



# LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX  
THÈMES D'INVESTISSEMENT

NOVEMBRE 2024

## THE BULL AND THE ELEPHANT IN THE (SAME) ROOM

*Plus qu'une victoire,  
un triomphe*



**BENJAMIN MELMAN**

*Global Chief  
Investment Officer,  
Asset Management*

► Donald Trump et les Républicains ont remporté les pleins pouvoirs à la Maison Blanche et au Congrès. Ce scénario, peu anticipé par les sondages, a suscité une prolongation du « Trump trade » (hausse des actions, des taux longs américains et du dollar) et cette fois-ci une plus forte dichotomie entre les États-Unis et l'Europe (baisse des indices actions et des taux longs européens). Les investisseurs retiennent surtout du candidat Donald Trump une baisse de l'impôt pour les entreprises ainsi qu'un programme de déréglementation aux États-Unis et pour les autres partenaires dont l'Europe du fait d'une remontée des taxes à l'importation.

De même qu'ils actent d'un creusement des déficits publics (remontée des taux réels et nominaux) et d'un risque plus inflationniste (hausse des points-morts inflation). Les mouvements sont violents, depuis début octobre, moment où les investisseurs ont commencé à se positionner sur le « Trump trade », le S&P 500 surperformant l'Eurostoxx 50 de pratiquement 9%.

## LE PROGRAMME TRUMP EST-IL SI FAVORABLE ?

Si le programme de Donald Trump comporte bien des éléments favorables à l'économie et aux profits - on estime que le passage de l'impôt sur les sociétés de 21% à 15% augmenterait les bénéfices des entreprises américaines de pratiquement 5% -, il existe un certain nombre de mesures négatives :

► L'expulsion d'immigrants illégaux. Selon certaines hypothèses conservatrices, l'effet négatif de cette mesure sur la croissance serait compris entre 0,1% et 0,4% du PIB au cours de la première année, d'après *Brookings*<sup>1</sup>, en fonction du niveau de mise en place de la promesse électorale. Cependant, il pourrait atteindre entre 2,9% et 19,6% du PIB en cumulé sur 4 ans par rapport à un scénario médian de croissance, selon le *Peterson Institute*<sup>2</sup>. Ces estimations reposent sur de nombreuses hypothèses ainsi que sur la pertinence des modèles employés, nous en retenons surtout que l'effet de cette politique ne peut être négligé.

► La mise en place des taxes à l'importation aurait également sans équivoque un rôle négatif sur la croissance américaine dont les effets là encore dépendent des hypothèses retenues (10% ou 20% sur l'ensemble des pays selon les déclarations, et 60% sur la Chine), des modèles mais aussi de l'éventuelle réciprocité des partenaires face aux hausses de taxes

américaines. La *Tax Foundation* fournit ses propres estimations mais aussi un récapitulatif des autres<sup>3</sup>. Le FMI retient un effet récessif entre 0,4% et 0,6% de PIB pour une hausse de tarifs de 10%.

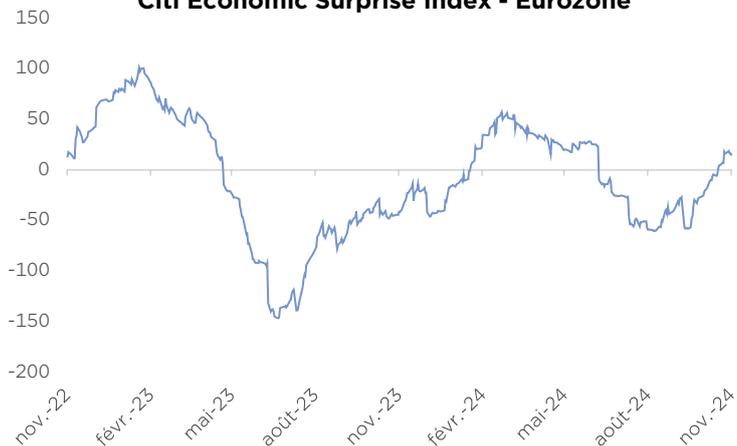
► En 2018, l'approche de la Fed par rapport à la mise en place des tarifs douaniers du Président Donald Trump était de considérer qu'entre l'effet inflationniste de court terme et l'effet récessif, elle pouvait se permettre d'accorder plus d'importance au second tant que les anticipations d'inflation étaient bien ancrées et que la diffusion à la hausse des prix à l'importation restait modeste, ce qui était le cas à l'époque. Mais le contexte de 2025 n'est pas celui de 2018, la Fed ne pouvant toujours pas revendiquer sa victoire sur l'inflation. Entre le risque de tendre à nouveau le marché du travail avec les expulsions d'immigrants et l'incertitude sur les tarifs douaniers, on peut imaginer une banque centrale beaucoup plus timorée dans son approche de normalisation de la politique monétaire... pour surtout ne pas avoir à prendre le chemin de la hausse des taux !

