



# Mosaïque Insights

NUMÉRO 10 | HIVER 2022

**03** STRATEGY & CIO

Les questions clés pour 2023

**06** PORTFOLIO MANAGEMENT

Comment les portefeuilles ont géré un trimestre difficile

**07** INSIGHTS : RUSSIA

Statu quo et tournants possibles

**09** INTERVIEW : TEL AVIV CALLING!

Une conversation avec le responsable de notre nouveau bureau en Israël

**11** ADVISORY : OUT OF THIS SPACE

Immersion dans le secteur de la cybersécurité

**13** PRIVATE MARKETS

Marchés immobiliers – quelles perspectives ?



“ Comment se fait-il qu’il soit si tard si tôt ? Il fait nuit avant que ce soit l’après-midi. Le mois de décembre est là avant le mois de juin. Mon dieu comme le temps passe. Comment se fait-il qu’il soit si tard si tôt ? ”

- Dr Seuss



**Laurent Gagnebin**  
CEO, Rothschild & Co Bank AG

À l’approche de la fin de l’année 2022, nous prenons le temps de réfléchir à l’année qui vient de s’écouler.

Une année riche en événements, une année où nous avons remis en question certaines choses de différentes manières, en tant qu’investisseurs, mais également en tant qu’êtres humains. Nos pensées vont à ceux qui ont été affectés par le terrible conflit qui fait toujours rage.

Avec le recul, la géopolitique a une fois de plus occupé le devant de la scène, non seulement en affectant sensiblement l’économie mondiale et les marchés financiers, mais également en redéfinissant les relations internationales et le commerce.

Dans cette édition de Mosaïque Insights, nous examinons la manière dont nous avons navigué sur les eaux de l’année 2022 grâce à des informations provenant de nos équipes chargées de la stratégie et de la gestion des portefeuilles. Nous y faisons également figurer un entretien avec le Responsable de notre bureau récemment ouvert en Israël, Gerry Livnat. Nous vous fournissons des informations sur le domaine de la cybersécurité et discutons les événements géopolitiques qui ont influencé de manière si profonde l’année 2022.

Nous espérons que vous apprécierez cette édition de Mosaïque Insights, we wish you a merry Christmas, frohe Weihnachten, Joyeux Noël et nous nous réjouissons à l’idée de vous voir en 2023 !



**Dr. Carlos Mejia**  
CIO, Rothschild & Co Bank AG



Valeurs : toutes les données sont au 30 novembre 2022



# Les questions clés pour 2023



**Kevin Gardiner**

Global Investment Strategist

*Kevin Gardiner*

Les inquiétudes n'ont jamais été aussi nombreuses qu'à l'approche de cette fin d'année 2022. Cependant, elles peuvent être apaisées. En effet, nous constatons que les investisseurs se posent deux questions pressantes à échelle mondiale :

- Une crise économique est-elle nécessaire pour contrôler l'inflation ?
- Le monde devient-il plus dangereux ?

La première question porte sur des risques économiques connus. Nous avons déjà connu des cycles similaires. Il y a longtemps que nous n'avions pas constaté une telle inflation, mais nous en connaissons globalement les raisons et les solutions.

La deuxième question porte sur les risques géopolitiques qui nous ont perturbés en 2022 et qui nous sont beaucoup moins familiers. L'ordre établi des relations internationales a été chamboulé et les superpuissances s'affrontent. Nous devons réviser rapidement la terminologie déconcertante de la destruction mutuelle assurée.

L'inflation est le reflet des resserrements à la suite de la pandémie, conjugués à une demande globale résurgente. L'invasion orchestrée par la Russie a amplifié ces resserrements et la politique monétaire excessivement généreuse a accentué cette demande. Ces deux événements font planer la menace d'une récession : la hausse des prix de l'énergie pèse sur le revenu réel en Europe et les banques centrales, qui se précipitent tardivement pour normaliser le niveau de leurs taux d'intérêt, pourraient accidentellement ou délibérément en faire trop.

La bonne nouvelle, c'est que de nombreux problèmes de goulets d'étranglement ont été résolus. Après l'hiver, même la menace énergétique semble surmontable. Il n'existe pas de pénurie d'énergie à l'échelle mondiale à long terme et l'entrejeu de l'adaptation et de la substitution pourrait finir par entraîner un effondrement des prix du gaz. Par ailleurs, les gouvernements européens ont soutenu les ménages et les entreprises vulnérables et l'inflation globale semble s'inverser des deux côtés de l'Atlantique.

En outre, la différence entre l'offre et la demande est le principal déséquilibre actuel : une pénurie de main-d'œuvre (un changement intrigant après une vie active perturbée par un chômage élevé). Les salaires sont finalement le principal moteur de l'inflation sous-jacente, et donc, des taux d'intérêt. La bonne nouvelle, c'est que la « spirale prix-salaires » si crainte comme celle des années 1970 peut être évitée. Les salaires progressent moins vite que l'inflation. Le marché mondial de l'emploi semble intact.

Cependant, les salaires nominaux ont quelque peu accéléré et les relations industrielles dans le monde occidental. Une forte baisse de la demande, c'est-à-dire une forte hausse du chômage, est-elle nécessaire pour éviter cette spirale ? Ou bien l'inflation sous-jacente peut-elle reculer sans une marge nettement supérieure de capacité excédentaire, c'est-à-dire un « écart de production » supérieur ?

Nous pensons qu'une crise peut être évitée. Malgré les prévisions dramatiques observées depuis le printemps, la production mondiale a ralenti, mais ne s'est pas inversée. Une crise modérée pourrait suffire : la capacité économique n'est pas fixe, mais elle croît à mesure que nous évoluons au long de la courbe d'apprentissage et que nous innovons. Si la production croît plus lentement que la capacité, une période anémique débute à nouveau. La baisse des taux de participation depuis la pandémie nous a appris que le travail pourrait ne pas être aussi rare qu'il n'y paraît. Les personnes qui ont quitté la population active pour prendre leur retraite anticipée ou pour cause de maladie pourraient éventuellement retourner travailler.

Si la croissance des salaires reste contenue, les taux d'intérêt n'auront pas besoin d'augmenter beaucoup plus. D'autre part, à mesure du ralentissement de la hausse des prix de l'énergie, l'inflation globale diminuera fortement et elle pourrait à un certain moment de l'année 2023 redevenir inférieure à l'inflation des salaires, diminuant ainsi la pression sur les salaires réels.

Par ailleurs, l'économie dispose de plus de marge de manœuvre que ne semblent le suggérer les experts. Les salaires réels et les taux des crédits hypothécaires ne sont pas liés de manière rigide aux dépenses de consommation, ni le chômage à l'inflation. Les impératifs urgents (cela doit se produire, c'est inévitable, la situation doit être résolue maintenant) sont erronés. Le bon vieux scénario poussif pourrait encore une fois être le plus probable.

Peut-il se produire la même chose pour la question géopolitique moins familière, mais plus profonde ? Nous pensons que oui. La principale menace qui pèse sur la paix mondiale provient sans doute, non pas de la triste guerre d'usure qui se livre en Ukraine (en effet, l'économie russe et même son énergie n'importe pas autant que cela au reste du monde), mais de la revendication de la Chine à l'égard de Taïwan et de la réponse, semble-t-il provocante, des États-Unis. La revendication de la Chine n'est pas négociable et les États-Unis semblent incapables de trouver une formule pour refléter cette réalité politique.

