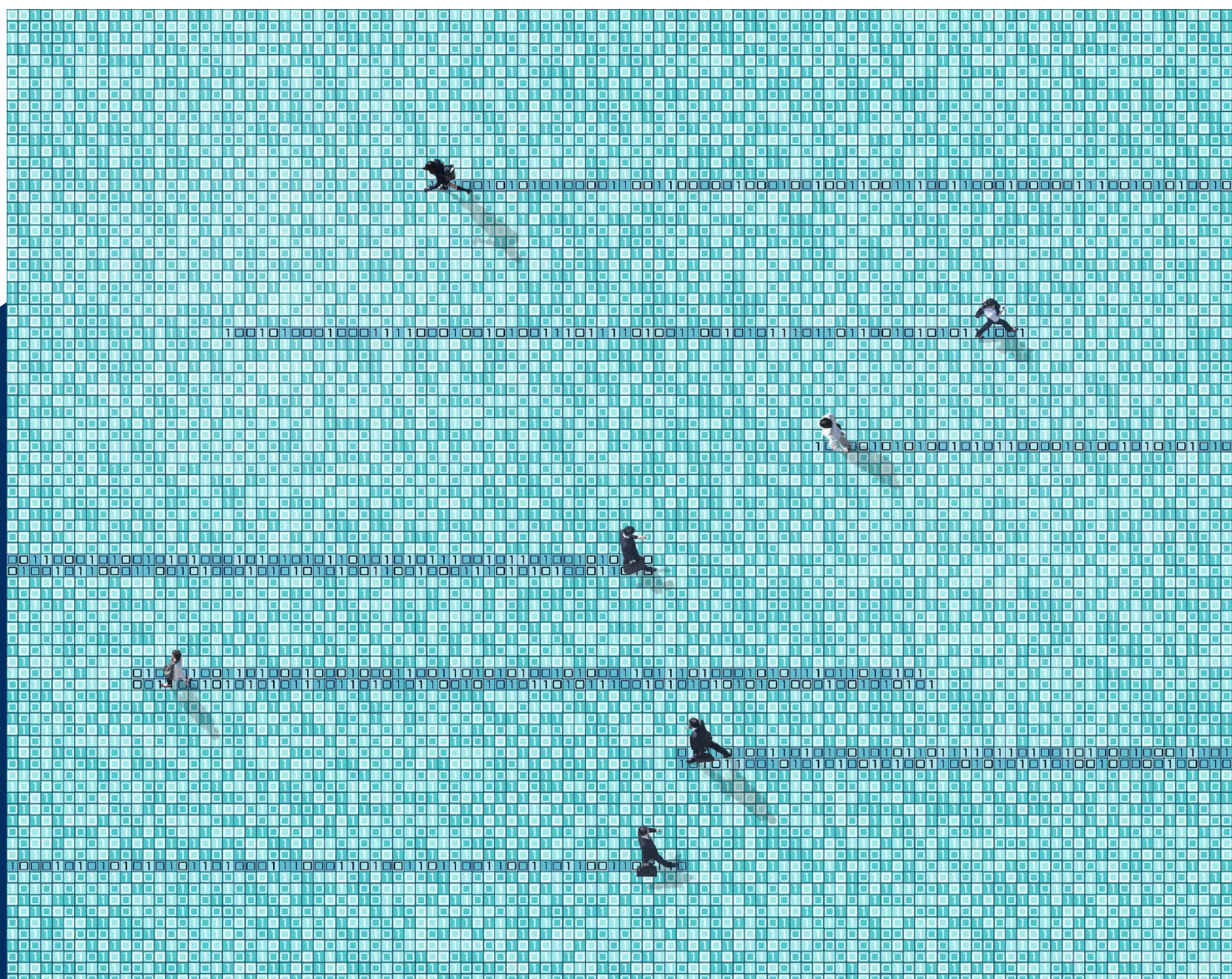




Mosaïque Insights

NUMÉRO 11 | PRINTEMPS 2023

02 STRATEGY & CIO

Risque cyclique et changement structurel

08 PORTFOLIO MANAGEMENT

Comment les portefeuilles ont géré le premier trimestre 2023

09 FIXED INCOME

La forte volatilité sur les marchés obligataires, une opportunité?

12 INSIGHTS: INTELLIGENCE ARTIFICIELLE

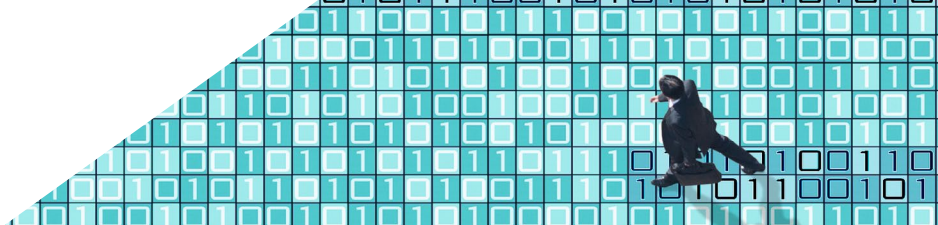
Course vers le futur

15 INSIGHTS: R&CO4GENERATIONS

Notre approche du changement

18 PRIVATE MARKETS

Plus de liquidité dans l'illiquidité



“ Rien n’est permanent, sauf le changement ”

- Heraclitus

Les premiers mois de l’année 2023 ont été remarquables, donnant lieu à de nombreuses questions sur les marchés financiers et l’économie en général.

C’est dans ce contexte que nous vous présentons ce nouveau numéro de Mosaïque Insights. Nous y expliquons comment nous avons traversé ce premier trimestre 2023, grâce aux contributions de nos stratégestes d’investissement, de nos gérants de portefeuilles et de nos spécialistes de la gestion obligataire, ainsi que la manière dont nous nous positionnons dans cet environnement.

Nous en profitons également pour approfondir une tendance récente du marché, à savoir l’intelligence artificielle, en faisant ressortir les évolutions les plus actuelles dans ce domaine – attendez-vous à en lire davantage sur ce sujet dans les prochains mois. Nous nous intéressons également à la classe d’actifs des marchés privés, et vous donnons un aperçu de l’approche philanthropique du groupe appelée R&Co4Generations.

Nous espérons que vous apprécierez ce numéro de Mosaïque Insights !



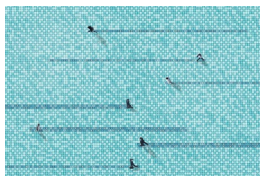
Laurent Gagnebin

Directeur général,
Rothschild & Co Bank AG



Dr. Carlos Mejia

Directeur de l’investissement,
Rothschild & Co Bank AG



Valeurs : données arrêtées à fin mars 2023.



Risque cyclique, changement structurel



Kevin Gardiner

Global Investment Strategist

Kevin Gardiner

Nous avons commencé l'année en imaginant qu'elle offrirait une toile de fond plus favorable qu'en 2022 sur le plan économique. L'inflation commençait à ralentir, les taux d'intérêt apparaissaient proches d'un pic (ou tout au moins d'un plateau) et les économies semblaient faire preuve de résilience, en raison notamment de la flexibilité de l'offre.

Il est vrai que le risque géopolitique restait élevé, les tensions autour de Taïwan remplaçant le traumatisme de l'Ukraine comme sujet d'inquiétude le plus pressant. Nous avons toutefois considéré qu'il s'agissait d'une menace désormais familière et gérable (tant que la Chine reste patiente).

Ce n'était pas vraiment une hypothèse audacieuse pour 2023, compte tenu des difficultés rencontrées l'an dernier. Elle a toutefois été remise en cause en mars par la réapparition du risque bancaire. La crise financière mondiale de 2008 continue manifestement de nous hanter.

Nous estimons malgré tout que le système bancaire est mieux capitalisé aujourd'hui des deux côtés de l'Atlantique, que les portefeuilles de prêts sont de meilleure qualité et que l'intervention décisive des États-Unis et de la Suisse (concernant respectivement SVB et CS) montre que les autorités restent vigilantes et, après plus d'une décennie de mesures "non conventionnelles", inventives dans leur volonté de défendre le système monétaire. Il faut aussi se rappeler que chaque papillon ne provoque pas forcément une tornade.

