



LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX
THÈMES D'INVESTISSEMENT

OCTOBRE 2022

ESPÉRER
LE MEILLEUR,
SE PRÉPARER
À PIRE



BENJAMIN MELMAN

Global Chief Investment Officer,
Asset Management

► Depuis la clarification de la Fed à Jackson Hole, les investisseurs sont à la recherche du moindre signe que le pic d'inflation a été atteint aux États-Unis. En effet, le passage de ce pic, d'autant plus que la crédibilité de la Fed fait son grand retour, permettrait d'assurer une décrue des taux longs puis des taux courts et d'anticiper des performances soutenues des marchés à l'image de celles des années 1980 ou de la seconde moitié des années 1990 qui avaient suivi d'importants resserrements monétaires. Nous sommes intimement convaincus de la potentialité de ce scénario, ce qui nous invite, en dépit de la forte volatilité, à rester à minima suffisamment investi dans les portefeuilles car il ne pourra y avoir de certitude qu'a posteriori concernant le *trend* descendant de l'inflation.

UNE RÉCESSION PAS COMPLÈTEMENT INTÉGRÉE PAR LES MARCHÉS

L'inflation américaine ralentira, mais comment ? Des forces désinflationnistes sont déjà à l'œuvre : les pressions sur les chaînes de production se normalisent, les entreprises déstockent massivement, les coûts du fret sont en forte baisse, les prix des matières premières se sont bien repliés et ceux de l'immobilier commencent à se contracter en laissant espérer un effet sur les loyers. Finalement, si les salaires n'étaient pas aussi dynamiques - l'*Employment Cost Index* est en hausse de 5.1% en glissement annuel au deuxième trimestre, deux points environ au-dessus de ce qu'il faudrait pour être compatible avec une inflation en tendance à 2% - le pas à franchir pour se positionner sur le rebond lié à la désinflation serait d'emblée très accessible. Malheureusement, la lecture des cycles précédents laisse à penser que pour obtenir un tel ralentissement salarial, il faut passer par une récession. Et cette récession n'est pas complètement intégrée par les marchés. Par exemple, si les *spreads high yield* américains peuvent grimper au-delà de 8% sur fond de craintes de récession, on est actuellement à moins de 6%. De même, le S&P 500 baisse d'au moins 20% en période de craintes de récession, ce qui est équivalent au niveau de baisse enregistrée cette année. Sauf que dans notre contexte très atypique, la baisse est en partie imputable à la remontée du taux d'actualisation des bénéfices futurs (des taux) tant et si bien que l'on ne peut pas non plus considérer que le risque de récession soit pleinement intégré.

Bien sûr, on pourrait imaginer des cas de figure où l'inflation se normaliserait sans récession. Les anticipations d'inflation semblent se replier enfin et ces dernières jouent un rôle supposé important dans la constitution de l'inflation. Le taux de participation de la population active pourrait se redresser maintenant que l'excès d'épargne des ménages constitué pendant la crise du Covid-19 se résorbe, ce qui limiterait les tensions sur les salaires. Et puis après tout, après les phases de net resserrement monétaire en 1983 et 1994, l'inflation a reculé sans qu'une

**CHIFFRE
CLÉ**

-23.19%

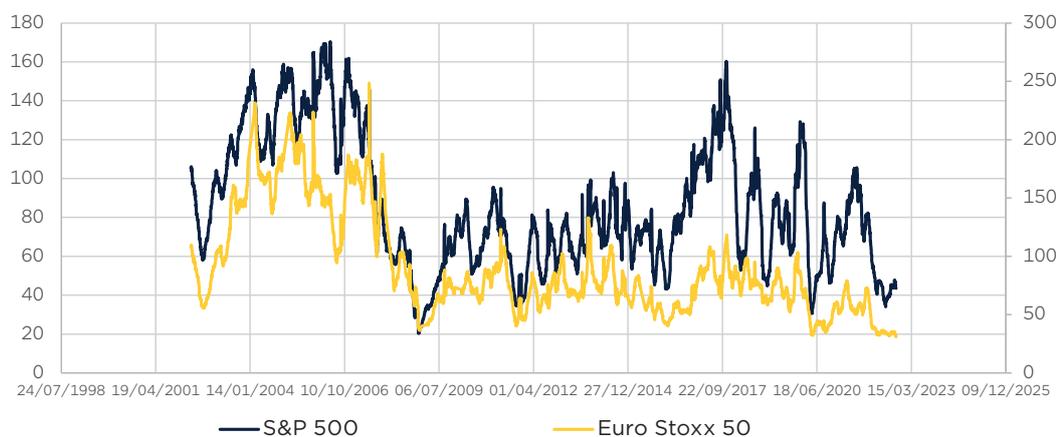
Performance
de l'emprunt d'État
britannique à
30 ans entre le 22
septembre (veille de
l'annonce du budget
britannique) et le 27
septembre

récession ne s'enclenche juste après. Mais à la différence de ces deux expériences, les tensions inflationnistes sont aujourd'hui plus fortes et le marché du travail bien plus tendu, laissant à penser que ces conjonctures sont probablement trop optimistes pour former un cas d'investissement dans le cas présent. Elles représentent néanmoins un scénario alternatif qui a d'autant plus de pertinence que les investisseurs sont encore globalement prompts à y adhérer.

UNE VOLATILITÉ PARTIE POUR DURER

Les investisseurs étant globalement relativement peu exposés aux risques et les marchés étant peu liquides, il faut s'attendre à des marchés volatils, avec des rebonds

Indicateur de liquidités



Source : Edmond de Rothschild Asset Management. Données au 07/10/2022.

Nos convictions* **Évolution par rapport au mois passé**

CLASSES D'ACTIFS		
Actions	-	→
Obligations	=	→
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 07/10/2022.

mais aussi aux retournements en fonction des nouvelles sur l'inflation.

Nous entendons être plus tactiques en se basant sur deux grands axes : tant que la récession américaine n'est pas plus largement intégrée dans les cours, il reste un risque de nouvelle correction appelant à une certaine prudence. La vague plus globale de révision à la baisse des attentes bénéficiaires des analystes devrait commencer. Par ailleurs, la violente réaction du marché obligataire britannique au « mini-budget » et les effets de contagion sur tous les autres montrent à quel point la politique économique n'a plus aucun droit à l'erreur. Mais cette prudence doit elle-même être contrebalancée par le fait qu'un rebond durable des marchés est à un horizon qui reste certes

encore assez incertain mais qui appelle à ne plus s'écarter trop substantiellement de son allocation stratégique.

Dans ce contexte, nous restons légèrement sous-pondérés en actions et globalement neutres sur les marchés obligataires, trouvant enfin des niveaux plus raisonnables sur l'obligataire d'État américain.

Cette année, les actions et emprunts d'État ont été positivement corrélés mais nous estimons que cette corrélation devrait redevenir négative si les craintes de récession américaine devaient peser prochainement sur les marchés d'actions et du crédit. Sur les marchés d'actions, nous mettons un terme à la surpondération du marché américain face au marché européen. Ce dernier a encaissé déjà beaucoup de mauvaises nouvelles, notamment autour de la problématique énergétique tandis que le marché américain semble un peu cher au regard des niveaux plus élevés de taux réels prévalant sur les marchés obligataires.



À RETENIR

Nous restons légèrement sous-pondérés en actions

Nous mettons un terme à la surpondération du marché américain face au marché européen

Nous affichons une position globalement neutre sur les marchés obligataires

AVERTISSEMENT : Achevé de rédiger le 7 octobre 2022. 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