L'idée que l'Occident puisse imposer des sanctions à la Chine sans fortement pénaliser son propre niveau de vie est naïve, tout comme l'idée que Taïwan peut bénéficier d'un soutien logistique comme c'est le cas en Ukraine. Il se peut que les risques ne soient pas maîtrisables et masquent tout le reste (dont ces inquiétudes liées à une crise économique). Pour la première fois depuis l'épisode de la « promenade dans les bois » de Messieurs Reagan et Gorbachev et avec une intensité peut-être jamais observée depuis la crise des missiles à Cuba en 1962, nous regardons stupéfiés comment les deux superpuissances dominantes règlent leurs comptes.

Toutefois, dans la mesure où les enjeux sont très élevés et où la Chine et son Parti communiste au pouvoir défendent avec prudence leurs propres intérêts, nous pensons que la Chine attendra. Une revendication non négociable n'a pas à être immédiatement actionnable. Encore une fois, les experts énoncent des impératifs erronés : le « piège de Thucydide » par exemple. Les relations internationales pourraient trouver un nouvel équilibre, et un monde caractérisé par une destruction mutuelle n'est pas un monde où les économies s'arrêtent nécessairement.

Pour conclure, nous faisons probablement face aux circonstances les plus éprouvantes en tant qu'analystes macroéconomiques. Mais si la situation se clarifie bientôt du côté de l'inflation sous-jacente et des taux d'intérêt, si une crise économique est évitée et si la Chine fait preuve de patience, alors les perspectives pourraient être plus favorables qu'on le ne craignait.

Beaucoup de conditionnel, il faut bien l'admettre, mais les marchés ont intégré beaucoup de risque en 2022. À l'approche de 2023, la décision clé ne sera peut-être pas de choisir le moment propice pour alléger nos positions sur les actions, mais plutôt de savoir quand les renforcer.

# Commentaire du CIO

Les marchés étaient volatils en 2022. L'inflation était déjà préoccupante en début d'année et l'émergence de la guerre en Ukraine l'a fait monter à des niveaux inégalés depuis les années 1980. Les banques centrales ont d'abord réagi lentement, mais ont finalement été forcées de relever leurs taux et de faire preuve de détermination pour lutter contre l'inflation. Les marchés boursiers et obligataires ont connu de nettes corrections et sont encore en territoire négatif sur l'ensemble de l'année. Les fortes ventes d'obligations étaient particulièrement surprenantes, compte tenu de leur statut traditionnel de valeur refuge, ne laissant guère de placement sûr aux investisseurs conservateurs : avec la hausse des taux d'intérêt, la plupart des classes d'actifs étaient corrélées en 2022.



**Dr. Carlos Mejia**  
CIO, Rothschild & Co Bank AG



## Notre allocation d'actifs Mosaïque a été modifiée en conséquence :

- Nous avons réduit nos pondérations des actions à neutre en deux étapes au début de l'année, tout en renforçant les liquidités du portefeuille.
- Lors du rebond des rendements obligataires, nous avons utilisé une partie de ces liquidités pour réduire nos sous-pondérations de longue date. Nous clôturons l'année avec des positions neutres dans les portefeuilles américains, mais des sous-pondérations résiduelles dans les portefeuilles européens.
- Au sein des actions, nous avons adopté un mix sectoriel plus défensif et réduit nos positions dans les pays émergents d'Asie, en faveur de la Suisse.
- Du côté du revenu fixe, nous nous sommes progressivement orientés vers des obligations à notation plus élevée. Dans les portefeuilles européens cependant, nous avons continué de privilégier le crédit à haut rendement.

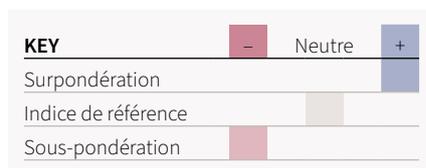
En fin de compte, tout ajustement incrémentiel doit renforcer la position globale, conformément à l'essence même de la stratégie Mosaïque. Les événements de l'année écoulée nous rappellent l'importance d'une stratégie de préservation du patrimoine à long terme, stratégie qui donne une perspective, cherche à comprendre le présent et évolue en prévision de l'avenir. Outre les changements tactiques opérés dans l'allocation d'actifs, cette stratégie nous a conduits à renforcer notre processus de sélection des titres, domaine où nos analystes actions continuent de travailler en partenariat avec le spécialiste en analyse financière de premier plan Redburn.

À l'avenir, comme l'a relevé notre stratège en investissement mondial, il y a beaucoup d'incertitudes concernant 2023. Nous sommes conscients que ces temps sont difficiles et ajusterons notre allocation d'actifs aussi souvent que nécessaire.

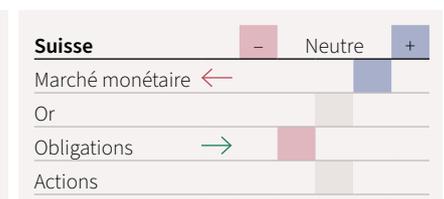
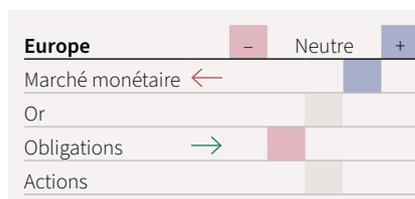
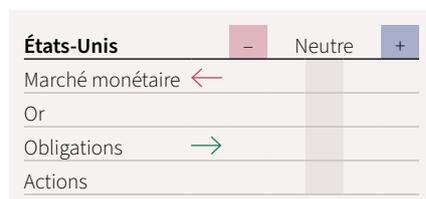
## Nos Mosaïque Views

Par classe d'actifs, région et secteur

→ Changements apportés à notre allocation tactique d'actifs au T3 / T4 2022  
←

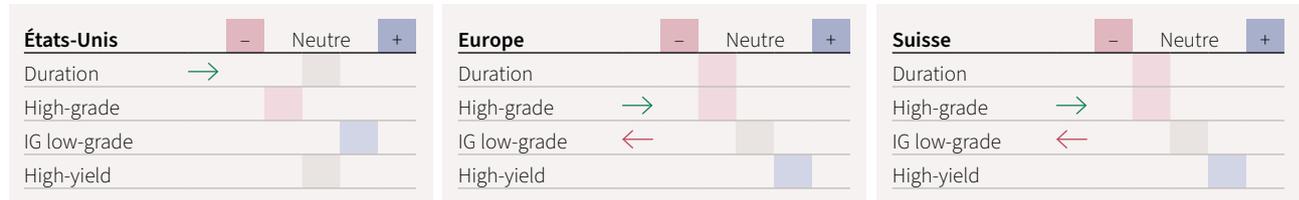


Nous avons ramené notre double surpondération (maximum) des actions à un niveau neutre, en deux étapes : d'abord début janvier, puis le 24 février suite à l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Les fonds ont été alloués aux liquidités. À la suite du rebond des rendements obligataires, nous avons utilisé une partie de ces liquidités pour réduire notre sous-pondération de longue date des obligations – dans les portefeuilles américains il y a quelques mois, puis dans les portefeuilles suisses et européens plus récemment.



# Obligations

Nous pensons que les rendements américains à plus long terme ont désormais suffisamment augmenté pour nous permettre de mettre fin à notre sous-pondération de longue date de la durée. Dans les portefeuilles européens, nous conservons malgré tout une sous-pondération de la durée pour le moment : les taux d'intérêt et les rendements ont moins augmenté qu'aux États-Unis, tandis que la dynamique de l'inflation en Europe semble sans doute pire.

