



LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX
THÈMES D'INVESTISSEMENT

SEPTEMBRE 2024

MAIS OÙ EST
DONC PASSÉ
L'*UPSIDE* DES
MARCHÉS ?



BENJAMIN MELMAN

Global Chief
Investment Officer,
Asset Management

► En mai dernier, notre surpondération était axée tant sur les actions américaines que sur les actions européennes, avec une préférence pour les thèmes du Big Data, de la santé et des *small caps* européennes.

Sur les marchés obligataires, nous avons décidé de maintenir notre surpondération d'autant que le prix du pétrole avait entamé une correction baissière qui a d'ailleurs pesé sur les anticipations d'inflation.

À l'heure actuelle, les signes de faiblesse économique se multiplient dans l'essentiel des pays du G20.

À PREMIÈRE VUE, L'ENVIRONNEMENT DEVIENT TERNE

Les valorisations des actifs risqués (primes de risque actions, *spread* de crédit) ne sont globalement pas attractives. L'environnement économique ralentit pour l'essentiel des pays du G20 (*soft landing*) avec deux gros maillons faibles, l'Allemagne qui traverse une crise économique mêlant problèmes conjoncturels et structurels avec une demande intérieure privée allemande en contraction, et la Chine restant toujours plus faible que prévu. Aux États-Unis, la vitesse avec laquelle le marché du travail se détend inquiète et entretient le débat sur le risque de récession. Les résultats de **NVIDIA** marquent peut-être la fin de l'accélération des dépenses consacrées à l'intelligence artificielle (IA) à la source de la frénésie boursière. Si tous les espoirs sont permis quant aux gains de productivité à attendre de l'IA, il est à ce stade difficile d'en trouver la trace au sein des entreprises les plus à-même de le faire. L'incertitude politique ne fait que croître avec la proximité des élections américaines (le premier risque à nos yeux étant celui que Donald Trump fait courir à l'inflation avec son programme). La France et l'Allemagne courent le risque d'un immobilisme politique accru alors qu'il y a urgence (budgétaire pour le premier, économique pour le second).

MAIS DES SIGNES D'ESPOIR

La Fed à la rescousse ?

Tous les yeux sont tournés vers le marché du travail américain qui faiblit anormalement vite et commence à inquiéter les investisseurs et la Réserve Fédérale, ce qui est normal au regard de la dualité du mandat de la Fed. Le discours de M. Powell à Jackson Hole ouvre le champ des possibles en termes de politique monétaire : l'emploi devient la principale priorité, l'inflation n'étant pratiquement

plus que de l'histoire ancienne. Potentiellement, les baisses de taux peuvent être considérables. Selon les *dots* de la Réserve Fédérale, le taux de long terme, donc neutre, serait à 2,75%, soit 2,5% au-dessus du niveau actuel. Si l'inflation n'était plus un problème et que la Fed voulait restimuler le marché du travail, on peut très bien imaginer un retour rapide au taux neutre, voire en-dessous. La banque centrale se heurte toutefois à l'incertitude politique. Par exemple, si Donald Trump est élu, ira-t-il appliquer son programme de nature inflationniste ? On peut donc très bien imaginer que la Fed décide de baisser activement, et même plus que ce que les marchés ne l'anticipent déjà, les taux d'ici la fin de l'année afin de ne pas être en retard sur le cycle et d'être plus prudente l'an prochain le temps de prendre la mesure de la nouvelle politique économique. Pour autant, un tel scénario est loin d'être acquis à lire les déclarations des membres de la banque centrale.

L'emploi est plus connu pour être un rétroviseur qu'un indicateur avancé

Pour autant, l'emploi n'est pas une variable avancée du cycle, au mieux juste concomitante et sa dégradation n'est pas corroborée avec les indicateurs d'activité (la croissance tournerait autour de 2% au troisième trimestre selon les *Nowcasts*). Il y a donc davantage un problème persistant de lisibilité de l'économie américaine que de direction. Par ailleurs, la bonne tenue des marges des entreprises ne laisse pas entrevoir le mécanisme de restructuration annonciateur d'un cycle de licenciements. Les risques de récession sont peut-être à relativiser selon nous, d'autant plus que le robinet du crédit se desserre.

Le retour du « credit impulse* »

Aux États-Unis comme en Europe, le resserrement monétaire s'est accompagné d'un durcissement drastique de la politique d'octroi de crédit des banques au point où nous avons assisté à une contraction du crédit bancaire de part et d'autre de l'Atlantique. En effet, grâce au

retour à des taux élevés, les banques de dépôts avaient en effet la capacité qu'il leur avait tant manqué ces dernières années de retrouver le chemin de la profitabilité sans même à avoir à prendre un risque de crédit significatif. La perspective de baisse de taux ainsi que l'absence de récession conduisent les banques à prêter à nouveau. Le passage d'un *credit impulse* de négatif à positif va produire ses effets bénéfiques sur l'activité.