Cependant, si vous me permettez cette métaphore, quand quelqu'un crie "au feu" suffisamment fort, même dans le cinéma le mieux conçu, il peut y avoir des dégâts. Tant que les déposants seront des prêteurs involontaires, le système bancaire conventionnel restera vulnérable. Les taux d'intérêt nominaux ont augmenté rapidement et fortement, retrouvant en grande partie leurs niveaux "d'autrefois". Il ne serait donc pas surprenant que d'autres actifs se déprécient, même si l'économie mondiale continue dans son ensemble à résister. Et même si les taux d'intérêt ne devaient plus bouger, les conditions d'accès au crédit vont certainement se durcir davantage. Il faudra probablement quelques mois pour que la menace bancaire se dissipe complètement.

Nous estimons malgré tout que les perspectives restent favorables pour 2023. En effet, le risque cyclique est en train de se recentrer sur les bénéfices des entreprises plutôt

que sur les taux d'intérêt, à mesure que le resserrement du crédit se fait sentir (cela dit, nous pensons malgré tout que les taux d'intérêt ne sont pas encore au plus haut et qu'il est prématuré d'envisager des baisses de taux en 2023). Globalement, la situation macroéconomique ne semble pas beaucoup plus risquée qu'elle ne l'était en début d'année. L'inflation se résorbe, quoique de manière inégale, tandis que les conditions de l'offre (logistique mondiale, taux de participation sur le marché du travail) continuent de s'améliorer.

À plus long terme, le regain de nervosité à l'égard du secteur bancaire laisse entrevoir la possibilité d'une réforme monétaire plus profonde, pour que la masse monétaire moderne ne soit plus l'otage du cycle du crédit. Si les banques sont trop importantes pour faire faillite, elles le sont aussi pour être autorisées à prendre des risques - ou si elles restent autorisées à prendre des risques, elles devront perdre leur rôle de prestataires de services monétaires d'intérêt collectif.

L'avènement de monnaies numériques crédibles vient peut-être de se rapprocher d'un pas - et il ne s'agit pas du bitcoin ou d'un autre actif "crypto" existant. Le problème central est la création de crédit privé, et non la création de monnaie (malgré l'inflation récente), et la blockchain est trop lourde pour gérer la vitesse et l'ampleur des transactions monétaires. Mais les arguments en faveur des monnaies numériques de banque centrale viennent de se renforcer.

Cette perspective n'est que l'une des nombreuses manières dont la technologie continuera à façonner l'économie, comme l'évoquent d'autres articles de ce numéro de Mosaïque Insights. Il semblerait que nous soyons sur le point aujourd'hui de franchir une nouvelle étape importante en ce qui concerne notre capacité à gérer et à exploiter des volumes importants de données (big data), en dépassant le calcul rapide et l'identification de schémas pour nous attaquer au langage et au contexte.

Comme toujours, le changement est source de nervosité. Mais l'investissement - et ses implications en termes de bien-être - devraient être accueillis à bras ouverts. Il y aura probablement des entreprises et des emplois qui seront créés, et d'autres qui seront détruits - personne n'avait prédit autrefois les communications et les médias numériques d'aujourd'hui - et d'autres encore qui seront réévalués : les utilisateurs du big data, les fournisseurs de contenu, peut-être les plombiers et les ouvriers du bâtiment (les robots à dextérité humaine sont encore loin d'exister).

En particulier, il semble prématuré de parler d'une effrayante « Singularité ». La véritable intelligence artificielle - par opposition à une vitesse de traitement plus rapide - restera insaisissable tant que nous n'aurons pas compris plus clairement ce que signifie être conscient, et comment programmer cet état.



Commentaire du CIO

Les marchés financiers ont connu un début d'année positif, avec une économie mondiale en bonne santé, tandis que les bénéfices d'entreprises résistent bien et que l'inflation continue de refluer. Cependant, les inquiétudes concernant le secteur bancaire, et la crainte d'un risque systémique, ont perturbé les marchés. Nous pensons néanmoins que l'impact de cette crise bancaire sera contenu. Dans ce contexte, nous restons optimistes mais vigilants.

Allocation d'actifs Mosaïque

CLÉS	-	Neutre	+
Surpondération			
Indice de référence			
Sous-pondération			

→ Changements apportés à notre allocation tactique d'actifs au premier trimestre 2023.
←

Début 2022, nous avons ramené notre positionnement en actions à un niveau neutre, en deux phases. Nous avons d'abord surpondéré les liquidités tout en maintenant une double sous-pondération des obligations. Plus tard dans l'année, nous avons utilisé une partie des liquidités pour réduire notre sous-pondération des obligations. Nous avons fini par la supprimer complètement dans nos portefeuilles US.

Alors que les taux d'intérêt s'approchaient d'un sommet, et que les enquêtes de confiance des entreprises semblaient s'améliorer au niveau mondial, nous sommes restés neutres sur les actions, en privilégiant toutefois notre exposition cyclique par rapport aux segments défensifs depuis la fin du mois de janvier. En parallèle, nous avons continué à ajuster nos positions obligataires US pour refléter des valorisation relatives que nous jugeons plus favorables en ce qui concerne les bons du Trésor américain.

États-Unis	-	Neutre	+
Marché monétaire			
Or			
Obligations			
Actions			

Europe	-	Neutre	+
Marché monétaire			
Or			
Obligations			
Actions			

Suisse	-	Neutre	+
Marché monétaire			
Or			
Obligations			
Actions			

Obligations

Avant la chute de la SVB, les rendements obligataires européens n'étaient pas encore tout à fait revenus à des niveaux offrant de notre point de vue une rentabilité à long terme supérieure à l'inflation, et la Banque centrale européenne (BCE) semblait encore la plus éloignée du pic des taux directeurs. Le mois dernier n'a pas modifié ce jugement, et nous continuons de sous-pondérer les obligations et la duration dans les portefeuilles européens, en privilégiant le segment spéculatif (haut rendement) - en dépit du sentiment de risque accru lié au secteur bancaire.

Dans les portefeuilles US, déjà neutres sur la classe d'actifs et la duration, nous sommes aussi récemment passés en neutre sur la qualité du crédit, ayant fermé à fin janvier une sous-pondération de longue date des obligations de qualité supérieure.

États-Unis	-	Neutral	+
Duration			
High-grade			
IG low-grade			
High-yield			

Europe	-	Neutral	+
Duration			
High-grade			
IG low-grade			
High-yield			

Suisse	-	Neutral	+
Duration			
High-grade			
IG low-grade			
High-yield			

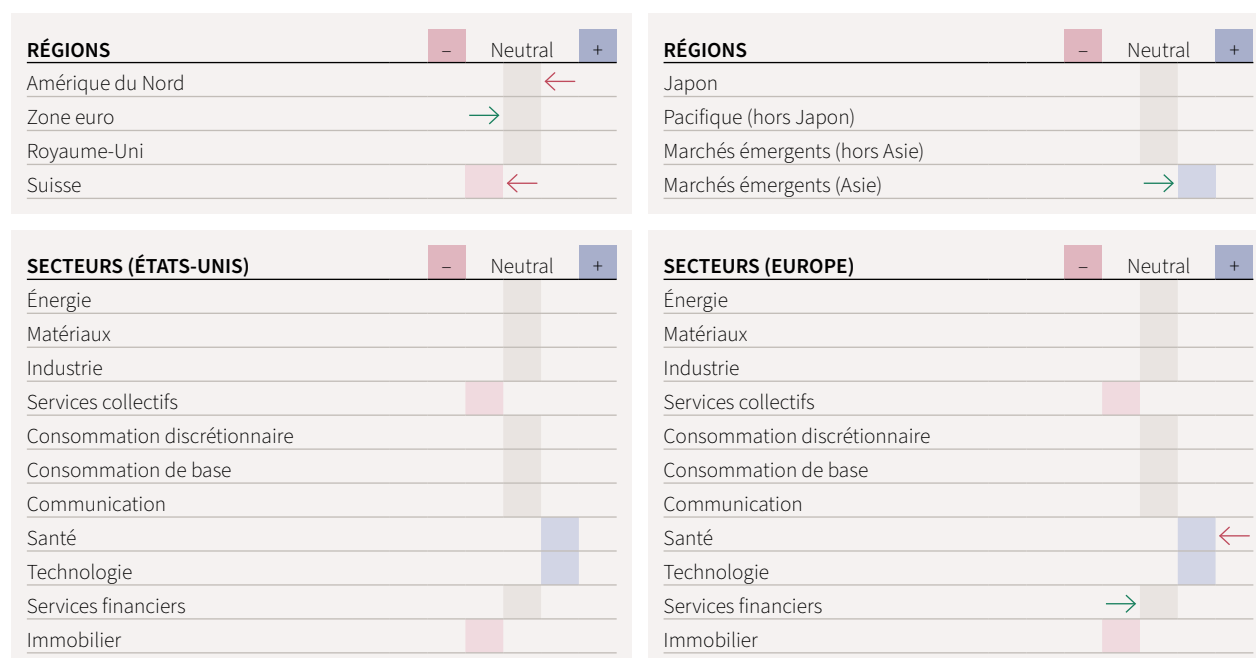


Actions

À fin janvier, nous avons également mis fin à notre surpondération de longue date des actions américaines et à notre sous-pondération de l'Europe continentale (hors Suisse). L'Europe est le meilleur choix dans un contexte de stabilisation de l'économie mondiale (qui reste à nos yeux le scénario qui devrait finir par prévaloir) et l'absence relative de valeurs de « croissance » pourrait avoir moins d'importance dans le prochain cycle. En étant neutres sur ces deux grandes régions, nous pensons être bien placés pour observer l'évolution du rapport de force pour le leadership du marché.