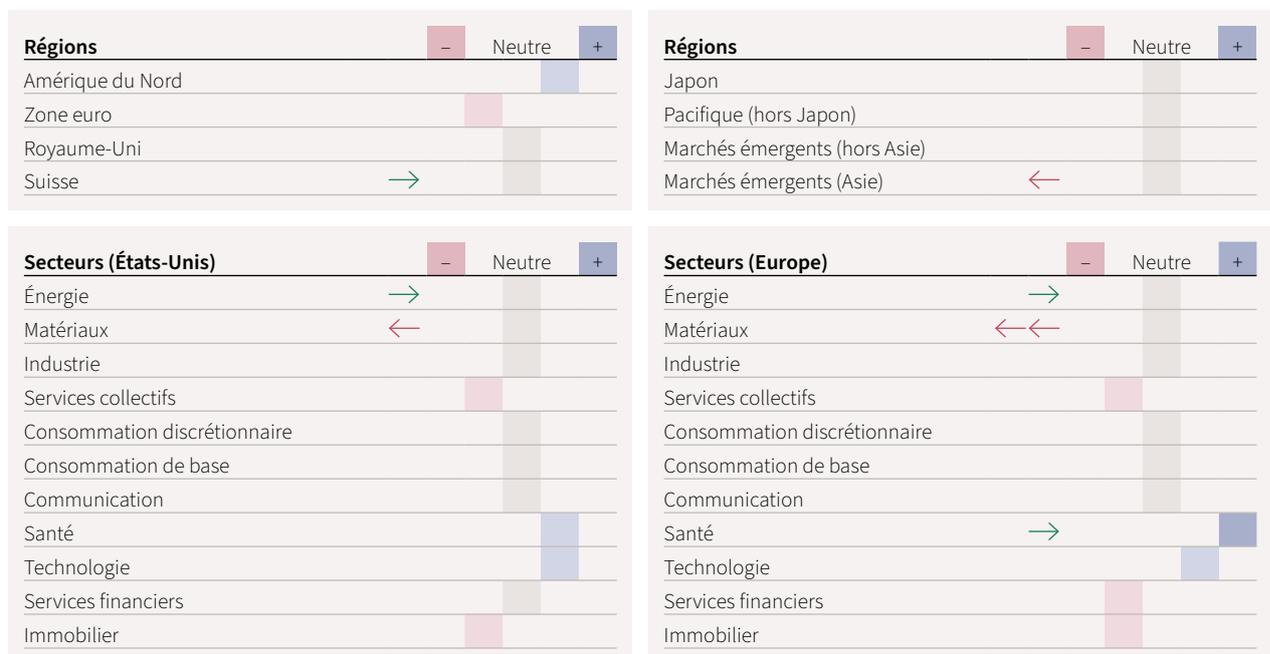


# Actions

Nous avons réduit notre surpondération, en réponse d'abord à l'augmentation du risque de taux d'intérêt, puis aux perturbations et au ralentissement économique liés au conflit en Ukraine (le risque de ralentissement de la croissance ne s'est pas traduit par une réduction significative du risque de taux d'intérêt). La rentabilité des entreprises pourrait toutefois ne pas être fortement touchée et nous considérons toujours les actions comme la classe d'actifs la plus susceptible de préserver le capital réel sur le long terme.

**Régions :** la menace qui continue de planer sur la croissance en raison du conflit ukrainien et l'aversion plus générale au risque au niveau mondial nous ont conduits à sous-pondérer l'Europe (continentale). Nous avons néanmoins mis fin à notre sous-pondération du marché helvétique aux caractéristiques plutôt défensives, en utilisant les fonds issus de l'élimination de notre surpondération de longue date sur l'Asie émergente (Chine notamment). Ce fut une décision difficile, car ce marché a déjà bien baissé, mais le sentiment à l'égard de la région continue de se dégrader et il n'existe pas de catalyseur visible pour les valorisations déprimées.

**Secteurs :** nous avons privilégié un mélange de croissance cyclique et structurelle, financé par des positions sous-pondérées dans des secteurs plus défensifs et obligataires. Cependant, nous avons récemment réduit certaines positions cycliques et sommes devenus moins sous-pondérés sur les secteurs défensifs.





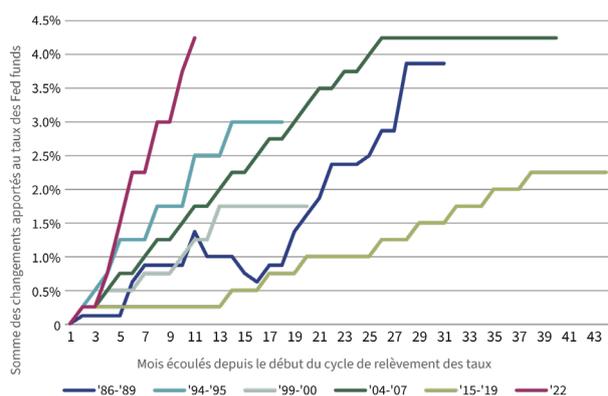
# Commentaire du Manager



**Patrik Eggebrecht**  
Portfolio Manager

Du point de vue d'un gestionnaire multi-actifs, l'année 2022 restera dans les annales comme une année lors de laquelle ont eu lieu divers événements dont nous n'avons pas eu à nous préoccuper depuis des décennies : tensions géopolitiques, inflation élevée et persistante et par conséquent politique monétaire restrictive des banques centrales. En effet, les chiffres de l'inflation ont été si élevés que nous avons actuellement à faire au cycle de durcissement de la Fed le plus agressif de l'histoire moderne (Illustration 1). Même si les formulations de la Fed sont devenues un peu moins offensives ces derniers temps, une série d'obstacles a donné lieu à un marché baissier d'une ampleur historique au sein de nombreuses classes d'actifs. En termes de styles de gestion des actions, les valeurs de qualité et de croissance ont continué de sous-performer le marché au sens large alors que le facteur 'value' a surperformé son indice correspondant (Illustration 2). Une fois de plus, cette évolution peut être attribuée à l'inflation élevée qui a deux répercussions négatives sur les actions, en particulier sur les valeurs de croissance. D'une part, elle pèse sur les prévisions de croissance sur fond d'incertitudes grandissantes concernant les objectifs de croissance et la stabilité des marges. Le tout dans un contexte de hausse des coûts d'intrants. Payer des multiples élevés pour des entreprises à la croissance élevée devient difficile à justifier d'un point de vue économique. D'autre part, l'aspect technique de l'actualisation des flux de trésorerie futurs avec un taux sans risque élevé se traduit par des flux aux valeurs actuelles inférieures, ce qui entraîne des justes valeurs inférieures. Le fait d'exposer davantage un portefeuille aux facteurs 'value' ou 'growth' est une décision très philosophique. Les changements de l'allocation de portefeuille qui affectent les fondements de cette philosophie d'investissement ne sont pas faciles à apporter.

