



3<sup>ème</sup> trimestre 2023

# Note de Conjoncture



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

## La fin du cycle de resserrement monétaire ?

Les marchés d'actions ont légèrement consolidé au cours de ce troisième trimestre, sans remettre en cause les bonnes performances réalisées sur la première moitié de l'année.

Alors que le marché chinois continue de décevoir, les autres zones géographiques se sont quasiment maintenues à l'équilibre, d'abord grâce à la résilience des bénéfices des entreprises, mais aussi à l'optimisme qu'a pu générer l'intelligence artificielle sur les profits futurs. La dynamique économique mondiale et les réactions des marchés restent, pour autant, difficiles à analyser. Le ralentissement économique tarde à se matérialiser, tandis que l'inflation, après une première phase de normalisation aussi logique que « facile », se stabilise sur des niveaux encore trop élevés et met les banques centrales face à un dilemme sérieux. Pour les prochains trimestres, plusieurs scénarios aux conséquences significatives sont ainsi susceptibles de se concrétiser. À l'instar de la première partie de l'année, la résilience de l'économie américaine a continué de surprendre au troisième trimestre, en dépit d'un environnement marqué par une politique monétaire toujours restrictive, par la fin de l'effet de rattrapage post-Covid et par un moindre soutien des dépenses publiques. Le consensus et l'OCDE anticipent respectivement une croissance américaine 2023 à 2,1 % et 2,2 %, qui s'est appuyée jusqu'ici sur le plein-emploi et des hausses de salaires conséquentes, ainsi que sur la consommation de l'épargne accumulée pendant la pandémie et le recours au crédit qui ont maintenu la demande des ménages. La croissance européenne a, quant à elle, plutôt déçu, notamment avec un niveau d'épargne qui reste élevé et ne permet pas, pour l'instant, d'envisager une croissance supérieure à 0,6 % pour 2023. Enfin, la Chine est toujours confrontée à une activité en recul et à une crise profonde de son secteur immobilier face auxquelles les autorités multiplient les mesures de soutien pour atteindre leur objectif de croissance de 5,1 %.

L'inflation a également été un point de différenciation entre les régions. Aux États-Unis, le taux d'inflation sous-jacente reste élevé à 4,3 % (-2,3 points sur 11 mois)<sup>(1)</sup> mais reste sur une dynamique rassurante de ralentissement. En Europe, celle-ci met davantage de temps à se normaliser et n'a baissé que de 1,2 point

### En bref

- La croissance reste solide aux États-Unis, alors que l'Europe est à la peine
- La Chine fait face à de nombreux défis pour atteindre son objectif de croissance
- Les niveaux d'inflation sont très distincts entre les régions
- Alors que la fin du cycle de resserrement monétaire tend à se concrétiser les banquiers centraux maintiennent un ton ferme
- Plusieurs scénarios aux conséquences très distinctes sont à envisager pour les mois à venir

au cours de l'année écoulée, pour s'établir à 4,5 %<sup>(2)</sup>, poussant la BCE à relever ses taux une nouvelle fois en septembre. Ce resserrement explique, pour partie, la performance en retrait des actions de la Zone euro qui, sur le trimestre dernier, se sont repliées de 4,2 %<sup>(3)</sup>, tandis que les marchés émergents et les États-Unis finissent quasiment à l'équilibre en euro (dollar à +2,9 % contre euro). Le Topix termine juste au-dessus de 2 % en euro, profitant de la dépréciation du yen (-3,1 % contre euro)<sup>(3)</sup>, du retour de l'inflation et des révisions haussières des bénéfices par actions. Confrontés au discours des banques centrales et aux risques liés à la soutenabilité des dettes souveraines, les emprunts d'État se sont logiquement repliés. En Europe, ils affichent sur le trimestre une contraction de 2,5 % (Iboxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return)<sup>(3)</sup>. L'or, après s'être apprécié de presque 14 % dans le courant de la première partie de l'année, s'est replié sur le trimestre passé de 3,6 % pour ne plus afficher qu'une progression de 2,9 % en dollars depuis le début de l'année. Le pétrole s'est apprécié de 27 % en dollar sur le trimestre (WTI) et progresse à présent de presque 16 % depuis le début de l'année<sup>(3)</sup>.