Nous avons également rétabli une surpondération de l'Asie émergente, non sans contrariété, car nous avions fermé cette position relativement récemment, à des niveaux de marché inférieurs. Mais la conjoncture a changé : les perspectives cycliques de la Chine se sont sensiblement améliorées avec l'abandon inattendu de sa position « zéro Covid », et elles continuent de le faire. Ce jugement n'est pas modifié par les craintes liées au secteur bancaire. En contrepartie, nous avons de nouveau sous-pondéré le marché suisse plus défensif, qui a effectivement sous-performé par la suite, mais pas pour cette raison.

Dans les portefeuilles européens, nous avons également fermé notre sous-pondération des services financiers à la fin du mois de janvier et réduit notre surpondération du secteur de la santé (un secteur défensif). Nos avis sectoriels sont depuis lors parfaitement alignés en Europe et aux États-Unis, et ne sont pas encore affectés par les turbulences bancaires.



Outre les changements tactiques opérés au niveau de l'allocation d'actifs, cela s'est traduit par un renforcement de notre processus de sélection des titres, dans le cadre duquel nos analystes continuent de travailler en partenariat avec [Redburn](#), un leader de la recherche actions.

Pour ce qui est de l'avenir, comme le note notre stratégeste international, nous devons nous rappeler que chaque papillon ne provoque pas une tornade. Les derniers mois nous rappellent à notre devoir de dépositaire et de gardien à long terme de votre patrimoine. Nous continuons de surveiller les facteurs de changement à long terme pour les entreprises, l'économie mondiale et vos investissements, non pas à l'horizon de quelques semaines ou quelques mois, mais à celui des trimestres et des années à venir.

Market Perspective

**Vous souhaiteriez en savoir davantage
sur l'environnement économique et
financier actuel ?**

Notre publication phare, Market Perspective, vous
présente les dernières tendances de marché, les vues
macroéconomiques de notre équipe de stratégie ainsi
que les répercussions sur vos portefeuilles.

www.rothschildandco.com/insights



Commentaire du gérant



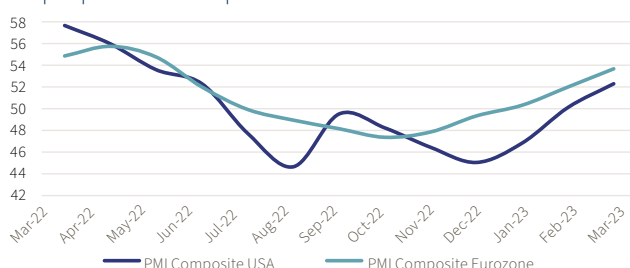
Emmanuel Casalis
Portfolio Manager

Le premier trimestre 2023 a été très positif pour la gestion diversifiée, à l'inverse de ce que nous avons connu en 2022.

Les actions ont progressé, mais sont restées dans la fourchette que l'on observe depuis quelques mois, avec un sentiment de marché demeurant volatil et variant au gré des publications macroéconomiques et des anticipations en matière de politique monétaire. Le crédit a bénéficié de l'amélioration des perspectives de croissance, tandis que les obligations de qualité ont été capables de protéger les portefeuilles pendant la phase de stress qu'a connu le marché, avec la faillite de la Silicon Valley Bank aux États-Unis et le rachat forcé de Crédit Suisse par UBS. De son côté, l'or a joué pleinement son rôle de diversification en nous protégeant dans cette période mouvementée. Dans ce contexte, les incertitudes sur le scénario macroéconomique demeurent très fortes, avec des signaux à la fois positifs et négatifs, ce qui ne nous incite pas à prendre des positions marquées sur les différentes classes d'actifs ou à l'intérieur de celles-ci. C'est la principale explication de notre positionnement globalement neutre en matière d'allocation.

Du côté des bonnes nouvelles, la croissance mondiale a surpris positivement au premier trimestre. Le rebond des enquêtes de conjoncture de l'indice composite des directeurs d'achat (PMI) des deux côtés de l'Atlantique depuis le début de l'année en est peut-être la meilleure illustration (Graphique 1). On observe également des chiffres de production très solides en provenance de Chine. Sur le front de l'inflation, l'inflation globale a continué de baisser au cours du trimestre avec le recul des prix de l'énergie, mais l'inflation sous-jacente est restée généralement élevée, obligeant les grandes banques centrales à poursuivre leur resserrement monétaire. Les chiffres de l'emploi sont restés également très solides. Cependant, les conséquences du resserrement monétaire en cours restent encore à déterminer. L'effondrement de la Silicon Valley Bank et les tensions qui ont suivi dans le système bancaire sont de bons exemples des risques possibles générés par des coûts d'emprunt plus élevés au niveau global. L'inversion marquée de la courbe des taux sur les marchés obligataires constitue à ce titre un rappel du risque de récession que pourrait engendrer le cycle de resserrement monétaire

Graphique 1 : PMI composite



actuel, le plus brutal que nous ayons connu depuis les années 1980 (Graphique 2).

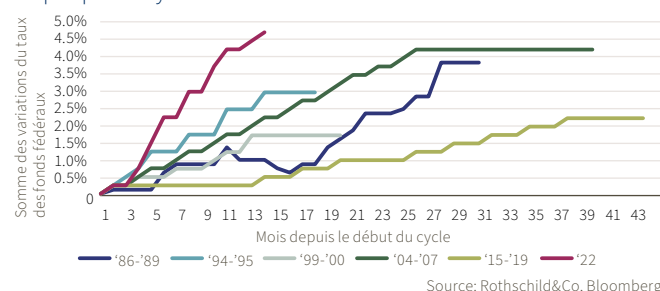
Pour rappel, nous avons été confrontés en 2022 à des conditions de marché défavorables pour notre style de gestion, avec une surperformance des titres de moins bonne qualité et des segments cycliques du marché. Nous avons cependant adapté nos portefeuilles à ce nouvel environnement, mais en restant fidèles à notre philosophie de base axée sur le long terme et à notre préférence pour les entreprises de grande qualité, ce qui nous a permis d'afficher finalement des performances globalement en ligne avec nos principaux concurrents. Cette approche disciplinée a également porté ses fruits au premier trimestre de cette année : conformément à notre politique d'investissement, nous avions une sous-pondération du secteur bancaire en général, et sans exposition aux banques européenne, car nous avons toujours été réticents à investir de manière significative dans des entreprises dont le modèle économique est largement tributaire de facteurs cycliques externes tels que les taux d'intérêt ou le cycle du crédit. Ce positionnement nous a clairement aidé à traverser les turbulences bancaires en mars. Ce stress du secteur bancaire a par ailleurs eu pour conséquence indirecte de durcir les conditions d'accès au crédit, et donc de finalement réduire à la baisse les anticipations sur la croissance et les taux d'intérêt. Finalement cet environnement a favorisé les titres de qualité et les valeurs de croissance, ce qui a permis à nos portefeuilles de surperformer significativement, dans toutes les devises de référence.

Au 31 mars, la performance des mandats équilibrés Mosaïque était de +3,03 % en francs suisses (+0,6 % par rapport à l'indice ARC), +4 % en euros (+2,2 % par rapport à l'indice ARC) et +4,7 % en dollars (+0,9 % par rapport à l'indice ARC)¹.