Figure 1: Les cycles de durcissement monétaire de la Fed dans l'histoire moderne\*



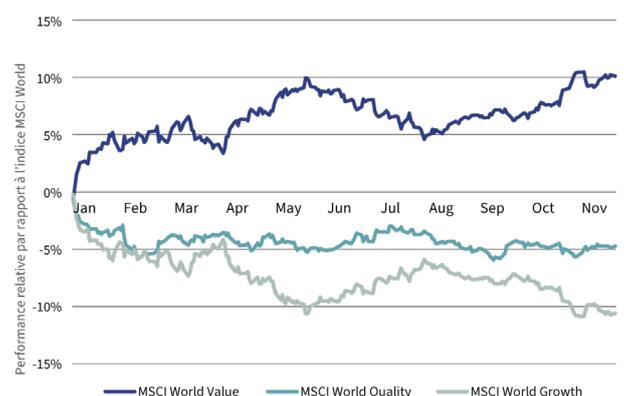
\*Valeurs : les données sont à 15 décembre 2022

Toutefois, en tant que professionnels adeptes de la gestion active, nous avons ajusté de manière dynamique l'allocation de notre portefeuille afin de réagir aux nouveaux contextes de marché, sans pour autant abandonner notre identité d'investisseurs privilégiant la qualité sur le long terme. Afin de protéger en partie les portefeuilles d'une baisse des marchés d'actions, nous avons détenu des couvertures directes qui ont contribué positivement à la performance. Nous avons allégé les pondérations actives de certaines positions individuelles importantes et avons par conséquent augmenté le degré de diversification. Sur le plan sectoriel, nous avons comblé l'écart entre les pondérations du secteur de l'énergie. En septembre, nous avons relevé notre exposition à la santé afin de réduire davantage la cyclicité et donné aux portefeuilles un positionnement encore plus défensif. Pour la même raison, nous avons réduit notre surpondération du secteur des matériaux qui ne semblait plus cohérente, compte tenu d'une récession probable en Europe et dans d'autres régions du monde.

La performance des mandats équilibrés Mosaïque au 30 novembre est de -12.9 % pour les stratégies libellées en CHF, de -9.8 % pour celles libellées en EUR et de -12,4 % pour celles libellées en USD.

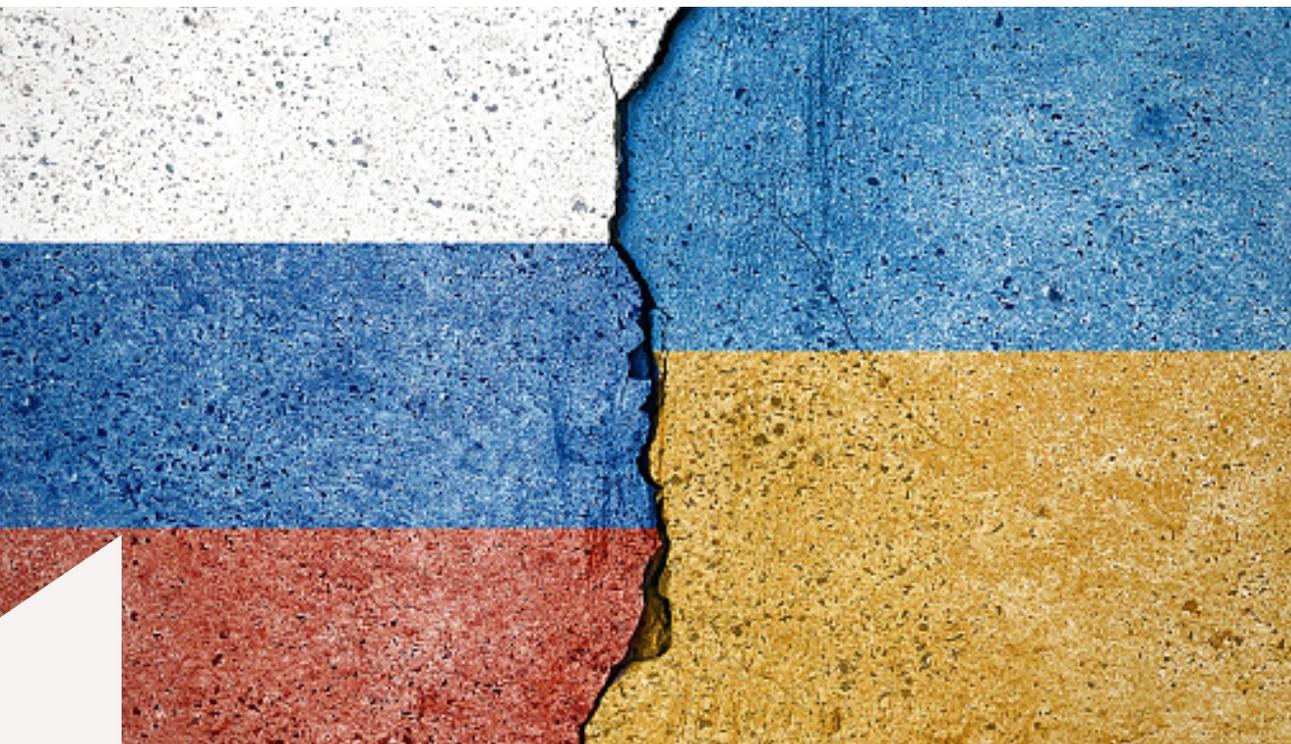
Les variations de marché enregistrées cette année ont clairement secoué l'ensemble des acteurs, mais il est astucieux de conserver une vision de long terme dans des contextes aussi volatils. Toutefois, en dépit de tous les obstacles rencontrés, nous identifions des raisons d'être prudemment optimistes en 2023. Les marchés obligataires offrent des rendements beaucoup plus intéressants actuellement et la sélection des obligations jouera encore un rôle important dans la préservation du patrimoine. Après avoir atteint un pic durant l'été, l'inflation a enfin commencé à diminuer. Les derniers chiffres sur l'IPC ont contribué à un solide rebond généralisé qui a bénéficié aux portefeuilles Mosaïque tant en termes absolus que relatifs. Nous restons concentrés sur le maintien au sein de nos portefeuilles d'entreprises de grande qualité et génératrices de trésorerie qui sont en mesure de protéger leurs marges durant ces périodes volatiles. Cette stratégie reste au cœur de notre travail au quotidien et se révélera être la meilleure manière de protéger votre patrimoine sur le long terme.

Figure 2: Performance d'indices stylistiques par rapport à l'indice MSCI World en 2022





# Statu quo et tournants possibles



**Nigel Gould-Davies**

International Institute for Strategic Studies (IISS)

Nigel Gould-Davies est éditeur de Strategic Survey et chercheur (« Senior Fellow ») sur la Russie et l'Eurasie au International Institute for Strategic Studies (IISS) à Londres. De 2010 à 2014, il a occupé des postes de chargé de relation senior avec les gouvernements dans le secteur de l'énergie en Asie centrale et du Sud-Est. De 2000 à 2010, il a servi au sein du Foreign and Commonwealth Office où il a notamment occupé la fonction de Responsable du département économique (« Head of the Economics department ») à Moscou et d'ambassadeur en Biélorussie. De 1996 à 2000, il a enseigné la politique et les relations internationales à la Oxford University.

Dans l'entretien suivant, nous abordons avec lui l'invasion de l'Ukraine par la Russie, les tournants possibles dans ce conflit et ce qui l'a le plus surpris dans cette guerre.