(1) Source : U.S. Bureau of Labor Statistics, octobre 2023.

(2) Source : Eurostats, octobre 2023.

(3) Source : Bloomberg, 29/09/2023.

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.



Les banquiers centraux continuent de s'interroger sur le caractère suffisamment restrictif de leurs politiques monétaires. Leur communication tend vers l'arrêt de leur cycle de hausses de taux directeurs, mais tout autant sur la nécessité de maintenir ces derniers sur les niveaux actuels aussi longtemps que nécessaire pour contraindre durablement l'inflation. Plusieurs scénarios peuvent, dès lors, se produire :

- L'économie mondiale ne ralentit pas et reste soutenue par le dynamisme des États-Unis et par le redémarrage de la Chine. Les anticipations d'inflation se stabilisent sur les niveaux actuels, voire remontent sous l'effet de la hausse des prix des matières premières (tensions géopolitiques et afflux de demande) et de l'immobilier (faiblesse des stocks de logements disponibles), qu'un éventuel amoindrissement des tensions sur les salaires ne parvient à compenser. Les taux continuent de monter, alors que les banques centrales sont dans l'impossibilité de baisser les taux directeurs. Les risques de récession augmentent très sérieusement, sur fonds de chute du prix des actifs financiers.
- Le durcissement des conditions financières engendré par les hausses de taux successives finit par lourdement impacter la consommation des ménages qui voient le coût de leur dette augmenter fortement. La fin du moratoire sur les prêts étudiants ampute également la capacité des ménages à consommer, d'autant que le stock d'épargne accumulé, puis dépensé depuis le Covid arrive à son terme. Par ailleurs, le soutien budgétaire lié à l'Inflation Reduction Act diminue et reste trop faible pour amortir le ralentissement. En Europe, la croissance ralentit depuis le deuxième trimestre sous l'effet du resserrement monétaire, de la faiblesse de la consommation et d'un moindre support public et finit par s'installer en territoire récessif, tant sur les services que dans l'industrie. Les actifs risqués pâtissent de la situation de fort ralentissement tandis que le rythme de dégrue de l'inflation conditionne le comportement des titres obligataires avec une volatilité toujours importante. Dans le cas d'un scénario de stagflation favorisé par un rebond du pétrole, l'ensemble des classes d'actifs serait durement touché.

“ Les banquiers centraux continuent de s'interroger sur le caractère suffisamment restrictif de leurs politiques monétaires... ”

- L'inflation poursuit sa dégrue aux États-Unis comme en Europe et s'accompagne d'un ralentissement maîtrisé et progressif de la croissance. Le ralentissement de l'inflation sous-jacente se poursuit sur la quasi-totalité des postes et permet aux ménages de reconstituer leur pouvoir d'achat et de compenser l'effet dépressif lié principalement aux hausses de taux passées. Une désinflation s'engage plus nettement en début d'année prochaine et peut permettre d'envisager, dans la seconde partie ou à la fin de l'année 2024, un retournement des politiques monétaires. La rentification de la courbe des taux permet alors l'ouverture d'un nouveau cycle. La volatilité baisserait sur les marchés de taux qui offriraient rapidement des perspectives intéressantes, tandis que les actions, après avoir évolué dans un couloir étroit, pourraient légèrement s'apprécier, portées par l'amélioration de la conjoncture, mais contraintes par la détérioration de leurs marges.