Pour le reste de l'année, nous continuons de penser que notre positionnement neutre associé à une approche tactique pour améliorer le comportement asymétrique de nos portefeuilles reste la meilleure stratégie à avoir dans cet environnement économique hésitant. Nous utilisons pour cela des stratégies de couverture qui nous permettent d'être moins sensibles aux baisses du marché tout en conservant notre participation à la hausse. Nous continuerons également de gérer activement notre exposition aux actions, en réduisant nos positions lorsque les marchés atteignent des points hauts tout en renforçant dans les phases de baisse. Nous estimons que cette approche prudente, mais néanmoins active, associée à une préférence constante pour les valeurs de grande qualité constitue le meilleur moyen de faire face à la conjoncture actuelle en attendant d'avoir une meilleure visibilité sur la direction que prendra l'économie.

¹ Indices pour la clientèle privée conçus par Asset Risk Consultants (ARC). Il s'agit de chiffres de performance établis par des gestionnaires d'investissements pour des mandats discrétionnaires.

Graphique 2: Cycles de resserrement de la Fed



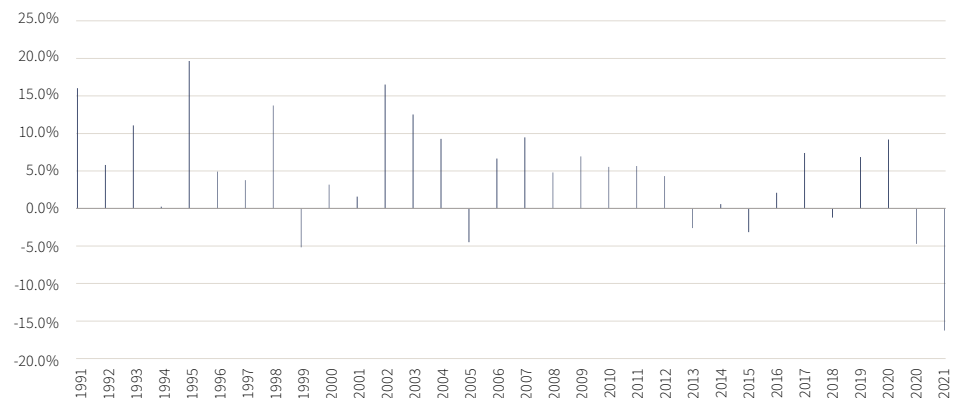
La forte volatilité sur les marchés obligataires, une opportunité ?



Bastian Freitag
Gérant de portefeuille

Au cours de l'année 2022, les marchés obligataires mondiaux ont accusé des pertes importantes. L'indice obligataire mondial "Bloomberg Global Aggregate" a perdu 16,2%, enregistrant ainsi son plus important recul annuel depuis sa création en 1990 (cf. figure 1).

Figure 1: Rendements totaux annuels du Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index Value Unhedged USD Index

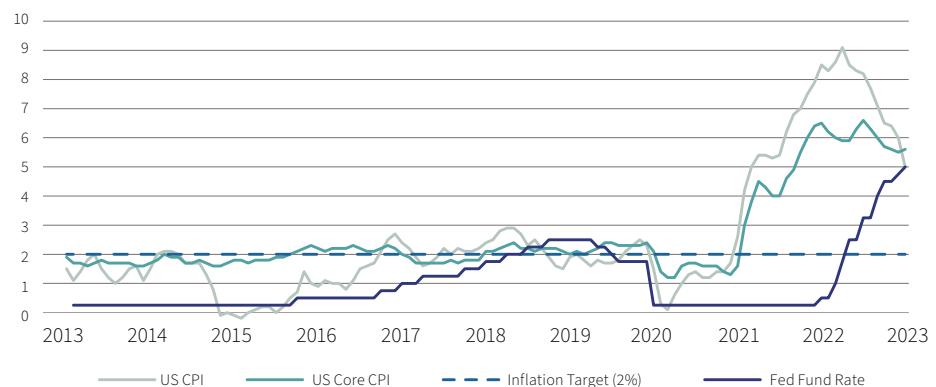


Source: Bloomberg, 31.12.1990 – 31.12.2022

Pourquoi ce crash obligataire l'année dernière?

La forte hausse de l'inflation et la réponse des banques centrales consistant à augmenter les taux d'intérêt ont fait monter les rendements des obligations, faisant mécaniquement chuter le prix de ces dernières (cf. figure 2).

Figure 2: IPC américain en comparaison annuelle, IPC sous-jacent américain en comparaison annuelle, taux des fonds fédéraux de la Fed (limite supérieure) et taux cible d'inflation de la Fed (2%)



Source: Bloomberg, 31.12.2012 – 31.03.2023

Quelle évolution pour les marchés obligataires au deuxième semestre 2023?

Nous pensons que les tensions dans le secteur bancaire ne sont pas encore terminées, même si nous ne craignons actuellement pas de «crise bancaire» systémique comme en 2008/2009., l'évolution du cours des obligations au cours des prochains mois dépendra des réponses à ces deux questions:

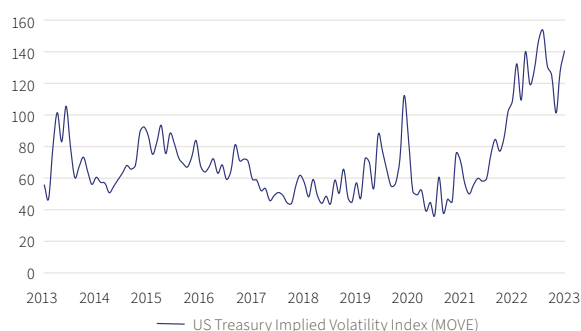
1. Verrons-nous une récession ou celle-ci pourra-t-elle être évitée?
2. L'inflation reculera-t-elle au niveau de l'objectif de 2% des banques centrales ou stagnera-t-elle au niveau élevé actuel?

Il en résulte deux scénarii différents, avec leurs propres répercussions sur le marché obligataire. Une récession, en particulier sévère («atterrissage brutal»), se répercuterait positivement sur les obligations d'État car, dans ce scénario, de nettes baisses de taux seraient à attendre de la part des banques centrales. Un «atterrissage en douceur», soit le fait d'éviter une récession, serait négatif pour les obligations d'État, car aucune baisse de taux ne serait alors envisagée. Il est vrai que, dans ce scénario, les obligations d'entreprise profiteraient de prévisions économiques plus favorables.

Pour les banques centrales, les perspectives d'inflation jouent un rôle central, car elles déterminent leur capacité d'action. Seul un recul rapide de l'inflation globale et de l'inflation sous-jacente en direction de l'objectif de 2% des banques centrales leur donnerait la marge de manœuvre suffisante pour assouplir leur politique monétaire.

Nous pensons que la volatilité restera élevée au cours des prochains mois, jusqu'à ce que l'incertitude concernant l'inflation et les perspectives économiques se dissipe (cf. figure 3).

Figure 3: Volatilité implicite des échéances pondérées de la courbe des taux du Trésor américain

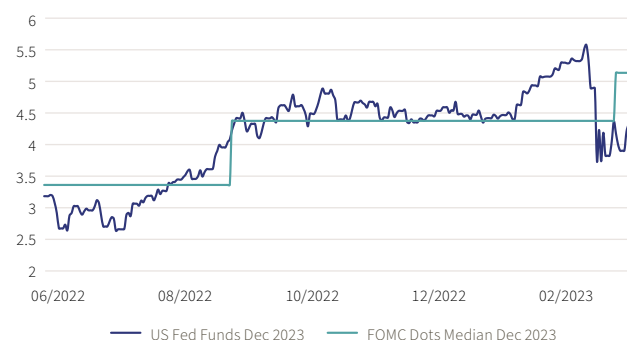


Source: Bloomberg, 31.12.2012 – 31.03.2023

Toutefois, une volatilité élevée n'est pas seulement une mesure du risque, elle offre aussi des opportunités. Nous sommes certes toujours positionnés prudemment sur le segment obligataire, mais les perspectives se sont améliorées par rapport à il y a 12 mois et nous sommes désormais optimistes. Certes, nous voyons toujours le risque d'un affaiblissement des données économiques en raison du resserrement de la politique monétaire, mais nous estimons en même temps que le risque d'une récession sévère est faible. Nos perspectives pour l'inflation sont également modérément optimistes et nous anticipons des taux d'inflation globale en forte baisse. Toutefois, les taux d'inflation sous-jacente devraient rester encore longtemps au-dessus de l'objectif des banques centrales. Nous pensons que la Fed relèvera ses taux directeurs

probablement pour la dernière fois en mai et les laissera ensuite à ce niveau. Nous considérons que les prévisions de baisse des taux directeurs d'ici fin 2023 que le marché intègre actuellement sont trop optimistes, d'autant plus qu'elles vont à l'encontre des prévisions des membres de la Fed (cf. figure 4).