## **1. L'invasion de l'Ukraine perdue depuis 9 mois. Quelle est selon vous la situation sur le terrain et en Russie ?**

Il s'agit d'une guerre qui se livre sur 2 fronts : d'une part sur le plan militaire et d'autre part dans le pays respectif de tous les participants, dont les pays occidentaux. S'agissant de

Dans un entretien accordé à :

**Laura Kuenlen**  
Investment Insights  
25 novembre 2022

---

la situation sur le terrain, la Russie n'a jamais été aussi faible depuis son invasion fin février : elle n'a atteint aucun de ses principaux objectifs initiaux et elle occupe moins de territoire que jamais. Elle a également subi des pertes énormes. Afin de mettre les choses en perspective : d'après des estimations américaines, plus de 100 000 Russes ont été tués ou blessés. Il s'agit d'un chiffre très élevé au bout de 9 mois de conflit, surtout si l'on tient compte du fait que pendant 10 ans en Afghanistan, de 1979 à 1989, l'Union soviétique a perdu environ 13 000 soldats. Les préoccupations de la Russie concernant le déroulement de la guerre sont apparues évidentes au moment de lancer sa mobilisation partielle en septembre. Ce fut également le moment auquel la guerre est devenue une réalité pour la plupart des Russes. C'est une chose de regarder le conflit à la télévision, et d'un jour à un autre, c'en est une autre de ne pas avoir le choix au moment de partir combattre sur le front. Par conséquent, de nombreux Russes ont fui, notamment en Arménie, au Kazakhstan et en Géorgie. Il est également important de souligner que la Russie a suspendu sa mobilisation au bout d'un mois, attestant des tensions croissantes entre le pouvoir et la population. D'autre part, l'Ukraine n'a jamais été aussi forte par rapport à la Russie. Ses troupes sont désormais aguerries alors qu'une part importante des Russes qui ont été mobilisés n'ont aucune expérience et sont moins bien équipés que les Ukrainiens. Cette situation a d'ailleurs entraîné des désertions et des capitulations de la part de forces russes qui expliquent le changement de tactique récemment apporté par la Russie : elle intensifie désormais fortement ses attaques sur les infrastructures civiles, notamment l'approvisionnement en énergie et en eau. Cette tactique est un aveu de faiblesse de la Russie qui indique qu'elle ne peut pas gagner la guerre, mais qu'elle peut juste essayer de blesser et détruire autant d'Ukrainiens et d'infrastructures ukrainiennes que possible et forcer l'Ukraine et ses alliés occidentaux à trouver un compromis afin de mettre un terme aux dommages infligés par la Russie.

## **2. Selon vous, quel sera le prochain tournant de cette guerre ?**

Cette guerre est très imprévisible et chaque fois que nous pensons qu'elle a atteint un stade raisonnablement, des événements déstabilisateurs ont soudainement lieu. Le prochain tournant prévisible sera l'hiver auquel la Russie est très mal préparée. Simultanément, les attaques russes, notamment contre les infrastructures énergétiques ukrainiennes, sont devenues beaucoup plus importantes. Comment ces événements vont-ils affecter le moral et la capacité de combattre des deux camps ? L'hiver nous le dira.

## **3. Pensez-vous que l'hiver pourrait être l'occasion pour une solution diplomatique ?**

Qu'entend-on par solution diplomatique et à quoi pourrait-elle ressembler ? Toute guerre se termine par un accord uniquement si les deux camps estiment qu'il est dans leur intérêt de parvenir à une solution pacifique plutôt que violente. Je pense que le camp russe cherchera une sorte de cessez-le-feu qui lui permettra de conserver le contrôle de certaines régions d'Ukraine qu'il occupe afin de reconstituer ses forces et procéder à de nouveaux recrutements. Par ailleurs, nous n'observons aucun signe indiquant que l'Ukraine souhaite un tel cessez-le-feu. Premièrement, les forces ukrainiennes ont l'avantage et la dynamique est de leur côté. De ce fait, elles n'ont aucune raison d'arrêter les combats si elles peuvent continuer de remporter des victoires. La dernière chose que souhaite l'Ukraine est une trêve à Noël qui permettrait à la Russie de se renforcer au printemps et de reprendre la guerre quand bon lui chante. Deuxièmement, je ne pense pas que l'Ukraine soit disposée, après les sacrifices qu'elle a consentis, à laisser la Russie occuper des territoires qu'elle n'occupait pas avant la guerre. Les pays qui occupent des territoires exercent également un contrôle sur les habitants qui y vivent, une situation aggravée par les crimes horribles commis par la Russie dans ces territoires. Troisièmement, des problématiques plus larges sont à prendre en compte comme les questions juridiques (crimes de guerre) et financières (réparations). La Russie sera-t-elle tenue pour responsable ? Devra-t-elle verser des réparations ? Il est difficile pour l'Ukraine de parvenir à une solution pacifique, surtout si elle est d'ampleur internationale. À ce stade, je pense que nous sommes loin d'une solution diplomatique stable pour l'ensemble de ces raisons.

#### **4. Qu'est-ce qui vous a le plus surpris dans le plan d'action de la Russie, en tenant également compte de l'histoire de ce pays ?**

Ce qui a le plus surpris l'ensemble des observateurs est la médiocrité et l'incompétence de la campagne militaire russe dès le début. En effet, il s'agissait d'un mauvais plan d'attaque mal exécuté. Quels en sont les raisons ? Premièrement, ce plan d'attaque a été fondé sur des hypothèses complètement erronées sur l'Ukraine. Il semblerait que les Russes pensaient que de nombreux Ukrainiens les accueilleraient avec des fleurs. Deuxièmement, l'ampleur de la corruption dans les forces armées russes. Manifestement, nous savons depuis très longtemps que la Russie est extrêmement corrompue, mais nous n'avions pas conscience de la mesure dans laquelle cette corruption avait diminué les capacités militaires russes. La Russie était une puissance militaire formidable, mais il apparaît de manière assez évidente que des sommes d'argent très importantes consacrées à la réforme militaire ces dernières années ont en fait été détournées. Cette situation a donné lieu à des histoires extraordinaires sur les forces récemment mobilisées à qui l'on a demandé d'acheter leur propre matériel militaire et sur des soldats russes publiant des vidéos sur des Kalashnikov rouillés ou ayant reçu des masques de paintball au lieu de visières. Dans ce contexte, la performance militaire russe a été bien moins élevée qu'elle ne l'aurait pu l'être. La corruption est véritablement le talon d'Achille du système russe, mais son ampleur a vraiment surpris les observateurs.

#### **5. Qu'en est-il de la Chine ? Les liens portant sur l'énergie qui existent entre la Russie et la Chine vont-ils continuer à se développer ?**

De nombreux observateurs pensaient que cette guerre rapprocherait la Russie et la Chine. N'oubliez pas que 20 jours avant l'invasion, Messieurs Poutine et Xi Jinping signaient le pacte de l'Amitié sans limites ou « Friendship without Limits ». Lors du 2ème jour de la guerre, Xi Jinping a téléphoné à Poutine pour savoir ce qu'il se passait. Cette guerre a montré que la Russie était imprévisible et un partenaire beaucoup plus faible qu'auparavant, ce que ne souhaite pas la Chine. Par ailleurs, la guerre crée de l'instabilité en Europe, un marché clé et un partenaire financier de la Chine. Sur le plan politique, cette guerre a donné naissance à une coalition de puissances occidentales riches de 40 000 milliards de dollars qui est beaucoup plus forte et solide que ce à quoi n'importe qui pouvait s'attendre. Il s'agit d'un précédent très mal accueilli par la Chine qui a ses propres aspirations, y compris son ambition de regagner le contrôle de Taïwan. La force avec laquelle l'Occident a soutenu l'Ukraine implique l'usage futur de la puissance occidentale, potentiellement contre la Chine. En outre, les sanctions occidentales à l'encontre de la Russie empêchent la Chine de saisir certaines opportunités commerciales en Russie. À l'exception de l'énergie, la Chine bénéficie relativement du commerce de pétrole qu'elle achète désormais à un tarif avantageux. Mais même si la Chine bénéficie de cet avantage, cela ne signifie pas que les deux pays se sont rapprochés, ni que leur relation s'est améliorée, ni que la Chine est heureuse de sa relation avec la Russie. Au contraire, je pense que tous ces signes sous-entendent que la Chine souhaite simplement que cette guerre se termine.

