



# LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX  
THÈMES D'INVESTISSEMENT

MAI 2023

## MARCHÉS SOLIDES, CONTEXTE FRAGILE



**BENJAMIN MELMAN**  
*Global Chief  
Investment Officer,  
Asset Management*

► Les marchés d'actions sont globalement en nette hausse depuis le début de l'année mais cette solidité s'étiole après analyse tant ces progressions sont concentrées sur quelques grosses valeurs aux États-Unis (et dans une moindre mesure en Europe). Si l'indice S&P 500 est en hausse de plus de 8% depuis le début de l'année, sa version *equal weighted* a une performance nulle, pointant une fragilité intrinsèque qui vient en partie des résultats des entreprises mais aussi des incertitudes macro-économiques.

## LA LIQUIDITÉ DES BANQUES CENTRALES DEVRAIT SE CONTRACTER

Certes, l'environnement économique semble en lévitation tant le ralentissement de l'activité et de l'inflation se met en place relativement lentement aux États-Unis comme en Europe, l'emploi comme les salaires restant encore dynamiques. Les résultats des entreprises du premier trimestre ont d'ailleurs finalement été supérieurs aux attentes et tout particulièrement en Europe. Pour autant, le durcissement des conditions d'octroi de crédit bancaire, la moindre demande de crédit dont attestent les enquêtes de la Fed et de la BCE ou bien le troisième mois consécutif de baisse de l'enquête allemande ZEW laissent peu de doutes sur la dégradation à venir de la conjoncture. La question de la récession dont tout le monde parle et qui a été jusqu'ici repoussée reste ainsi ouverte.

Le risque de crise bancaire aux États-Unis est contenu mais reste encore fragile : si les banques régionales américaines poursuivent un impressionnant repli en Bourse, les dépôts bancaires s'effritent mais ne plongent pas. De même, si les spreads sur les CMBS<sup>1</sup> s'écartent, l'immobilier commercial étant identifié comme un facteur de risque important, la crise se déroule pour l'heure sans trop de heurts avérés.

La liquidité des banques centrales est appelée à se contracter : les banques américaines ne faisant plus appel aux facilités de la Fed et au regard des très maigres réserves du Trésor américain à la Fed, les réserves bancaires devraient retrouver le chemin de la baisse avec le *quantitative tightening*. En parallèle, la BCE démarre le sien et la Banque du Japon n'a plus à accroître son bilan pour maintenir sa politique de *yield curve control*, les marchés obligataires nippons se stabilisant.

1. Un commercial *mortgage-backed security* (CMBS) est une titrisation de crédits hypothécaires commerciaux.

## CRISPATIONS AUTOUR DU RELÈVEMENT DU PLAFOND DE LA DETTE AUX ÉTATS-UNIS

La question du plafond de la dette est un sujet de tensions à court terme et sa résolution sera un soulagement pour les marchés. Nous n'envisageons pas que les États-Unis aillent au défaut mais ne pouvons totalement exclure l'in vraisemblable. Et comme évoqué plus haut, une augmentation du plafond de la dette engendrera une reconstitution des liquidités du Trésor auprès de la Fed qui mettra les réserves bancaires sous pression. À une bonne nouvelle pourrait donc voir se succéder une mauvaise.

Au total, rien n'invite à sortir pour l'heure d'une exposition aux marchés d'actions plutôt prudente mais nous souhaitons rester globalement investi dans la mesure où dans cet environnement se dégradant, on note aussi de bonnes nouvelles qui, si confirmées, pourraient avoir un impact positif. En effet, on constate de meilleurs chiffres d'inflation aux États-Unis pour le mois d'avril, confirmant un début de ralentissement du « noyau dur » (hors énergie, produits alimentaires et loyers) de l'inflation. S'il est trop tôt pour tirer des conclusions, il nous semble possible que la tendance se poursuive : d'abord, les prix de l'énergie, des biens agricoles et du fret sont en net repli, les pressions sur les chaînes de production sont tombées au plus bas historique, les indicateurs les plus avancés sur l'emploi (comme l'emploi temporaire, en contraction) pointent une dégradation à venir du marché du travail qui pourrait favoriser une normalisation des salaires.

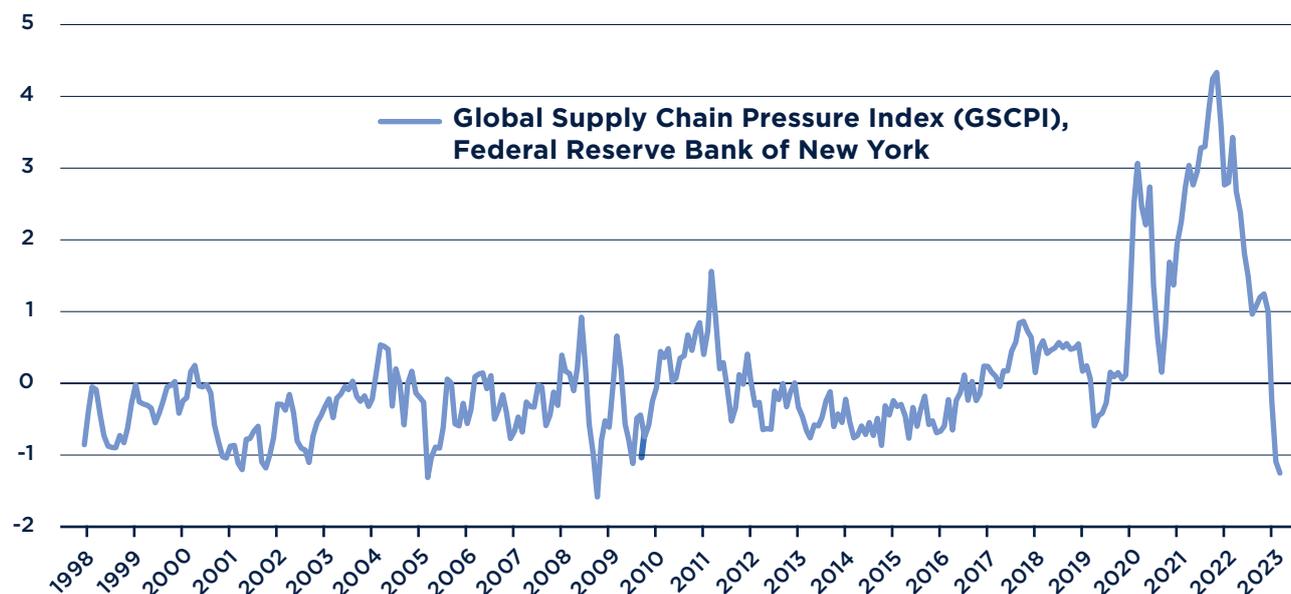
Ainsi, nous profitons de la remontée récente des rendements pour renforcer le poids de l'obligataire dans nos portefeuilles dans l'idée que si la désinflation se confirme bien aux États-Unis, les marchés obligataires