Figure 4: Fonds fédéraux implicites du marché à fin 2023 et médiane du graphique à points du FOMC pour décembre 2023.



Source: Bloomberg, 30.06.2022 31.03.2023

Comment nous positionnons-nous dans cet environnement de volatilité élevée?

Nous estimons qu'une baisse des rendements des obligations à longue échéance est potentiellement limitée compte tenu de nos perspectives macroéconomiques constructives. Nous privilégions donc les obligations avec une durée courte à moyenne, d'autant plus que la pente de la courbe des taux est fortement inversée (cf. figure 5).

Figure 5: Pente de la courbe des rendements pour les bons du Trésor américain (10 ans moins 2 ans)



Source: Bloomberg, 31.12.2012 – 31.03.2023

Les obligations ayant une échéance plus courtes offrent actuellement des rendements supérieurs aux maturités plus longues. Du point de vue du rendement et du risque, nous privilégions donc les obligations dont la durée est comprise entre 1 et 5 ans. De plus, nous préférons les obligations d'entreprise aux emprunts d'État en raison de nos prévisions économiques.

Nous observons actuellement de très près également les obligations d'État indexées sur l'inflation. L'évolution de l'inflation étant encore incertaine, il peut en effet exister encore des opportunités dans le domaine des obligations protégées de l'inflation.



Perspectives

Vous n'avez pas le temps de lire ? Ecoutez-nous.

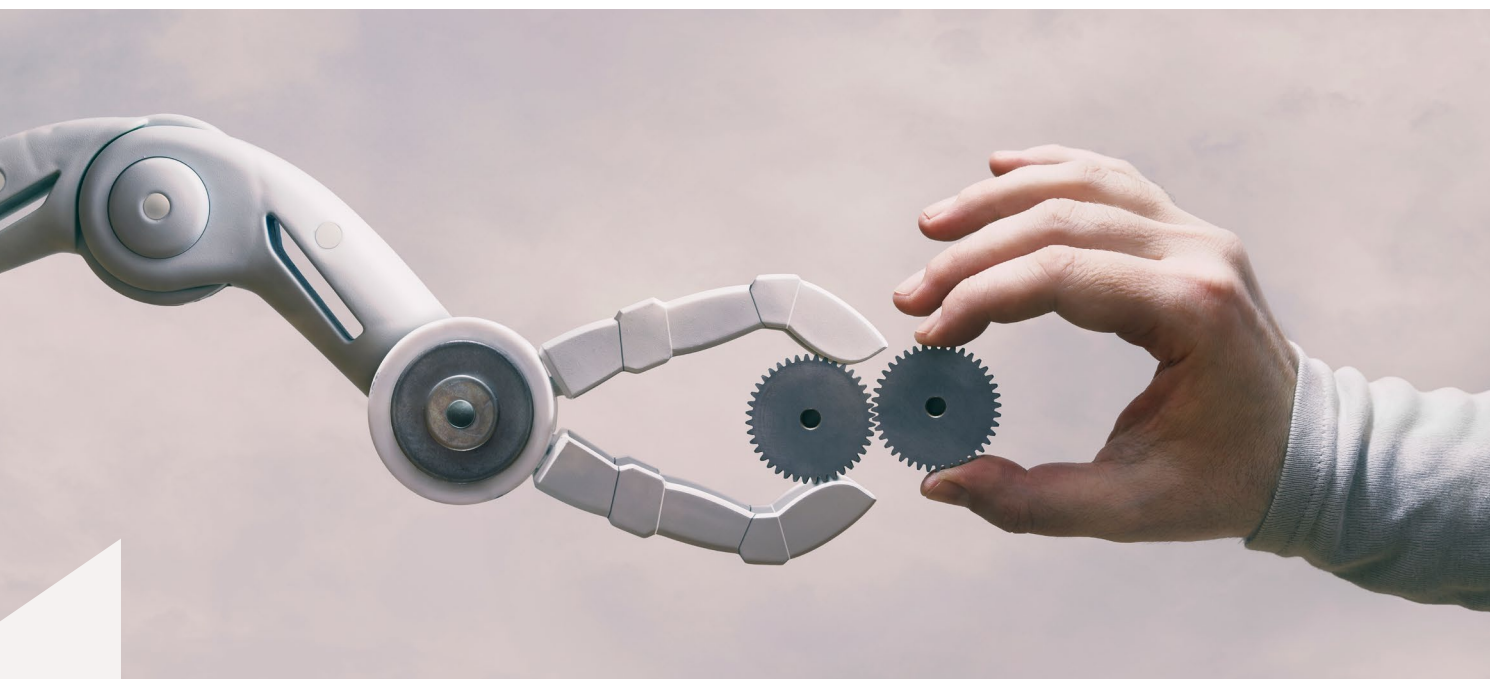
Branchez-vous sur notre podcast Perspectives, dans lequel nous donnons notre point de vue sur l'évolution des marchés et de l'économie mondiale et expliquons les différentes approches en matière d'allocation du capital et de décisions d'investissement.

www.rothschildandco.com/insights





Intelligence artificielle : la course vers l'avenir



Prof. Dr. Max Pumperla

Professeur de data science,
Internationale Hochschule
Hambourg, Allemagne

L'intelligence artificielle (« IA ») a révolutionné notre façon de vivre, de travailler et de communiquer. Des assistants vocaux aux voitures autonomes, l'IA est partout. Mais quel est son avenir et comment va-t-elle durablement changer notre vie ?

Pour répondre à ces questions, nous nous sommes entretenus avec Max Pumperla, professeur de science des données à l'International Hochschule de Hambourg et ingénieur logiciel chez Anyscale à San Francisco. Il est également l'auteur principal de *Learning Ray*, un livre sur les principes fondamentaux de l'apprentissage automatique à grande échelle, et un contributeur au projet Ray, qui a servi de base aux modèles tels que ChatGPT.

1. Selon vous, qu'est-ce que l'IA ?

L'IA est un sous-domaine de l'informatique qui vise à créer des machines intelligentes capables d'effectuer des tâches qui nécessiteraient normalement l'intelligence humaine. Les systèmes d'IA utilisent des algorithmes pour analyser les données, en tirer des enseignements et faire des prédictions. L'IA peut être utilisée pour effectuer un large éventail de tâches, notamment la reconnaissance d'images et de la parole, ou le traitement du langage naturel. Les applications prometteuses se multiplient et il est peu probable que le rythme de progression ralentisse de sitôt. Cela dit, les systèmes d'IA actuels ont encore des limites, car ils ne peuvent généralement prendre que des décisions dérivées des données qui ont servi à leur apprentissage. Ils sont souvent incapables de prendre en compte l'ensemble des scénarios ou exceptions possibles, et présentent des biais ou des erreurs. Un bon modèle mental consiste à considérer la génération actuelle de systèmes d'IA comme

Entretien réalisé par :
Laura Kuenlen
Investment Communications
21 mars 2023

des outils d'automatisation cognitive qui assistent l'humain et amplifient ses capacités. Ils n'agissent pas de manière autonome et ne peuvent pas s'améliorer ou se reproduire d'eux-mêmes, comme voudraient nous le faire croire certains prophètes du malheur.

2. L'arrivée de ChatGPT a provoqué une grande effervescence dans le monde entier et les commentateurs sont nombreux à parler d'une percée décisive dans le développement de l'intelligence artificielle et de nouvelles possibilités d'utilisation. Est-ce que vous pensez qu'une nouvelle révolution numérique a commencé en décembre 2022 ?

GPT-3, le modèle de base qui sous-tend ChatGPT, a célébré ses trois ans en juin. L'élément fondamental de tous les systèmes de ce type, le transformateur, est lui utilisé depuis 2017. En d'autres termes, cette percée ne date pas d'hier, mais elle mérite certainement de porter ce nom. Je pense qu'elle est importante. Bien que les modèles comme ChatGPT ou le tout nouveau GPT-4 présentent encore de nombreux défauts, même leurs détracteurs les plus pessimistes ne peuvent nier une chose : ils sont extrêmement utiles. Personnellement, je m'en sers tous les jours pour programmer, écrire de la prose, résumer des textes ou d'autres tâches. Il me serait déjà inconcevable de revenir à l'époque où je ne disposais pas d'une telle assistance. C'est finalement ce à quoi ressemblent toujours les révolutions techniques. Ce même sentiment se retrouvera probablement chez un nombre croissant de consommateurs à mesure que les produits utilisant cette technologie arriveront à maturité. Même si nous abandonnions tous les développements de l'IA aujourd'hui, je pense que l'état actuel de la technologie suffirait à révolutionner considérablement la plupart des entreprises numériques. Les annonces récentes, telles que le Copilot 365 de Microsoft, donnent un aperçu de ce qui nous attend.