# Tel Aviv calling!



**Gerry Livnat**

Country Head, Israel

Rothschild & Co,  
Wealth Management

Une ville moderne au cœur d'un monde ancien avec une énergie héritée du passé, des caractéristiques qui s'associent également au nom de Rothschild. Dans l'interview suivante, l'équipe de Wealth Insights discute avec Gerry Livnat, responsable national des activités de banque privée, de la décision stratégique d'ouvrir un bureau de représentation en Israël et des opportunités à venir. Ayant plus de 20 ans d'expérience dans le secteur financier, Gerry Livnat a vécu toute sa vie en Israël.

## **1. Gerry - pouvez-vous expliquer à nos lecteurs pourquoi Rothschild & Co a décidé d'ouvrir un bureau de représentation à Tel Aviv ?**

La raison principale est d'ordre stratégique, puisque que nous avons décidé au niveau de l'entreprise de développer notre activité de banque privée et de renforcer notre offre sur plusieurs marchés clés. Qu'est-ce qui fait d'Israël un marché clé ?

Il y a plusieurs raisons :

Tout d'abord, Israël est un pays d'innovation qui compte plus de 6 000 start-ups, dans le domaine notamment des technologies financières. Alors qu'auparavant, beaucoup d'entre elles finissaient par être vendues à des conglomérats américains, elles ont tendance aujourd'hui à rester en Israël. Ce boom de la haute technologie pendant la dernière décennie a entraîné une énorme création de richesse, qui se traduit par l'existence d'une nouvelle base de clientèle potentiellement importante. Deuxièmement, Israël est un pays relativement jeune, et je ne fais pas référence ici à l'État d'Israël, mais à sa population. Plus d'un tiers des Israéliens ont moins de 20 ans et, avec 3,1 enfants par famille, le pays affiche le taux de fécondité le plus élevé de l'OCDE. Troisièmement, notre activité de conseil financier (Global Advisory) est implantée en Israël depuis 2008 et, au vu du dynamisme et de la résilience de l'économie israélienne, il existait manifestement une demande complémentaire de services de banque privée.

## **2. Comment allez-vous désormais exploiter votre présence locale pour développer l'héritage israélien de Rothschild & Co ?**

En Israël, on dit souvent : « si vous avez besoin de contacter quelqu'un, soit vous avez déjà ses coordonnées, soit il vous suffit de parler à une personne pour les avoir ». L'énorme avantage d'être finalement présent sur place, c'est de pouvoir rencontrer et servir immédiatement la clientèle locale. En plus d'une équipe locale bien implantée, nous pouvons également faire appel à notre équipe d'investissement en Suisse. Sachant que nous avons déjà une bonne équipe en place dans le domaine du conseil aux entreprises, il a été relativement facile d'ouvrir un bureau de banque privée pour répondre aux besoins de la clientèle existante et rencontrer de nouveaux clients. Pour ce qui est de l'héritage de la famille Rothschild en Israël, la famille a évidemment joué un rôle important dans la construction du pays et son nom est perçu comme tel. La richesse patrimoniale du pays est relativement récente, et les Israéliens apprécient par conséquent la continuité qui accompagne notre nom. Nous souhaitons que nos clients participent à cette histoire.

Dans un entretien accordé à :

**Laura Kuenlen**

Investment Insights  
7 novembre 2022

### 3. Quelles sont à votre avis les difficultés rencontrées par la clientèle israélienne pour la protection de leur patrimoine à long terme ?

Tel Aviv est l'une des villes les plus chères du monde et un appartement y coûte en moyenne près d'un million d'euros. Par conséquent, l'immobilier est, et a toujours été, un sujet important et une classe d'actifs significative. Nous avons une approche à long terme de l'investissement et notre objectif a toujours été de protéger et faire fructifier le patrimoine de nos clients. Cependant, les Israéliens ne sont pas forcément très patients. C'est la raison pour laquelle ils créent autant de start-ups : ils sont rapides et créatifs, ils veulent sortir des sentiers battus pour faire bouger les choses. L'un de nos premiers défis consiste donc à convaincre la clientèle israélienne du bien-fondé d'une approche d'investissement qui exige parfois de la patience et de la résilience. L'ouverture de notre bureau a coïncidé avec la volatilité générale des marchés, qui a fait tanguer la valorisation de nombreuses start-ups et remis beaucoup de choses en perspective. Ce contexte est venu soutenir notre approche d'investissement et a facilité sa présentation.

#### Israël en quelques chiffres

<b>Population</b>	9,5 millions d'habitants
<b>PIB par habitant</b>	55 300 dollars, ce qui classe le pays au 14ème rang mondial (devant notamment l'Allemagne, le Royaume-Uni et la France)
<b>Nombre de sorties de start-ups (2021)</b>	259, dont 77 avec une valorisation de plus de 100 millions de dollars
<b>Valeur des sorties (2021)</b>	25,6 milliards de dollars, soit presque un quart de la valeur totale des sorties européennes
<b>Licornes Israéliennes</b>	92, plus que dans toute l'Europe
<b>Le patrimoine en Israël</b>	1 habitant de Tel Aviv sur dix est millionnaire 107 000 millionnaires (562 nouveaux rien qu'en 2021) et 25 milliardaires dans le pays

Source: IVC Research Center

### 4. Pouvez-vous nous parler un peu des ambitions de croissance de ce nouveau bureau pour les cinq prochaines années ?

Nous avons actuellement quatre personnes sur le terrain et nous aimerions augmenter ce chiffre au cours des cinq prochaines années. Notre objectif est clairement d'accroître notre présence auprès de la communauté entrepreneuriale israélienne, de développer une clientèle solide au niveau local et d'apporter à tous une réelle proposition de valeur. En bref, nous voulons devenir l'un des principaux acteurs de ce marché.

### 5. Pour finir, une question personnelle : qu'est-ce qui a changé en Israël ces dernières années ?

Comme je le disais plus tôt, Israël est un pays relativement récent qui ne compte pas beaucoup de vieilles fortunes. Pendant ses premières décennies d'existence, il s'agissait d'un pays relativement pauvre, avec une immigration importante en provenance de beaucoup de pays différents. La richesse s'est ensuite développée assez rapidement. Il s'agit aujourd'hui d'un pays bien établi avec un état d'esprit très entrepreneurial. Il y a de moins en moins d'entreprises vendues à des investisseurs étrangers et le pays est devenu une plaque tournante pour de nombreuses entreprises américaines comme Apple, Microsoft ou IBM, qui embauchent du personnel local. Cette évolution stimule l'économie et favorise sa stabilité. On a également récemment découvert du gaz naturel en mer Méditerranée au large des côtes israéliennes. C'est une excellente nouvelle pour un pays dont les habitants étaient par le passé l'unique ressource, car nous disposons désormais d'une ressource naturelle puissante qui va changer radicalement l'économie du pays et lui rapporter près de 28 milliards d'euros (estimation).

#### Israël & les Rothschild

Les intérêts philanthropiques de la famille Rothschild se sont étendus à la région depuis les premiers temps de ses partenariats d'entreprise il y a plus de deux siècles. À travers le soutien apporté à des hôpitaux, des écoles, des universités, à la création de compagnies de danse et aux arts visuels, pour ne citer que quelques exemples, la famille Rothschild a fait la preuve de son engagement en faveur du bien-être du pays.