LES PAYS ÉMERGENTS SE DISTINGUENT

Pris entre un resserrement majeur de la Fed et un affaïssissement de la Chine, les investisseurs se sont logiquement tenus longtemps à l'écart des marchés émergents. La page se tourne. La Fed change de cycle. Et si la Chine reste toujours dans un contexte difficile, la digestion progressive de la crise immobilière laisse à penser que le pire du retournement est éventuellement derrière nous. Par ailleurs, à l'heure où certains pays développés semblent avoir perdu le contrôle des finances publiques (États-Unis, France...) et assistent à la montée du populisme qui a peu de chance d'améliorer la situation, les pays émergents sont restés pour l'essentiel fidèles au « consensus de Washington » (gestion orthodoxe de la politique économique), certains pays comme l'Argentine ou la Turquie menant même désormais une politique très active pour y retrouver leur place.

POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

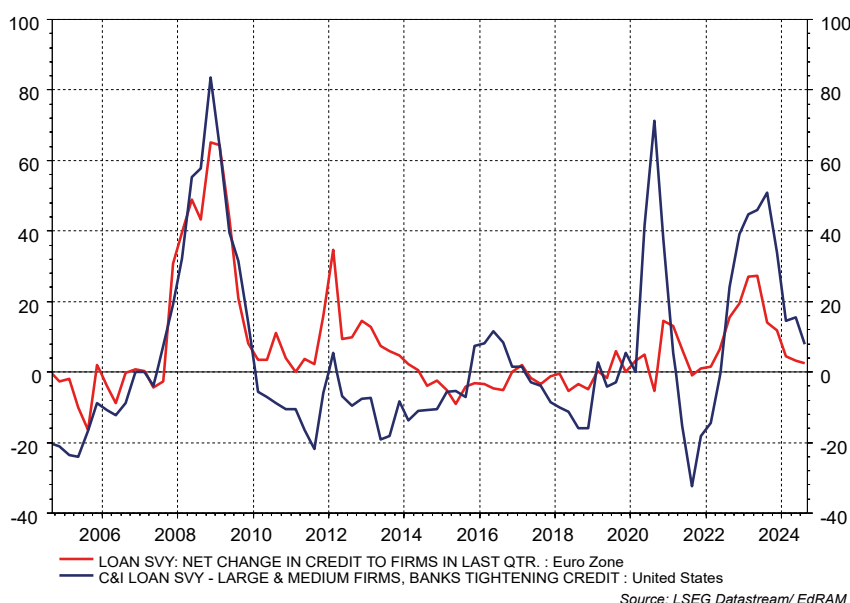
Il existe donc un potentiel de hausse sur ces marchés mais face aux différentes incertitudes, **nous neutralisons les grands choix directionnels et abaissons tactiquement le poids des actions.**

Notre principal biais géographique dans notre allocation d'actifs est de **surpondérer les pays émergents, hors Chine** en ce qui concerne les actions même si notre vision n'est pas non plus négative sur le marché chinois. Nous

conservons au sein des actions notre surpondération sur les *small caps* européennes, en considérant que même si l'environnement économique est plutôt peu porteur actuellement, le desserrement du marché du crédit et les baisses de taux de la BCE favoriseront un *re-rating*. Les thématiques privilégiées sont toujours le *big data* et la santé pour être bien positionné en phase de ralentissement.

*La notion de *credit impulse* – impulsion de crédit – a été introduite pour la première fois en 2008 par Michael Biggs, alors économiste à la Deutsche Bank. Cet indicateur économique mesure l'accélération ou la décélération du flux de nouveaux crédits dans une économie, et son impact sur la croissance. Contrairement au simple volume total de crédits, le *credit impulse* se concentre sur les nouveaux prêts accordés dans une période donnée et compare cette variation au produit intérieur brut (PIB).

Les banques continuent de resserrer leurs conditions de crédit mais largement moins qu'en 2023



	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	=	→/★
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 12/09/2024.

★ Positionnement tactique.



EN BREF

Face aux incertitudes économiques, nous neutralisons les grands choix directionnels et abaissons très tactiquement le poids des actions.

Nous remontons néanmoins les expositions actions aux pays émergents, hors Chine.

Nous privilégions les thématiques du *big data* et de la santé pour être bien positionnés en phase de ralentissement.

AVERTISSEMENT : Achevé de rédiger le 12 septembre 2024. 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.edmond-de-rothschild.com