3. À votre avis, qu'est-ce que l'IA change et comment affecte-t-elle notre mode de travail ?

Pour paraphraser la loi d'Amara (un scientifique et futurologue américain), nous surestimons souvent l'impact de la technologie à court terme et le sous-estimons à long terme. C'est probablement aussi le cas pour la vague actuelle d'IA. Cela dit, il n'y a pas que ChatGPT qui devrait faire les honneurs des médias. Nous avons fait des progrès considérables dans la conversion de la parole en texte, la génération de parole, d'images ou même de vidéos, et bien d'autres tâches. Par exemple, prendre une photo du contenu de votre réfrigérateur, demander à un assistant vocal de vous indiquer quelles sont les recettes qui pourraient être cuisinées avec ce que vous avez dedans, et obtenir ensuite des instructions de cuisine détaillées et interactives - ce n'est plus de la science-fiction. Par ailleurs, le seuil d'entrée sur les marchés va diminuer. Par exemple, avec ChatGPT, il n'est pas nécessaire d'être un programmeur pour coder des applications relativement complexes. Je dis pour plaisanter que j'étais auparavant un bon programmeur, mais qu'avec les outils basés sur le GPT, je suis maintenant devenu une armée de programmeurs. Au quotidien, vous pouvez vous attendre à ce que ces systèmes d'IA vous aident à concevoir et à rédiger de bonnes versions préliminaires de toutes sortes de rapports, à transcrire et à résumer des réunions, à vous donner des suggestions complètes pour répondre à des e-mails, à vous aider à faire des analyses dans Excel ou à créer des visualisations de données. En d'autres termes, une grande partie du travail fastidieux sera automatisée et nous pourrions nous consacrer à des sujets plus stratégiques. Pour moi, le fait d'être libéré de tant de tâches subalternes change déjà la donne, et je ne pense pas que la mise en page d'une présentation PowerPoint manquera à qui que ce soit. Au-delà, il est difficile de juger de l'impact à long terme à ce stade. L'année 2023 promet d'être intéressante.

4. L'IA fait l'objet d'un véritable battage médiatique, à croire qu'elle va bientôt conduire nos voitures, guérir le cancer, remplacer tous nos emplois, et il est difficile de faire la distinction entre la fiction et la réalité. Où en est l'IA aujourd'hui à votre avis ?

À un haut niveau, je pense qu'il est utile de se référer aux deux systèmes de pensée (ou modes de raisonnement) de Daniel Kahnemann : le mode rapide et le mode lent. L'être humain est doué pour le mode rapide, comme la perception visuelle ou auditive (par exemple, si vous me montrez une photo d'un chat, je sais immédiatement qu'il s'agit d'un chat), et pour le mode lent, plus méthodique (par exemple, réfléchir à l'endroit exact où le chat a pu aller depuis le petit-déjeuner). Les IA actuelles sont très performantes dans les tâches de réflexion rapide, et bien que nous disposions d'excellents systèmes d'IA spécialisés capables de résoudre des tâches de réflexion lente telles que les échecs ou le jeu de go, la récente vague d'IA dites « génératives » éprouve généralement des difficultés lorsqu'il s'agit de faire preuve de précision. Par conséquent, lorsque la précision est importante, nous ne pouvons pas toujours compter sur les systèmes d'IA. Prenons un exemple : si un piéton qui se déplace de gauche à droite « disparaît » derrière un abri à vélos, un conducteur humain qui observe la situation pensera probablement qu'il va réapparaître dans quelques secondes à droite de l'abri. Mais le piéton peut aussi s'arrêter ou faire demi-tour. Les conducteurs humains savent qu'il faut être prudent dans ces situations, mais les systèmes d'intelligence artificielle ont tendance à avoir du mal à les gérer pour diverses raisons. La conduite autonome est un défi, et ce n'est qu'un exemple parmi d'autres de la raison pour laquelle on voit qu'elle est repoussée à « l'an prochain » depuis des années. Dans le même temps, il semblerait que la dernière génération de modèles de type GPT comprenne le raisonnement de la « théorie de l'esprit », le type de processus de pensée « il sait qu'elle pense qu'ils pensent » que nous pensions être l'apanage des êtres doués de conscience comme nous. Si c'est vrai, ce dont je doute, cela pourrait constituer un pas en avant pour beaucoup de problèmes plus compliqués auxquels nous sommes confrontés. Des études récentes semblent indiquer que ce sont les emplois des travailleurs hautement qualifiés qui risquent de disparaître en premier. Mais même si de nombreux emplois sont déplacés plus rapidement que prévu, je suis optimiste et pense que nous pourrions

trouver de nouvelles activités plus intéressantes, comme les êtres humains l'ont toujours fait lorsqu'ils sont confronté à une révolution. Je suis convaincu que nous pouvons faire en sorte que cette révolution soit positive pour tout le monde.

5. Est-ce qu'il y a des secteurs qui sont particulièrement bien placés pour bénéficier des retombées de l'IA ?

N'importe quel secteur d'activité suffisamment numérisé est susceptible de bénéficier des récents progrès de l'IA. Plutôt que de penser en termes de secteurs, il est peut-être préférable de penser en termes de tâches à automatiser. Selon ce que vous voulez faire, il peut y avoir des facteurs limitatifs tels que la disponibilité des données ou la sécurité. Par exemple, on trouve déjà aujourd'hui des entreprises qui détectent le cancer à partir d'images numériques, mais ces images sont extrêmement protégées et privées, ce qui complique le développement de ces entreprises. Si vous disposez de données de grande qualité avec des tâches clairement définies qui nécessitent peu d'interaction avec le monde analogique, il y a de fortes chances que vous puissiez automatiser dès à présent au moins une partie de votre activité.

6. Comment pensez-vous que nous nous rappellerons de la période actuelle dans 30 ans ?

À mon avis, il y a deux scénarios possibles. Soit nous nous souviendrons de cette nouvelle ère de l'apprentissage automatique comme du moment où l'IA a décollé sans retour en arrière. L'autre option est que les techniques actuelles, qui reposent avant tout sur l'utilisation d'un volume toujours croissant de données et d'une puissance de calcul toujours plus importante, et pas vraiment sur des percées mathématiques fondamentales, finissent par se heurter à un mur. Je pense qu'il nous manque encore au moins une étape cruciale avant que nous puissions véritablement atteindre une intelligence comparable à celle de l'être humain. J'espère que nous y parviendrons de notre vivant. Quoi qu'il en soit, je pense que ce que nous vivons actuellement sera probablement évoqué de la même manière que pour internet : le moment où l'IA a finalement trouvé sa place dans le quotidien de chacun.

Le point de vue de l'équipe Investment & Portfolio Advisory

Pour les investisseurs qui s'intéressent à l'impact de l'IA aujourd'hui, certains secteurs se distinguent : l'e-commerce, la technologie et la santé. Les entreprises d'e-commerce de grande taille qui disposent de ressources importantes sont nombreuses à utiliser l'IA pour des tâches comme les prévisions de produits afin d'améliorer la satisfaction des clients et d'optimiser la gestion des entrepôts. Dans le secteur de la technologie, l'IA permet d'améliorer des éléments clés de l'activité des entreprises, avec notamment la reconnaissance d'images (beaucoup d'aéroports ont utilisé des caméras thermiques intelligentes pendant la pandémie de Covid-19), des services de stockage sur le cloud, des systèmes informatiques cognitifs et des outils de traitement du langage. Dans le domaine de la santé, les équipements « medtech » se servent de l'IA pour améliorer le suivi et le diagnostic des patients (comme par exemple la détection des infections sur les images de CT scan des poumons). L'IA a également permis d'accélérer le développement de médicaments et la recherche clinique tout en réduisant les coûts. On ne connaît pas encore toutes les retombées financières de l'IA, mais elle a déjà un impact considérable sur l'économie mondiale. Une étude récente de PwC prévoit que le PIB mondial pourrait augmenter de 14 %, soit 15,7 milliards de dollars, d'ici 2030 grâce à elle.

Cela vous intéresse ?



N'hésitez pas à contacter votre conseiller clientèle pour plus d'informations sur les produits les mieux adaptés à vos besoins.



