Bloomberg, 30/06/2023.

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.



Par ailleurs, les hausses des taux, qui ont été initiées par les banques centrales en mars 2022 pour la Fed et en juillet dernier pour la BCE, ont logiquement impacté les conditions financières. Si les effets ont jusqu'ici été modestes sur les ménages, et contrecarrés par des marchés du travail dynamiques et l'épargne accumulée, ils ont provoqué des faillites bancaires significatives aux États-Unis, avec des montants d'actifs comparables à ceux des faillites en 2008. La défiance des épargnants et des investisseurs s'est étendue en Europe avec la chute de Credit Suisse, et ces tensions bancaires pourraient continuer de peser sur l'octroi de crédit, handicapant le rythme de reprise de la croissance mondiale future.

Dans ce cadre, l'indice des actions mondiales, après avoir perdu près de 20 % l'an dernier, a regagné près de 14 % en dollars (et 12,5 % en euros) depuis le début de l'année. Les États-Unis ont connu un premier semestre euphorique mais qui, à l'instar d'autres marchés développés, a montré des divergences majeures au sein de la cote. Les valeurs technologiques, portée par l'intelligence artificielle, ont gagné environ 32 % (indice Nasdaq composite) grâce à la forte performance de plusieurs géants du secteur, les sept plus grosses valeurs de la cote réalisant à elles seules une performance de 54 % en dollars. Dans le même temps, les secteurs de l'énergie, de la santé, des financières et de la consommation non cyclique ferment la marche, et pèsent sur l'indice Dow Jones qui ne progresse que de 2,1 % depuis le début de l'année<sup>(2)</sup>.

Après une année de contraction marquée par des hausses de taux et l'impact de la politique zéro-Covid en Chine, les marchés européens ont retrouvé leurs plus hauts niveaux, l'indice Euro Stoxx 50 progressant de 16 %, tandis que l'indice européen (STOXX Europe 600) s'est apprécié de 9 %. Les secteurs de la technologie, des loisirs et de l'automobile ont réalisé les meilleures performances sur le semestre, à l'instar du luxe qui a largement tiré le marché français et la distribution. Les marchés asiatiques terminent la période en ordre dispersé, avec le Japon qui progresse de 27 % en devise locale grâce à la politique toujours très expansionniste de sa banque centrale, tandis que l'indice chinois Hang Seng, dans un contexte géopolitique toujours tendu et de poursuite du déclin du secteur immobilier a perdu 3 % sur le semestre<sup>(3)</sup>.

“ La croissance mondiale a démontré une forte résilience et mis à mal la plupart des scénarios publiés en début d'année...” ”

Sur les taux, la volonté des banques centrales de poursuivre la hausse des taux directeurs s'est heurtée à la conviction profonde des investisseurs que le cycle de resserrement touchait à sa fin. Dans ce cadre, les emprunts souverains ont enregistré de belles performances depuis le début de l'année et continuent d'offrir des rendements attractifs. Le taux à 10 ans américain offre un rendement de 3,8 % et le 10 ans allemand de 2,4 %. Les marchés du crédit ont également affiché une bonne performance depuis le début de l'année, avec une progression entre 2 % et 3 % pour l'*Investment Grade*<sup>(4)</sup> euro et américain, tandis que le haut rendement<sup>(5)</sup> affiche, de part et d'autre de l'Atlantique, une performance proche de 4,5 % en devises locales depuis le début de l'année<sup>(3)</sup>.

Le pétrole a poursuivi son déclin, dans la lignée du ralentissement de l'économie mondiale, le rebond du prix du baril n'étant lié qu'à la réduction des stocks de pétrole américain. Depuis le début de l'année le baril (Brent) se contracte de 9,1 % tandis que le WTI perd 12 % en dollars. L'or a, quant à lui, été pénalisé par la perspective de taux directeurs se maintenant pendant une longue période à des niveaux élevés, et ne progresse depuis le début de l'année que de 3,8 % en dollars.

Achevé de rédiger le 6 juillet 2023

(3) Source : Bloomberg, 30/06/2023.

(4) 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.

(5) 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.