# Out of this space



**William Therlin**

Investment and Portfolio Adviser



**Stefan Gerstner**

Investment and Portfolio Adviser

## Les dépenses en cybersécurité continuent d'augmenter

La cybersécurité, qui consiste à protéger les ordinateurs, les réseaux, les données et les programmes contre tout accès non autorisé, n'est pas une nouveauté. Sa naissance est estimée aux années 1970, lorsque Ray Tomlinson (célèbre pour avoir inventé le courrier électronique) a mis au point, le premier logiciel antivirus.

Une cinquantaine d'années plus tard, la cybersécurité (et son opposé, la cybercriminalité) se sont largement développées, avec des répercussions majeures sur de nombreux aspects de la société.

Qu'elle consiste à dérober des informations privées, à perturber le fonctionnement des entreprises, ou encore à leur extorquer de l'argent, la cybercriminalité représente une menace croissante pour l'économie mondiale. Au rythme actuel, le coût des cyberattaques devrait atteindre plus de 17 600 milliards de dollars par an d'ici 2025.<sup>1</sup>

## Plus de virus ciblant un nombre croissant d'internautes

Parmi les facteurs sous-jacents de cette évolution, il existe une simple relation : le développement de l'économie numérique va de pair avec celui de la cybercriminalité. Le nombre croissant d'appareils connectés<sup>2</sup> qui forment le cœur de l'Internet des objets (IoT) ainsi que la migration actuelle des données, qui sont de plus en plus « en ligne » (online) au lieu d'être « hors ligne » (offline), créent de potentielles vulnérabilités pour de nouvelles attaques. Ce dernier point est lié à l'importance croissante du cloud (un sujet que nous traitons séparément [ici](#)). Nos recherches indiquent que les mesures de confinement engendrées par la pandémie, la distanciation sociale et le home-office ont tous contribué à accélérer de plusieurs années l'adoption du cloud dans les grandes organisations.

### Décoder le jargon

**Un logiciel malveillant** (également appelé malware ou maliciel) est un programme ou un fichier qui permet à l'attaquant (1) d'avoir accès à une machine ou un système ou (2) de voler des données sensibles.

**Un logiciel rançonneur** (également appelé logiciel d'extorsion ou rançongiciel pour ransomware en anglais) est un type de logiciel malveillant qui bloque l'accès à un ordinateur ou à certaines données pour demander de l'argent en échange de leur déblocage.

### 3.6

En 2023, il y aura en moyenne 3,6 appareils connectés par personne, et le nombre total d'appareils connectés sera trois fois supérieur à la population mondiale.

## Les solutions de cybersécurité sont plus sophistiquées, mais les attaques le sont aussi

Entre logiciels malveillants et logiciels rançonneurs, la cybercriminalité est également devenue plus complexe, et les attaquants se servent de l'intelligence artificielle et de l'apprentissage automatique pour renforcer leur efficacité. Pendant la pandémie, le nombre d'attaques ciblées a doublé et celui des attaques personnalisées a même quadruplé.<sup>3</sup>

Ces attaques sont de plus en plus sophistiquées et représentent une menace importante pour le secteur privé et public. Comme nous l'avons vu, le coût (direct et indirect) de ces attaques augmentera de manière considérable dans les années à venir et les organisations seront obligées d'investir dans des systèmes plus pointus pour contrer des infractions toujours plus intelligentes.

Il n'est donc pas surprenant que les dépenses consacrées aux services de sécurité soient appelées à augmenter de manière considérable. Après y avoir consacré 150 milliards de dollars en 2021 (ce qui représente un taux de croissance annuelle composée de 12 %<sup>4</sup>), les organisations devraient encore accroître leurs investissements dans ce domaine. À long terme, le marché potentiel de la cybersécurité pourrait atteindre 2000 milliards de dollars, soit environ dix fois la taille du marché actuel (cf. figure 1).

Figure 1 : taille prévisionnelle du marché mondial de la cybersécurité à long terme

(en milliers de milliards de dollars)



## Les organisations ne sont pas bien préparées et ont besoin d'investir

Même si les entreprises sont aujourd'hui beaucoup plus sensibilisées à la cybersécurité, et qu'elles investissent dans des technologies telles que le cloud, les capacités de home-office et le stockage des données, leur infrastructure informatique présente encore de nombreuses lacunes. Une enquête menée récemment auprès de 4 000 entreprises montre qu'une entreprise de 1 000 salariés a pu enregistrer jusqu'à 86 000 attaques en 2022.<sup>5</sup> La même enquête note également que les risques de cybersécurité ont presque doublé entre 2021 et 2022.<sup>6</sup>

La réglementation représente un autre enjeu pour les organisations. Avec l'introduction du RGPD et d'autres législations relatives à la protection des données, les entreprises font l'objet d'une surveillance accrue sur la manière dont elles traitent les données (privées). Celles qui ne parviennent pas à protéger ces données contre les cyberattaques s'exposent à des amendes importantes, en plus du préjudice causé à leur image de marque. Bien que plus difficile à quantifier, ce dernier peut se révéler encore plus coûteux à long terme.

## Comment investir dans le secteur de la cybersécurité

Il existe différents moyens pour les investisseurs d'accéder au marché croissant de la cybersécurité. Selon la composition de leur portefeuille, une exposition directe par le biais d'une ligne de titres spécifique peut s'avérer la stratégie la plus appropriée. Dans d'autres cas, une approche plus générale et diversifiée, comme par exemple un ETF sectoriel, peut être préférable.

L'équipe **Investment & Portfolio Advisory** de Rothschild & Co Banque Privée saura vous conseiller sur la meilleure manière d'investir dans le secteur de la cybersécurité en tant que thématique d'investissement à long terme.

1. [Statista](#)
2. [Cisco Annual Internet Report \(2018-2023\) White Paper](#)
3. <https://go.coro.net/cyberthreats2022>
4. [New survey reveals \\$2 trillion market opportunity for cybersecurity technology and service providers, October 27, 2022 | Article by Bharath Aiyer, Jeffrey Caso, Peter Russell and Marc Sorel, McKinsey & Company.](#)
5. <https://go.coro.net/cyberthreats2022>
6. <https://go.coro.net/cyberthreats2022>



# Marchés immobiliers – quelles perspectives ?



**Frank Krischan**  
Investment Director

Au cours des dernières années, les marchés immobiliers des pays occidentaux ont connu un essor. En 2022, le contexte économique incertain jette soudain une ombre sur le tableau. L'inflation et la hausse des frais de financement et des coûts de construction assombrissent les perspectives de l'immobilier. Prenant en compte ces nombreuses sources de turbulences, cette catégorie d'actifs recèle-t-elle encore de la valeur pour les investisseurs ?

## Contexte de marché actuel et incertitudes

Au cours des dernières années, les valeurs immobilières ont été fortement soutenues par des taux d'intérêt faibles, voire négatifs. L'émergence de la pandémie de Covid et la réorientation soudaine des préférences des investisseurs, de la distribution vers la logistique par exemple, ont renforcé les tendances sous-jacentes de prix croissants et de sous-segments prisés, donnant l'impression que cette catégorie d'actifs était parfaitement solide et sûre. Maintenant, cependant, le secteur est confronté à de nombreux défis, en particulier les politiques monétaires plus restrictives adoptées par les banques centrales pour lutter contre l'inflation, une approche qui ne devrait pas changer à court terme.