Nos convictions\* Évolution par rapport au mois passé

CLASSES D'ACTIFS		
Actions	-	→
Obligations	+	↑
Dollar	=	→
Cash	=	↓
ACTIONS		
US	-	→
Europe (ex-UK)	-	→
Royaume-Uni	-	→
Japon	-	→
Chine	+	→
Émergents Global	=	→
Convertibles	=	→
OBLIGATIONS SOUVERAINES		
US	+	→
Eurozone	+	↑
Émergents	=	→
OBLIGATIONS D'ENTREPRISES		
US Investment Grade	+	→
Euro Investment Grade	+	→
US High Yield	=	→
Euro High Yield	=	→

\*Vues du comité d'investissement sur la classe d'actifs/zone géographique sur une échelle allant de -/- à +/+. Source: Edmond de Rothschild Asset Management (France). Scores arrêtés au 15/05/2023.

## LES TENSIONS SUR LES CHAÎNES DE PRODUCTION À UN PLANCHER HISTORIQUE



Sources : Bureau of Labor Statistics ; Harper Petersen Holding GmbH ; Baltic Exchange ; IHS Markit ; Institute for Supply Management ; Haver Analytics ; Refinitiv ; authors' calculations.

en bénéficieront et que le cas échéant, ils serviront de protection (sauf si l'inflation devait repartir, ce qui nous semble improbable). Les actions chinoises, au profil encore heurté, restent pour nous un réservoir de surperformance, la reprise s'affirmant et la situation sociale, dont atteste le très fort taux de chômage des jeunes, ne laissant pas d'autres choix au gouvernement que de s'assurer que la conjoncture se redresse. Le principal facteur de risque reste à nos yeux la géopolitique. Nos thèmes de prédilection demeurent la santé, le Big Data profitant à plein de la révolution de l'intelligence artificielle, et le capital humain. Au sein de la poche obligataire, nous conservons une approche diversifiée au sein des ratings en privilégiant toutefois la qualité.



## À RETENIR

Légère prudence sur les actions

Nous renforçons le poids de l'obligataire dans nos portefeuilles

Les actions chinoises, erratiques, peuvent encore délivrer de belles surprises

Nos thèmes de prédilection demeurent la santé, le Big Data profitant à plein de la révolution de l'intelligence artificielle, et le capital humain

---

AVERTISSEMENT : Achevé de rédiger le 23 mai 2023. Le présent document est émis par Edmond de Rothschild Asset Management (France). Ce document n'a pas de valeur contractuelle, il est conçu exclusivement à des fins d'information. Toute reproduction ou utilisation de tout ou partie de son contenu est strictement interdite sans l'autorisation du Groupe Edmond de Rothschild. Les informations figurant dans ce document ne sauraient être assimilées à une offre ou une sollicitation de transaction dans une juridiction dans laquelle ladite offre ou sollicitation serait illégale ou dans laquelle la personne à l'origine de cette offre ou sollicitation n'est pas autorisée à agir. Ce document ne constitue pas et ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement, un conseil fiscal ou juridique, ou une recommandation d'acheter, de vendre ou de continuer à détenir un investissement. EdRAM ne saurait être tenu responsable d'une décision d'investissement ou de désinvestissement prise sur la base des informations figurant dans ce document. Ce document n'a pas été revu ou approuvé par un régulateur d'une quelconque juridiction. Les données chiffrées, commentaires, projections, et autres éléments figurant dans cette présentation reflètent le sentiment d'EdRAM sur les marchés, leur évolution, compte tenu du contexte économique et des informations possédées à ce jour. Ils peuvent ne plus être pertinents au jour où l'investisseur en prend connaissance. EdRAM ne saurait être tenu responsable de la qualité ou l'exactitude des informations et données économiques issues de tiers. Les performances et les volatilités passées ne préjugent pas des performances et des volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps. Elles peuvent notamment être indépendamment affectées par l'évolution des taux de change. «Edmond de Rothschild Asset Management» ou «EdRAM» est le nom commercial des entités de gestion d'actifs du Groupe Edmond de Rothschild. Ce nom fait également référence à la division Asset Management du Groupe Edmond de Rothschild.

### EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (FRANCE)

47, rue du Faubourg Saint-Honoré, 75401 Paris Cedex 08

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11.033.769 euros

Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332.652.536 R.C.S. Paris

[www.edram.fr](http://www.edram.fr)