



LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX
THÈMES D'INVESTISSEMENT

MARS 2024

LES ARBRES, LES BULLES ET LE CIEL



BENJAMIN MELMAN

Global Chief
Investment Officer,
Asset Management

► Depuis la fin du mois d'octobre 2023, le MSCI WORLD a grimpé de plus de 20% pour dépasser tous les records historiques¹. Si les résultats du quatrième trimestre ont été globalement plutôt favorables, ils ne justifient en rien ces performances hors normes qu'on ne voit historiquement que lorsque le marché anticipe une sortie de récession ou bien lors de la dernière « bulle internet » (1995-2000). Evidemment, et d'autant plus que nous ne sommes pas en sortie de récession, le parallèle entre l'engrenage IA et « la bulle Internet » est tentant. Sommes-nous entrés dans une bulle ?

► Le cours de NVIDIA, acteur emblématique de l'IA, est dangereusement parabolique mais les bénéfices de l'entreprise au quatrième trimestre étaient exceptionnels. À minima, si le point commun avec la bulle internet est que le marché suppose des taux de croissance extravagants sur ces valeurs, la différence est qu'il y a au moins dès aujourd'hui un début de dynamique de résultats qui ne contredit pas cette vague. Le PE sur les bénéfices estimés cette année est autour de 36², ce qui est considérable mais pas non plus impossible pour une valeur de croissance.

► L'exubérance, pour autant qu'elle concerne certaines valeurs, est beaucoup plus discriminée qu'avant 2000. Même au sein des « 7 magnifiques », les performances sont tout sauf homogènes et Tesla est même en forte baisse. Au point qu'il faut se demander si l'appellation n'appartient pas déjà au passé.

► Fin octobre, juste avant que le marché des actions ne s'enflamme, les investisseurs n'excluaient pas encore une ultime hausse de taux de la Fed. Aujourd'hui, la seule question est de savoir quand démarrera la première baisse de taux cette année. La forte progression des marchés est aussi en partie liée à ce « pivot » des grandes banques centrales. Le programme de baisse de taux peut éventuellement être plus modeste qu'initialement envisagé mais il ne semble pas remis en cause.

Au total, la puissante progression des bourses n'est pas extrapolable mais ne témoigne certainement pas d'une bulle. Appelle-t-elle à un repli prochain du marché ?

D'un côté, l'environnement économique est favorable aux actifs risqués. En effet, l'économie américaine n'a cessé de surprendre par son dynamisme en ce début d'année mais sans toutefois remettre en cause le retour à un meilleur équilibre du marché du travail. Les dernières statistiques plaident même pour un début de normalisation de la marche des affaires. L'économie européenne semble flirter un peu moins avec la récession tandis que la Chine, au prix de petits ajustements budgétaires, se maintient à un rythme de croissance plus faible mais sans s'effondrer. Les enquêtes des deux grandes banques centrales auprès des banques commerciales militent pour un desserrement progressif de la politique d'octroi de crédit, un mouvement bienvenu dans

1. Performance du MSCI World NR USD du 31/10/2023 au 07/03/2024 : +23,1%. Performance sur 10 ans : 141,14 % soit 9,19% annualisé.

2. PE : Price Earnings. source Bloomberg au 07/03/2024.

un contexte où le crédit bancaire à l'économie était en légère contraction, ce qui est rassurant. Le principal risque à surveiller est celui d'un redémarrage de l'inflation, après des chiffres décevants en janvier aux États-Unis comme en Europe.

De l'autre, les conditions de liquidité seront moins favorables par la suite. Notamment, le *Quantitative tightening* (QT) se poursuit et le compte « ON RRP³ » à la Réserve Fédérale (sur lequel des acteurs non bancaires parquaient leurs liquidités) s'épuise rapidement.

La capacité de l'ON RRP à restituer de la liquidité est donc sérieusement obérée et ne pourra bientôt plus contrecarrer une partie des effets restrictifs du QT sur la liquidité.

La prime de risque du marché américain a sensiblement faibli, sans atteindre non plus des niveaux particulièrement inquiétants. Elle présage simplement des excès de performances relatives au marché obligataire à long terme inférieures à la moyenne, sans donner d'indications tangibles à court terme.

Ainsi, nous maintenons notre exposition neutre sur les marchés d'actions de même que notre surpondération obligataire. Nous abaissons toutefois notre pondération sur les emprunts d'états américains, le risque d'une reprise inflationniste nous semblant plus matériel qu'en Europe.

3. Overnight Reverse Repo Facility



À RETENIR

Le MSCI WORLD a battu des records.

La puissante progression des bourses n'est pas extrapolable mais ne témoigne certainement pas d'une bulle.

L'environnement économique est favorable aux actifs risqués, mais les liquidités seront moins abondantes.

Nous maintenons notre exposition neutre sur les marchés d'actions et restons surpondérés sur l'obligataire.

La prime de risque sur le marché américain est faible mais pas non plus alarmante



Source : Bloomberg au 31/01/2024.

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 06/03/2024.

AVERTISSEMENT : Achievé de rédiger le 12 mars 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.edram.fr