Achevé de rédiger le 17 octobre 2023



## Performances des indices nettes, calculées dividendes réinvestis

Actions	Devise	Cours au 29/09/2023	YTD	3 mois	1 an	3 ans	5 ans
France (CAC 40)	EUR	7 135,06	10,22%	-3,58%	23,82%	48,54%	29,88%
Europe (Stoxx Europe 600)	EUR	450,22	5,96%	-2,54%	16,08%	24,68%	17,50%
États-Unis (S&P 500)	USD	4 288,05	11,68%	-3,65%	19,59%	27,51%	46,99%
Japon (Topix)	JPY	2 323,39	22,82%	1,52%	26,55%	42,93%	27,85%
Chine (Hang Seng)	HKD	17 809,66	-9,97%	-5,85%	3,41%	-24,08%	-35,91%
Pays émergents (MSCI Emerging Markets)	USD	952,78	-0,38%	-3,71%	8,79%	-11,94%	-9,08%
Monde (MSCI World Index)	USD	2 853,24	9,63%	-3,83%	19,95%	20,53%	30,64%
Obligations							
IBoxx Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return	EUR	207,38	-0,06%	-2,47%	-2,12%	-20,35%	-10,49%
IBoxx Euro Corporates Overall Total Return Index	EUR	212,36	2,44%	0,27%	3,64%	-11,31%	-5,63%
Markit Iboxx EUR Liquid High Yield Index	EUR	205,78	6,33%	1,66%	11,54%	4,40%	-7,93%

Sources : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management, 29/09/2023.

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 2023

Les marchés d'actions ont légèrement marqué le pas au cours de ce troisième trimestre, sans pour autant remettre en cause les bonnes performances réalisés durant la première moitié de l'année. Les résultats des entreprises, au même titre que l'optimisme lié à l'émergence de l'Intelligence Artificielle sur les bénéfices futurs ont permis aux principaux indices d'afficher des performances proches de l'équilibre. Si les actions de la Zone euro se replient de 4,2 %, les marchés émergents et les États-Unis finissent presque à l'équilibre, grâce à l'appréciation du dollar contre euro de 2,9 %<sup>(1)</sup>. Souffrant des déclarations des banques centrales et des craintes d'une inflation durablement élevée, les taux se sont appréciés, et l'IBOxx Euro a perdu 2,5 % sur la période<sup>(2)</sup>. Dans ce cadre, la gestion prudente du portefeuille a permis de limiter la baisse à 0,32 %<sup>(2)</sup>, d'une part, grâce à une diversification efficace sur la partie obligataire qui s'est appuyée sur des stratégies de portage et des obligations indexées sur l'inflation, d'autre part, sur des investissements dans des fonds à dominante *value*<sup>(3)</sup> qui ont bien surperformé sur la période.

Performances au 29/09/2023	2023	2022	2021	2020	2019	Performances cumulées depuis la création (21/12/2018)
Afer Premium R EUR	1,54%	-8,67%	6,42%	8,56%	4,97%	12,47%

Source : Rothschild & Co Asset Management, 29/09/2023.



(1) Source : Bloomberg, 29/09/2023.

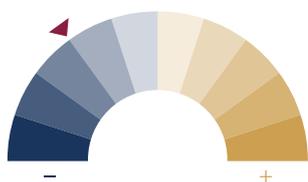
(2) Source : Rothschild & Co Asset Management, 29/09/2023.

(3) 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.

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 2023

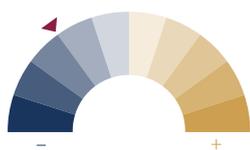


## Degré d'exposition global aux actifs risqués

Après une longue période de résilience de l'économie américaine et, hormis en Allemagne, de celle de l'Europe, nous nous attendons à un ralentissement de l'économie mondiale, sans pour autant aller en récession. Aux États-Unis, la consommation va être affectée par le ralentissement du marché du travail et des salaires, le rebond de l'épargne de précaution et la reprise des paiements de la dette étudiante, mais sera soutenu par la hausse des salaires réels. La hausse des taux hypothécaires et le ralentissement du crédit ne permettront pas à l'immobilier de dynamiser la demande