R&Co4Générations : notre approche pour conduire le changement



Claire Kramme
Executive Director de
R&Co4Generations

Lancée en 2021, R&Co4Generations est la structure philanthropique du groupe Rothschild & Co. Sa principale mission est de façonner l'avenir des générations futures et de protéger la planète. Claire Kramme, directrice de R&Co4Generations, nous explique les objectifs poursuivis, le processus d'identification des partenaires et des projets, ainsi que l'importance d'avoir un impact qui compte. Claire a rejoint Rothschild & Co en 2021 et possède plus de 18 ans d'expérience internationale dans le domaine des programmes sociaux innovants au sein d'organisations publiques et privées.

1. Quelles étaient les motivations du lancement de R&Co4Generations ?

La première d'entre elles, et notre mission, consistent à donner les moyens aux prochaines générations de devenir des acteurs du changement dans le domaine social et environnemental. Pour ce faire, nous soutenons des organismes caritatifs locaux qui interviennent dans les régions où le groupe Rothschild & Co est implanté. R&Co4Generations apporte également son soutien à des projets phares au niveau mondial dans le domaine des inégalités sociales et économiques et du changement climatique pour s'attaquer à des problèmes importants qui concernent plusieurs régions du monde. Plus précisément, nous privilégions les projets qui permettent aux jeunes de développer leurs compétences et leur esprit d'entreprise tout en encourageant l'innovation.

2. Quelle est l'infrastructure en place pour garantir la réussite de R&Co4Generations ?

R&Co4Generations est administré par un comité de gestion co-présidé par Alexandre de Rothschild et Lionel Zinsou. Ce comité est responsable du pilotage et de la mise en œuvre des stratégies du groupe dans le respect de ses activités géographiques et commerciales. Il compte également trois membres non exécutifs qui ont une connaissance spécialisée du secteur philanthropique. Pour assurer une mise en œuvre efficace des stratégies et des priorités de R&Co4Generations au niveau local, nous avons aussi créé cinq comités régionaux. Travaillant dans l'intérêt de l'organisation, ces comités sélectionnent et interagissent avec des partenaires locaux, supervisent leur propre budget et sont les ambassadeurs du programme. Enfin, notre fonds est hébergé par la Fondation Roi Baudouin, qui nous apporte son soutien et son expertise.

Entretien réalisé par :
Laura Kuenlen
Investment Communications
1^{er} mars 2023

3. Comment identifiez-vous les partenaires et les projets ?

Ce sont les collaborateurs ou collègues de R&Co4Generations qui suggèrent des organisations caritatives que nous pourrions soutenir. Nous devons bien entendu respecter certains critères et nous procédons à des vérifications préalables avant de nous engager. Nous nous efforçons avant tout de trouver des partenaires qui partagent nos valeurs, qui comprennent bien notre mission et qui ont la capacité de démontrer leur impact. Nous privilégions également les projets qui offrent un potentiel de croissance à moyen et long terme, ainsi que la possibilité pour nos collaborateurs de s'impliquer, que ce soit dans le cadre de services de conseil pro bono ou d'activités bénévoles (mentorat, tutorat ou interventions ponctuelles utilisant leurs compétences). Nous savons que si nous voulons vraiment avoir un impact à long terme, le soutien financier ne suffit pas. Nous essayons donc de trouver d'autres moyens de nous impliquer plutôt que de « simplement » donner de l'argent (figure 1).

4. Est-ce qu'il y a un projet qui vous tient plus particulièrement à cœur ?

Un projet que j'aime beaucoup est celui de Bibliothèques Sans Frontières (BSF). BSF fournit un accès à l'information et à l'éducation à ceux qui en ont le plus besoin, qu'il s'agisse de réfugiés en situation de crise humanitaire ou de communautés qui manquent de ressources dans les pays développés. Fondée en 2007, l'organisation distribue des livres, développe des technologies innovantes, crée des programmes personnalisés et met en place des plateformes d'apprentissage numérique dans plus d'une cinquantaine de pays. Nous avons en particulier soutenu un programme qui s'appelle « Moota Andal » (véhicule du savoir) (image 1). Ce projet est basé au Cameroun : bien que les violences dues à la campagne de Boko Haram dans le bassin du Lac Tchad au Cameroun soient loin d'être terminées, les populations déplacées commencent à revenir dans la région et la reconstruction des villes a commencé. Cette reconstruction physique et culturelle incombera aux jeunes, il est donc important qu'ils aient des opportunités d'éducation, de formation et d'emploi. En raison toutefois du nombre limité d'écoles et de bibliothèques, ils ont peu accès à l'information, si bien que leurs possibilités de découvrir le monde et de choisir leur propre voie sont limitées. Dans le cadre de ce programme, des médiathèques mobiles sillonnent la région pour rencontrer et éduquer les communautés en leur fournissant des livres, des tablettes, des jeux de société et des jeux artistiques. C'est un bon moyen de maintenir le lien avec les communautés locales et de prêter des livres aux familles (parfois seulement des livres d'images quand ils ne savent pas lire). Le programme a permis de toucher plus de cinq mille personnes et il représente également un moyen informel d'informer la population sur les risques de Boko Haram.

Figure 1 - Notre approche du changement



Image 1 – Médiathèque mobile



Source : Bibliothèques Sans Frontières.

5. Comment les clients et les salariés de Rothschild & Co peuvent-ils participer ?

En tant qu'entreprise, nous sommes conscients de l'impact significatif que nous pouvons avoir lorsque nous nous appuyons sur les différentes compétences, personnalités et expériences de nos collaborateurs pour soutenir des organisations à but social et motiver les jeunes. Nous sommes fiers de notre programme de conseil pro bono, qui offre des services de conseil professionnel gratuit aux entreprises sociales et aux organisations à but non lucratif pour les aider à améliorer leur productivité, leur rentabilité et leur maîtrise des coûts. Nous offrons aussi des possibilités exceptionnelles de bénévolat axé sur les compétences dans plusieurs endroits, afin d'offrir des services de coaching, de mentorat et de tutorat à des jeunes issus des milieux défavorisés pour les aider à réaliser leurs objectifs. En Suisse par exemple, nous participons à un programme de mentorat appelé Jeunes@Work qui établit une collaboration entre des professionnels de R&Co et des jeunes à la recherche de leur premier emploi. Ce projet a rencontré beaucoup de succès et c'est la raison pour laquelle nous renouvelons pour la cinquième année de suite. Nous avons également lancé des initiatives pour impliquer nos clients : l'an dernier, nous avons alloué à R&Co4Generations le budget habituellement destiné aux cadeaux clients. Les clients suisses qui souhaitent contribuer de manière plus active peuvent aussi faire des dons à des projets spécifiques par le biais de R&Co4Generations.

Chiffres clés

Depuis mai 2021, R&Co4Generations représente un changement dans la manière dont nous mettons en œuvre la philanthropie chez Rothschild & Co. En définissant une stratégie commune et en regroupant l'ensemble des actions menées par nos différentes implantations géographiques, nous souhaitons renforcer notre engagement et notre impact à l'échelle mondiale tout en améliorant la visibilité de nos activités philanthropiques auprès de nos collègues et de nos clients.

Nous sommes heureux de pouvoir partager avec vous quelques faits marquants depuis la création de la fondation.



La période de rapport s'étend du 31 juin 2021 au 31 juin 2022.

35 partenaires ont rempli nos formulaires d'évaluation, car leurs projets disposaient de suffisamment de données à la fin de la période de référence pour pouvoir en rendre compte. Parmi eux, 20 partenaires ont fourni des données sur le sexe de leurs bénéficiaires. Des membres des entreprises du Groupe Rothschild & Co, de la Fondation Roi Baudouin et des organisations caritatives partenaires de R&Co4Generations ont participé à l'élaboration et à la coordination du rapport d'avancement.



Plus de liquidité dans l'illiquidité: la prochaine étape de l'évolution du marché secondaire



Can Oz

Investment Director

Points clés

Constitués d'investissements dans des instruments de dette ou de capitaux propres non cotés en bourse, les marchés privés sont par définition illiquides. Il s'agit généralement de fonds fermés (à capital fixe) gérés par des commandités (ou "GP" pour General Partners en anglais), dans lesquels les commanditaires (ou "LP" pour Limited Partners en anglais) doivent rester investis pendant de nombreuses années, sans possibilité de sortie ou de vente de leurs parts. Sur le marché secondaire, les investisseurs peuvent avoir accès à deux outils de liquidité distincts, à savoir les transactions initiées par des LP et celles initiées par des GP, qui permettent de négocier des participations dans ces fonds, ou dans des actifs privés particuliers, avant l'expiration de leurs conditions contractuelles.