Les marchés boursiers et obligataires ont subi de nettes corrections pendant les douze derniers mois, mais les valorisations immobilières sont à la traîne et restent relativement stables. Bien que certaines opérations soient conclues à des niveaux très inférieurs et que le volume des transactions se soit effondré, rien n'indique encore que toutes les valorisations immobilières s'ajusteront. Néanmoins, la plupart des investisseurs restent prudents parce que les banques ont des problèmes de structuration

des crédits, si bien que les prêts sont plus difficiles à obtenir. De ce fait, des transactions ont souvent dû être conclues à un très net rabais ou même être annulées.

Ces incertitudes sont amplifiées par deux autres facteurs : une vague imminente de demandes de remboursement pourrait provoquer des ventes forcées par les **fonds immobiliers à capital variable**, si bien que des biens devront être vendus beaucoup moins cher pour garantir la liquidité des fonds. Par ailleurs, certaines **SCPI** cotées pourraient être forcées à faire de même à cause de problèmes de refinancement de leur dette.

Un **fonds à capital variable** est un véhicule de placement qui utilise des mises en commun d'actifs, ce qui permet en permanence de nouvelles contributions et des remboursements des investisseurs participants.

**SCPI** : une SCPI (société civile de placement immobilier) est une entreprise qui détient, exploite ou finance des immeubles générateurs de revenus.

## L'impact de la hausse des taux d'intérêt sur les différentes stratégies immobilières

La hausse des taux d'intérêt entraîne des conditions financières plus restrictives qui demandent un **taux de capitalisation** plus élevé, ce qui implique une baisse des prix immobiliers. Cet impact sur les valorisations est particulièrement élevé pour les stratégies immobilières **Core et Core+** qui se concentrent surtout sur les rendements locatifs existants. À l'inverse, les investisseurs « value-add » qui améliorent l'efficacité opérationnelle des immeubles en réduisant le taux de vacance et en augmentant les loyers sont moins pénalisés.

Selon nous, les 18 prochains mois seront très attrayants pour les investisseurs « value-add » qui disposent de liquidités et d'un levier conservateur, car ils privilégient la fin du cycle immobilier et peuvent tirer profit d'éventuelles opportunités d'investissement à un moindre prix d'entrée.

## Perspectives des différents segments immobiliers

Compte tenu des défis à venir, y compris la crainte d'une récession ou d'une phase d'inflation élevée plus longue, la hausse du coût de l'énergie ou une instabilité géopolitique persistante, il est important de se concentrer sur les fondamentaux sous-jacents. À moyen ou long terme, les principaux vecteurs du rendement immobilier resteront la démographie, l'urbanisation et la décarbonisation.

Les stratégies Core et Core+ privilégient moins l'appréciation du capital, et davantage la régularité des flux de trésorerie : la plupart des contrats d'immobilier commercial sont indexés sur l'inflation et offrent dans une certaine mesure une protection contre l'inflation aux propriétaires. La demande de biens résidentiels reste élevée et les taux de vacance sont modestes à cause du faible volume de construction pendant la pandémie de Covid et de l'afflux d'habitants vers les zones métropolitaines. Mais des interventions des gouvernements, telles que les plafonds de loyers, pourraient limiter l'ampleur de la croissance des recettes locatives. D'autre part, comme les prix immobiliers sont élevés et que les coûts de financement augmentent, le marché des logements en propriété est devenu inaccessible à de nombreux acheteurs potentiels, rehaussant l'attrait du marché résidentiel locatif aux yeux des locataires et des investisseurs. Du côté des bureaux, la demande pour les biens de haute qualité à des emplacements de choix reste stable. Mais l'écart par rapport aux emplacements secondaires et aux structures plus anciennes s'accroît très nettement. En particulier, les immeubles de bureaux surannés qui ne répondent pas aux exigences ESG des locataires et des investisseurs devraient voir leur valeur décliner. Alors que l'immobilier de distribution n'a plus la faveur des investisseurs, la demande du marché reste robuste dans le secteur logistique et dans la logistique du dernier kilomètre, c'est-à-dire l'étape finale du processus de distribution entre les plateformes de distribution et les utilisateurs finaux. De même, des secteurs de niche du marché restent dynamiques, comme par exemple le stockage en libre-service, les biens résidentiels avec services, les logements pour étudiants ou les produits axés sur les locataires âgés.

**Taux de capitalisation** : le taux de capitalisation est calculé en divisant le revenu net d'exploitation d'un bien par le prix d'achat (qui peut différer du prix d'évaluation, surtout sur ces marchés).

**Les actifs Core** : bien immobilier dans les quartiers d'affaires centraux avec des baux à long terme, des locataires de qualité et un taux d'occupation élevé.

Les actifs **Core+** sont pour la plupart stabilisés, générant des revenus courants stables, avec un potentiel de croissance des loyers et d'augmentation du taux d'occupation grâce à la rénovation des propriétés et à la gestion des actifs. L'accent est mis sur l'amélioration des revenus et l'appréciation du capital.

La dislocation des marchés offre aux investisseurs un important potentiel de réévaluation. L'âge moyen des bâtiments et les exigences de décarbonation devraient engendrer des prix d'entrée attrayants et créer des opportunités pour les fonds immobiliers ayant une stratégie « value-add » ou opportuniste. Mais cela requiert une stratégie bien réfléchie et cohérente qui couvre différentes régions et conjugue plusieurs types d'actifs à des fins d'allocation des risques. L'immobilier reste une catégorie d'actifs à haute intensité capitalistique où une stratégie à long terme et une aptitude à s'adapter rapidement aux changements du marché sont impératives.



## Wealth Insights:

Nos Investment Insights reposent sur un large éventail de publications, podcasts et graphiques détaillés et d'actualité.

Pour plus d'informations sur nos Investment Insights, veuillez consulter notre page Wealth Insights à l'adresse

[www.rothschildandco.com/insights](http://www.rothschildandco.com/insights)



Ce document est produit par Rothschild & Co Bank AG, Zollikerstrasse 181, 8034 Zurich, à titre d'information et de marketing uniquement. Il ne s'agit pas d'une recommandation personnelle, d'un conseil, d'une offre ou d'une invitation en vue d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières ou tout autre produit bancaire ou d'investissement. Rien dans le présent document ne constitue un conseil juridique, comptable ou fiscal. Bien que les informations et les données figurant dans ce document proviennent de sources réputées fiables, aucune déclaration/garantie, expresse ou implicite, n'est ou ne sera faite/donnée et, sauf en cas de fraude, aucune responsabilité n'est ou ne sera acceptée par Rothschild & Co Bank AG concernant l'équité, l'exactitude ou l'exhaustivité de ce document ou des informations sur lesquelles il repose, ou concernant la confiance accordée à ce document par quelque personne que ce soit.

Plus particulièrement, aucune déclaration/garantie n'est faite/donnée quant à la réalisation ou au caractère raisonnable des projections, objectifs, estimations ou prévisions figurant dans ce document. En outre, toutes les opinions et données utilisées dans ce document sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. La distribution de ce document dans certaines juridictions peut être soumise à certaines restrictions en vertu de la loi ou d'autres réglementations. Par conséquent, les destinataires de ce document doivent s'informer de toutes les exigences légales et réglementaires applicables et les respecter. Il est interdit d'envoyer, d'apporter et de distribuer aux États-Unis, ou à un ressortissant américain (« US Person »), le présent document ou une copie de celui-ci. Rothschild & Co Bank AG est agréée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).