



LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX
THÈMES D'INVESTISSEMENT

SEPTEMBRE 2023

BRUMES EUROPÉENNES



BENJAMIN MELMAN
*Global Chief
Investment Officer,
Asset Management*

► Il était facile d'imaginer que le retournement conjoncturel commencerait aux États-Unis, le pays aux avant-postes du cycle mondial, qui a connu la croissance la plus exubérante post Covid, le plus de resserrement monétaire et une instabilité bancaire en début d'année. Il n'en est rien. Selon le *Nowcast* de la Fed d'Atlanta, la croissance pourrait être supérieure à 5,5% au troisième trimestre.

UNE DIVERGENCE DE CYCLE APPARAÎT

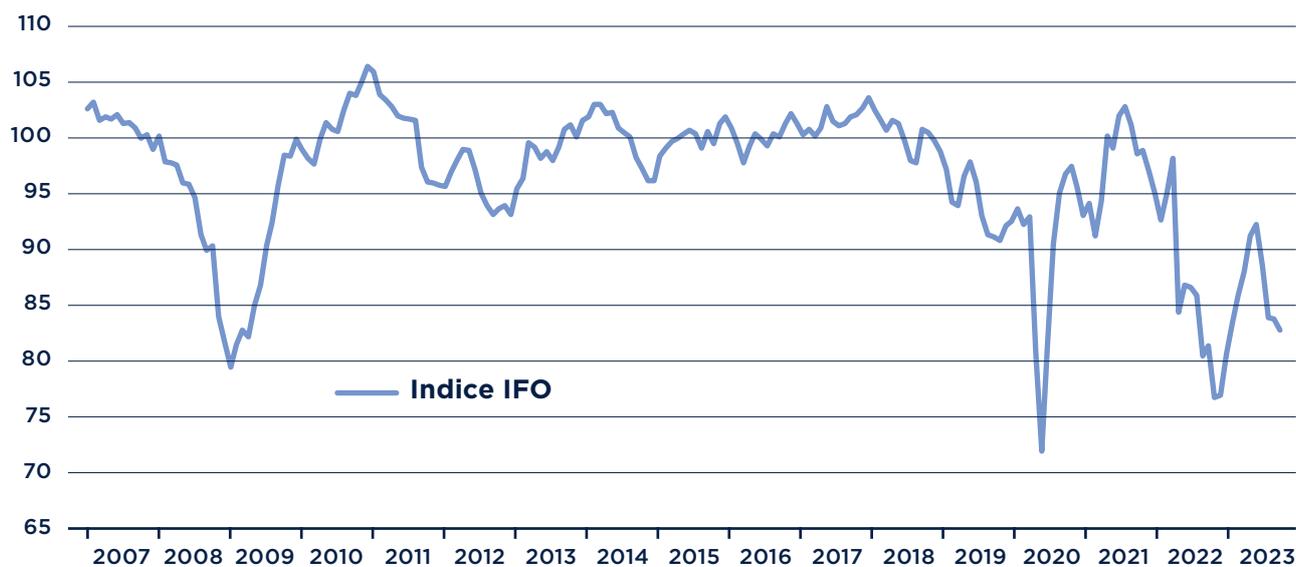
À l'inverse, la Chine mais aussi l'Europe affichent un infléchissement marqué de la marche des affaires, au point que, tandis que la croissance américaine défie les anticipations les plus optimistes, la Chine accumule les signes de déflation et il est possible que l'Europe soit en phase de contraction, ou du moins s'y dirige.

L'IMPROBABLE SYSTÈME D'ÉQUATIONS EUROPÉENNES

► Comment financer une croissance prévue en valeur autour de 4% sans crédit ? Depuis novembre 2022, le crédit bancaire à l'économie est en phase de (très légère) contraction. La lecture du *bank lending survey* de la BCE suggère qu'il existe autant une contraction de l'offre de crédit bancaire qu'un tassement de la demande, notamment de la part des entreprises. Le durcissement de l'octroi de crédit n'est aucunement lié aux difficultés que rencontreraient les banques mais est lié à différents phénomènes. Depuis la sortie des taux négatifs, les banques augmentent leurs marges avec les dépôts et ont donc moins besoin du crédit d'autant plus que le contexte économique est plus incertain. Aussi, avec le remboursement des TLTRO¹ disparaissent pour les banques les « bonus » incitatifs à prêter. Si les enquêtes de la BCE militent désormais pour un moindre durcissement de la politique d'octroi de crédit, rien ne permet d'envisager un redémarrage, d'autant plus que la demande de crédit reste déprimée par la hausse des taux. Cet environnement ne nous semble pas durable et donc trouble les perspectives : si le crédit bancaire ne repart pas, la croissance et/ou l'inflation pourraient surprendre à la baisse.

1. Opérations ciblées de refinancement de long terme (Targeted Longer-Term Refinancing Operations).

LES ANTICIPATIONS DES INDUSTRIELS ALLEMANDS : PRESQUE AUSSI DÉPRIMÉES QU'APRÈS LA FAILLITE DE LEHMAN BROTHERS



Source : Bloomberg. Données au 04/09/2023.

► Comment financer en Allemagne une croissance des salaires de 6,6% (au deuxième trimestre en glissement annuel) avec une productivité horaire en baisse de 1,3% tout en prolongeant le cycle de désinflation ? En toute logique, les marges des entreprises devraient être sous pression. Il faudra attendre l'ensemble des données européennes pour une vision d'ensemble mais les statistiques allemandes invitent l'investisseur à intégrer la possibilité d'un scénario « stagflationniste/fin de cycle ».

Au-delà, il reste aussi et notamment pour l'Europe à gérer l'extrême faiblesse de la croissance chinoise qui ne trouvera définitivement son point bas que lorsque les autorités auront décidé et réussi à retourner le marché immobilier, ce qui n'est pas encore le cas. Le futur européen n'est pas encore écrit mais il faut le surveiller de près.

POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

Même si l'image dépeinte plus haut reflète une plus grande incertitude concernant les perspectives de profits en Europe, il serait dangereux de tirer des conclusions hâtives. Nous attendons d'autres informations pour prendre la mesure de ces nouveaux risques. Elle nous conduit simplement pour l'heure à préférer les actions américaines aux actions européennes en termes d'allocation.

Nous conservons nos expositions sur les actions chinoises, du fait de la pression sur les autorités à relancer l'activité, des faibles niveaux de valorisation et du positionnement très négatif des investisseurs. Le potentiel de rebond est conséquent mais le cas d'investissement reste spéculatif. Dans un contexte économique plus incertain et fragile, nous favorisons de plus en plus le secteur de la santé, très peu sensible aux problématiques économiques du moment, d'autant plus après une contre-performance notable depuis le début de l'année.

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

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 31/08/2023.

Le mouvement de désinflation peut être à terme éventuellement contrarié par les dernières tendances (ré-accélération de l'activité américaine, des salaires allemands), ce qui a suscité une tension sur les rendements au mois d'août. Toutefois, ces tendances ne nous semblent pas durables, nous continuons à privilégier les obligations.



À RETENIR

Nous continuons à privilégier les obligations par rapport aux actions

Nous préférons les actions américaines aux actions européennes

Nous favorisons le secteur de la santé, très peu sensible à la conjoncture

Nous conservons nos expositions sur les actions chinoises

AVERTISSEMENT : Achevé de rédiger le 4 septembre 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