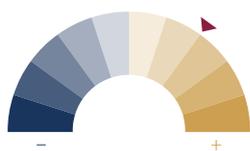
tandis que l'investissement souffrira d'une moindre demande mondiale et du durcissement des conditions financières. En Europe, l'Allemagne devrait rester en récession et l'ensemble de la zone s'en rapprocher, tout en restant au-dessus du seuil de contraction grâce à la désinflation et à son impact sur le pouvoir d'achat. Le redressement de l'économie devrait être graduel en 2024, grâce au reflux de l'inflation puis, à l'assouplissement monétaire qui aura lieu en fin d'année prochaine. Ce dernier ne pourra avoir lieu qu'au terme d'une phase de stabilisation, lorsque la désinflation sera plus nettement engagée qu'actuellement. Ce changement de tonalité économique, avec une mauvaise orientation des indicateurs avancés et un tassement supplémentaire des données d'ici la fin de l'année nous amène à rester prudents sur les classes d'actifs à risque. Les incertitudes sur la résilience de l'inflation et des niveaux de taux élevés devraient progressivement disparaître et pourraient justifier, d'ici la fin de l'année, un positionnement plus important sur la classe d'actifs.

## Positionnement



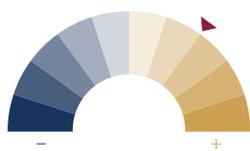
### Actions

Les marchés d'actions nous semblent toujours fragiles à court terme et pourraient mal réagir à une dégradation plus marquée des statistiques économiques, avant que des chiffres reflétant une désinflation plus marquée ne viennent rassurer les investisseurs. La liquidité globale va continuer de se réduire, alors que les rendements obligataires offrent une alternative relativement attractive pour les investisseurs. Nous préférons l'Europe aux États-Unis où la prime de risque est actuellement nulle et qui ont, depuis mars, largement profité de révisions haussières liées à la thématique de l'intelligence artificielle. Sur une zone comme dans l'autre, le potentiel haussier est très limité et les multiples de valorisation resteront sous pression tant que les taux réels ne baisseront pas. Les craintes des investisseurs devraient continuer à peser à court terme sur les petites et moyennes valeurs que nous continuons d'éviter. Le Japon est désormais peu attractif, après avoir profité de révisions haussières de bénéfiques, de la baisse du yen et des espoirs de retour de l'inflation. La Chine, quant à elle, pourrait avoir atteint un creux cyclique, comme l'attestent de nombreux indicateurs avancés, mais la confiance reste très dégradée sur la zone, notamment à cause des craintes de déflation et de croissance durablement faible. Les valorisations chinoises sont aujourd'hui très dégradées, intègrent un environnement durablement faible et une grande partie des craintes à long terme, notamment sur une japonisation de l'économie. La zone nous semble toutefois disposer d'un léger attrait relatif à court terme.



### Taux

Sauf surprise de taille sur l'inflation salariale, la hausse des taux directeurs est terminée. La hausse récente de la partie courte s'explique par les craintes quant au rythme des baisses qui devraient avoir lieu l'an prochain, et par des questions liées à la soutenabilité de la dette. Compte tenu des décalages de cycles économiques et des niveaux atteints, cette partie courte devrait se stabiliser en Europe et repartir à la baisse aux États-Unis. Il en est de même sur la partie longue, avec des taux américains à 10 ans qui, après s'être appréciés durant l'été avec de fortes émissions de dettes, devraient baisser dans le sillage de la dégradation des données économiques. La partie européenne pourrait, quant à elle, se stabiliser et fluctuer au regard des efforts budgétaires réalisés au sein de la Zone. Dans ce cadre, nous revenons de façon très progressive sur la dette d'État et attendons une déclaration formelle de la Fed quant à un arrêt de la hausse des taux pour nous positionner sur la dette américaine. Nous réduisons progressivement les obligations indexées sur l'inflation qui devraient, avec des statistiques économiques moins bien orientées, confirmer le processus de désinflation et peser sur la classe d'actifs.



### Crédit

Malgré 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> reste attractif et offre un portage intéressant. Nous restons donc positionnés, d'autant que le risque de ralentissement économique n'affectera que peu la classe d'actifs. La prudence est, en revanche, de mise sur le Haut Rendement<sup>(2)</sup> qui, jusqu'ici, a été résilient mais dont la détérioration des notations en phase de ralentissement économique pourrait peser. Nous prenons à présent des bénéfiques sur cette classe d'actifs.



(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) Obligations 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 27 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs. Plus d'informations sur : [www.am.eu.rothschildandco.com](http://www.am.eu.rothschildandco.com)