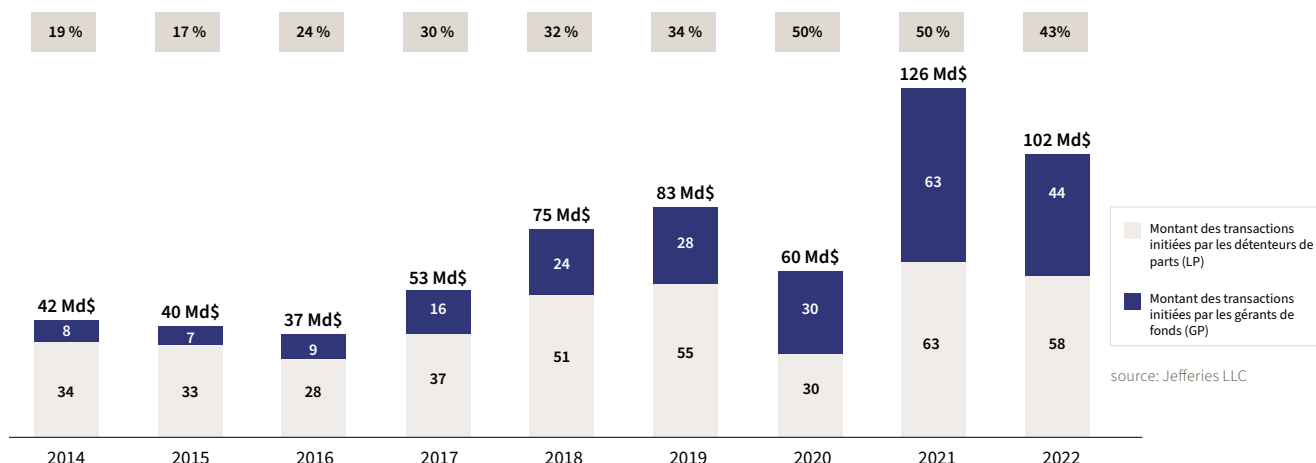
Dans les premières, ce sont les LP qui initient la vente de leur participation à un acheteur secondaire qui les remplacera en tant que nouveau LP dans le fonds concerné. Ce type de transaction est généralement utilisé par les LP qui ont besoin de sortir du fonds avant l'échéance de celui-ci. Dans les secondes, c'est le GP qui cherche à transférer un ou plusieurs actifs d'un fonds à un autre. Ces transactions ont généralement pour but de permettre au GP de conserver un actif désirable au-delà de l'échéance initiale du fonds ou de fournir des liquidités aux LP.

Croissance du marché

Autrefois réservé principalement aux vendeurs en difficulté qui avaient besoin de se débarrasser de leurs positions, le marché secondaire a considérablement évolué pour devenir un marché dynamique et fonctionnel, qui attire des participants de plus en plus sophistiqués et désireux d'adopter une approche plus active de la gestion de leurs portefeuilles d'investissement.

Les volumes record enregistrés en 2022 (graphique 1) illustrent l'importance croissante du marché secondaire des parts de fonds de capital-investissement. Cette tendance fait ressortir le potentiel considérable de développement de ce marché, alors que l'offre de capital primaire semble plafonner le montant annuel des opérations.

Graphique 1 – Montant annuel des transactions du marché secondaire (2017-2022, en milliards de dollars US)



L'arrivée de nouveaux entrants qui continuent d'élargir l'univers des LP, la taille croissante de ces derniers et la part croissante des actifs de capital-investissement dans l'allocation d'actifs des investisseurs, alimentent l'expansion du marché et le besoin de solutions structurelles pour répondre à différents objectifs de liquidité et de création de valeur.

Une nouvelle transformation

Les plateformes innovantes offrant des alternatives précieuses se sont généralisées pendant la pandémie, tandis que la volatilité des marchés alimentée par les taux a incité les sociétés de capital-investissement à réévaluer leurs stratégies de gestion d'actifs.

Les récentes turbulences du marché incitent à la prudence et amènent de nombreux acheteurs à rechercher des investissements de qualité qui présentent des fondamentaux solides. Ces acheteurs recherchent des transactions qui leur permettent de procéder à une vérification préalable approfondie des entreprises sous-jacentes en vue d'identifier des sociétés résilientes, en croissance et qui présentent des valorisations attrayantes. Cette ruée vers la qualité se traduit par un désintérêt à l'égard des grands portefeuilles diversifiés de participations, également appelés transactions "indicielles", en faveur de transactions plus petites portant souvent sur des fonds spécifiques ou "mosaïques".

Les meilleurs GP du marché sont de plus en plus nombreux à entrer sur le marché secondaire, ce qui facilite cette recherche de qualité. La taille et la qualité du marché s'en trouvent améliorées, ce qui crée une confluence de facteurs positifs, tels qu'une plus grande innovation dans les solutions structurelles et une acceptation plus large des transactions de cette nature auprès d'un nombre croissant de participants.

L'essor des transactions de GP

Le marché des transactions de GP est devenu une composante essentielle de leur panoplie d'outils de gestion de la liquidité de leurs fonds. Il offre également des options stratégiques précieuses à l'ensemble des parties prenantes. Ces transactions permettent aux gestionnaires d'offrir de la liquidité aux LP existants, tout en conservant leurs actifs favoris et en procurant des rendements attrayants aux investisseurs secondaires entrants, ce qui constitue un scénario avantageux pour l'ensemble des parties concernées.

Ces transactions secondaires peuvent prendre différentes formes : restructurations de fonds, recapitalisations de fonds, achats de lignes de portefeuille, solutions portant sur un seul actif, scissions de GP. Elles ont toutes le point commun d'offrir aux GP comme aux LP des options supplémentaires pour la gestion de leurs investissements.

Le marché des transactions de GP est désormais considéré comme une solution alternative viable aux cessions, aux introductions en bourse ou à la vente à d'autres acteurs, offrant ainsi une quatrième option de sortie. Il devrait poursuivre sa croissance, représentant déjà près de la moitié du marché secondaire total, qui a lui-même atteint plus de 100 milliards de USD l'an dernier¹. Il représente ainsi environ 1 % du marché des fonds de capital-investissement, qui pèse près de 4000 milliards de USD, ce qui signifie qu'il a encore un important potentiel de développement, surtout quand on sait que très peu de GP ont déjà réalisé des transactions de cette nature.

Perspectives d'avenir

Bien qu'il ait déjà enregistré une forte croissance ces dernières années, le marché secondaire n'en est qu'à ses débuts, et il semble promis à un développement encore plus important. Les bouleversements provoqués par la crise financière il y a plus de dix ans ont entraîné des vagues de segmentation et d'innovation sur le marché secondaire. Les acteurs du marché continuent de rechercher des solutions aux limites structurelles du capital-investissement dans les périodes de dislocation du marché, grâce à des structures novatrices qui répondent aux besoins de l'ensemble des parties prenantes ainsi qu'à un large éventail d'objectifs.

On s'attend à ce que la croissance du marché secondaire s'étende au-delà du capital-investissement à mesure que les gestionnaires explorent de nouvelles classes d'actifs.

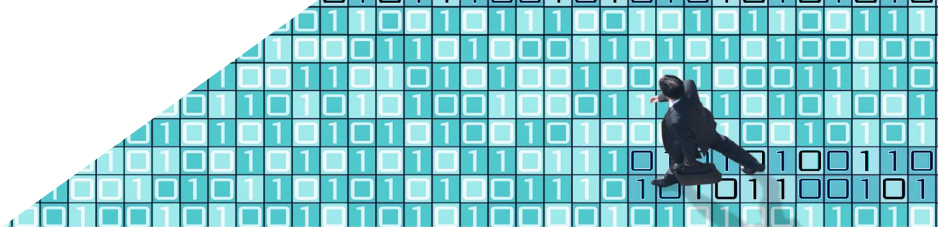
La croissance et la généralisation du marché secondaire se traduiront également par une complexité accrue, une plus grande transparence des prix et une intensification de la concurrence.

Cela vous intéresse ?



N'hésitez pas à contacter votre conseiller clientèle pour plus d'informations sur les produits les mieux adaptés à vos besoins.

1) Jefferies LLC



Investment Insights

Nos Investment Insights reposent sur un large éventail de publications et de podcasts.

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

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).