## Performances des indices nettes, calculées dividendes réinvestis

Actions	Devise	Cours au 30/06/2022	YTD	3 mois	1 an	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	7 400,06	14,31%	1,06%	24,94%	49,92%	39,01%
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	461,93	8,72%	0,89%	13,44%	28,19%	21,58%
États-Unis (S&P 500)	USD	4 450,38	15,91%	8,30%	17,57%	43,55%	62,55%
Japon (Topix)	JPY	2 288,60	20,98%	14,23%	22,33%	46,82%	32,22%
Chine (Hang Seng)	HKD	18 916,43	-4,37%	-7,27%	-13,46%	-22,56%	-34,67%
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	989,48	3,46%	-0,08%	-1,12%	-0,56%	-7,48%
Monde (MSCI World Index)	USD	2 966,72	13,99%	6,28%	16,52%	34,74%	42,00%
<b>Obligations</b>							
IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return	EUR	212,62	2,46%	0,05%	-4,74%	-16,96%	-9,18%
IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index	EUR	211,78	2,16%	0,44%	0,11%	-9,80%	-5,87%
Markit Iboxx EUR Liquid High Yield Index	EUR	202,42	4,60%	1,57%	9,42%	5,05%	-8,49%
<b>Gestion alternative</b>							
HFRX Global Hedge Fund EUR Index	EUR	1 028,67	-0,54%	0,09%	-1,18%	2,02%	-5,88%

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, 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<sup>ème</sup> trimestre 2023

Après un premier trimestre tonitruant, les marchés ont relativement marqué le pas au second. Certes, des résultats de très bonne facture, dans un environnement où la croissance a mieux résisté que prévu et déjoué les pronostics de la quasi-totalité des prévisionnistes, ont permis aux indices de rester en territoire positif, mais les incertitudes liées à la résilience de l'inflation et à la pleine mesure des effets des relèvements de taux successifs de la Fed et de la BCE ont souvent généré des oscillations de faible ampleur. C'est particulièrement le cas sur les indices obligataires qui terminent la période à +0,05 % pour l'IBOxx Eurozone Souverain et +0,44 % pour l'IBOxx Euro Corporate. L'Euro Stoxx 50 termine quant à lui le trimestre avec une performance de +3 % mais de très fortes disparités géographiques au sein de la zone. Alors que le S&P 500 se distingue avec une performance trimestrielle en euro de +8,25 %, grâce à la très forte progression des plus grosses capitalisations de l'indice, l'indice chinois s'est quant à lui replié de 6,3 % en euro sur le trimestre<sup>(1)</sup>.

Alors que nous avons, en début de période, une lecture prudente de l'évolution de l'économie en estimant que les effets des hausses de taux auraient un impact plus rapide et marqué sur les données économiques et les résultats des entreprises, nous avons maintenu un poids en actions modéré.

Bien que plusieurs fonds américains, avec un fort biais technologique, aient fortement contribué à la performance du portefeuille, notre aversion à l'évolution très concentré autour de quelques valeurs de l'indice S&P 500 nous a amené à restreindre, certes trop tôt, le poids de la poche américaine. Nous avons également réduit le poids de la Chine afin de limiter sur le portefeuille l'effet de la désaffection des investisseurs pour la zone. Les valorisations restent pourtant très attractives et il nous semble que le gouvernement devra rapidement procéder à la mise en place de mesures budgétaires et monétaires d'envergure pour relancer l'économie du pays.

Les expositions que nous avons sur futures<sup>(2)</sup> Euro Stoxx 50 ont été réduites également et nous avons intégré une couverture sur le Nasdaq à partir du début du mois de juin. Sur les taux, nous avons neutralisé la couverture sur Bund et initié, dans une optique de mise en place progressive de la stratégie d'un fonds positionné sur l'aplatissement de la courbe américaine.

Performances au 30/06/2023	2023	2022	2021	2020	2019	Performances cumulées depuis la création (21/12/2018)
Afer Premium R EUR	1,87%	-8,67%	6,42%	8,56%	4,97%	12,83%

Source : Rothschild & Co Asset Management, 30/06/2023.



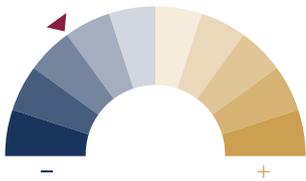
(1) Source : Bloomberg, 30/06/2023.

(2) Engagement ferme d'acheter ou de vendre une quantité convenue d'un actif à un prix convenu et à une date future convenue.

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<sup>ème</sup> trimestre 2023



## Degré d'exposition global aux actifs risqués

Les marchés ont jusqu'ici été soutenus par des résultats de très bonne facture, dans un environnement où la croissance a mieux résisté que prévu. Pour autant, les répercussions des resserrements monétaires, qui devraient à présent produire leur plein effet sur l'économie réelle, sont susceptibles d'entraîner un ralentissement économique pouvant aller jusqu'à la récession, notamment aux États-Unis. Ce point nous semble justifier une allocation globalement défensive.

L'inflation reste orientée à la baisse sous l'effet de la baisse des matières premières mais l'inflation sous-jacente, compte tenu du dynamisme des marchés du travail et de la croissance des salaires, se montre résiliente. À moins que la Fed ne soit obligée d'aller plus loin pour contrer l'inflation salariale, les banques centrales devraient, au-delà de ce qui a déjà été annoncé, être au terme de leur cycle de resserrement. L'observation des effets de la détérioration des conditions de crédit ne devrait, pour autant, pas les autoriser à être conciliantes avant l'année 2024. Ce pic des taux semble donc favorable pour les obligations, notamment les emprunts d'État et le crédit de qualité.

En cette fin de premier semestre, dans les portefeuilles, les niveaux d'investissement sur les actions sont sur des niveaux élevés. Une période plus difficile nous semble pouvoir se présenter à court terme, des déceptions d'ordre macroéconomique et microéconomiques pouvant générer des prises de bénéfices à partir de niveaux, actuellement, peu attractifs.

## Positionnement



### Actions

Les hausses des indices ont été concentrées sur un nombre restreint de valeurs, notamment aux États-Unis dans le secteur de la technologie. Nous continuons de penser que le contexte de ralentissement économique, plus marqué sur la seconde partie de l'année, concomitant à des tensions persistantes sur les salaires, vont mettre à mal les marges et entraîner une accélération des révisions baissières des résultats. Il convient désormais d'être prudent vis-à-vis des titres les plus valorisés et de se positionner sur des valeurs qui ont un bilan solide et des bénéfices résilients. La concentration qui a eu lieu depuis le début de l'année nous amène à conserver une surpondération relative sur l'Europe. Les marchés émergents, notamment d'Asie, nous semblent également attractifs, compte tenu de leurs niveaux de valorisations. La fin du cycle de resserrement de la Fed pourrait également avoir un impact intéressant sur la plupart des devises émergentes. Nous restons positifs sur la Chine qui nous semble contrainte, à court terme, de réaliser des opérations de soutien d'envergure sur les plans monétaires et budgétaires.



### Taux

Nous n'envisageons pas de hausses de taux supérieures à celles déjà annoncées, mais plutôt à une stabilité de ces derniers avant un début d'inversion de politique au cours de l'année 2024. Aux niveaux actuels, les titres souverains nous semblent attractifs pour du portage, notamment sur la partie courte de la courbe, au même titre qu'ils constitueront une protection intéressante en cas de rupture plus brutale et surprenante que prévu de l'économie mondiale.



### Crédit

Bien qu'ancrés dans un contexte où le ralentissement économique affectera les flux de trésorerie et les besoins de liquidité des sociétés, nous considérons que le crédit (*Investment Grade*<sup>(1)</sup>) offre un portage intéressant. Alors que les liquidités détenues par les sociétés et les faibles besoins de refinancement ont été jusqu'ici un "pare-feu" attractif face à la détérioration des conditions de crédit, il convient aujourd'hui d'être plus sélectif et de se concentrer sur du crédit de qualité. Sur le Haut rendement<sup>(2)</sup>, l'augmentation des coûts de financement nous semble de nature à avoir un impact significatif sur la classe d'actifs. Les valorisations ne prennent pas en compte ce risque, ce qui nous amène à alléger significativement ce segment.



(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 "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.

**SRI :** Nous avons classé ce produit dans la classe de risque 3 sur 7, qui est une classe de risque entre basse et moyenne et reflète principalement une politique de gestion discrétionnaire sur les marchés actions et produits de taux. Autrement dit, les pertes potentielles liées aux futurs résultats du produit se situent à un niveau entre faible et moyen et, si la situation venait à se détériorer sur les marchés, il est peu probable que notre capacité à vous payer en soit affectée. L'indicateur de risque part de l'hypothèse que vous conservez le produit pendant 8 ans ; dans le cas contraire, le risque réel peut être très différent, et vous pourriez obtenir moins en retour. Autres facteurs de risque importants, non pris en compte de manière adéquate par l'indicateur : risque de contrepartie, risque de crédit, risque de liquidité, impact des techniques telles que des produits dérivés. Ce produit ne prévoyant pas de protection contre les aléas de marché ni de garantie en capital, vous pourriez perdre tout ou partie de votre investissement. Pour plus d'information sur les risques, veuillez-vous référer au prospectus de l'OPC.

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, 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 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). 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 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 - 29 avenue de Messine - 75008 Paris Société de gestion agréée par l'AMF n° GP-17000014

## À propos de Rothschild & Co Asset Management

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)