► Les données de positionnement laissent à penser que le « Trump trade » est déjà largement dans les portefeuilles des investisseurs, et que l'euphorie de la bourse américaine est proche de sa fin.

les sociétés. Selon les estimations de Morgan Stanley, si l'exposition du chiffre d'affaires des entreprises composant le MSCI Europe aux États-Unis est de 26%, la part représentant les exportations de biens et donc menacée par les tarifs douaniers, n'est plus que de 6,2%.

La décote des actions européennes par rapport aux actions américaines retrouve des records historiques alors même que l'Europe n'est pas en crise. On constate que l'indice des surprises économiques tend à se reprendre un peu depuis quelques semaines.

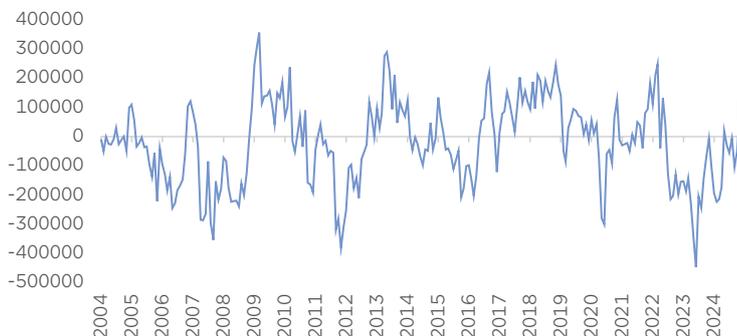
**Citi Economic Surprise Index - Eurozone**



Source : Bloomberg. Données au 14/11/2024.

Les chiffres ont trait aux années écoulées et ne préjugent pas des résultats futurs.

**E-Mini S&P 500 Net Non-Commercial Combined Positions (K USD)**



Source : Bloomberg. Données au 05/11/2024.

Les chiffres ont trait aux années écoulées et ne préjugent pas des résultats futurs.

Le changement de gouvernement qui s'annonce en Allemagne peut délivrer des évolutions plus favorables en matière budgétaire, le Président de la CDU, Friedrich Merz, montrant récemment une attitude moins fermée à un assouplissement des règles strictes régissant l'équilibre fiscal, à la condition que les dépenses nouvelles soient dirigées vers des programmes d'investissement. L'Allemagne a tous les leviers budgétaires à sa disposition pour rebondir, et si la volonté politique ne s'exprime pas encore clairement, les lignes politiques sont en train de bouger, ce qui va être un élément important à surveiller au cours des prochaines semaines.

## POLITIQUE D'INVESTISSEMENT

Au total, après ce mouvement de marchés conforme à ce qui était envisageable dans le cadre d'un raz de marée républicain, l'agenda que choisira la nouvelle administration déterminera la suite de l'impact sur les marchés de ce programme politique qui se veut radical et transformationnel.

### EUROPE, UN PESSIMISME EXCESSIF ?

Nul doute que l'élection de Donald Trump et sa menace de tarifs douaniers (éventuellement renforcée sur l'automobile) accentue le scepticisme des investisseurs sur l'Europe, l'Allemagne comme la France rencontrant déjà d'intenses difficultés, même si elles ne sont pas de même nature. Rappelons toutefois que les entreprises européennes qui ont une base de coût aux États-Unis bénéficieront de leur côté de la baisse de l'impôt sur

Entre un « Trump trade » manifestement en fin de parcours et un pessimisme probablement excessif sur l'Europe, il nous semble qu'il est trop tard pour surpondérer stratégiquement les actions américaines au détriment des actions européennes. Nous avons toutefois dans la foulée de l'élection de Donald Trump remonté nos expositions aux actions américaines mais il s'agit d'un mouvement très tactique. Nous avons en contrepartie réduit nos expositions sur les actions émergentes hors-Chine. En effet, la menace de tarifs douaniers ainsi que la moindre visibilité du cycle de baisse de taux menacent la perspective de croissance des pays émergents et crée plus d'instabilité sur leurs devises.

1. <https://www.brookings.edu/articles/immigration-and-the-macroeconomy-after-2024/>

2. <https://www.piie.com/events/2024/economic-effects-trumps-plans-tariffs-deportations-and-fed>

3. <https://taxfoundation.org/blog/trump-tariffs-impact-economy/>

	Nos convictions*	Évolution par rapport au mois passé
<b>CLASSES D'ACTIFS</b>		
Actions	=	→
Obligations	=	→
Dollar	=	→
Cash	=	→
<b>ACTIONS</b>		
US	+	↑
Europe (ex-UK)	=	→
Royaume-Uni	=	→
Japon	=	→
Chine	+	→
Émergents Global	=	↓
<b>OBLIGATIONS SOUVERAINES</b>		
US	=	→
Eurozone	=	→
Émergents	+	→
<b>OBLIGATIONS D'ENTREPRISES</b>		
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 14/11/2024.

★ Positionnement tactique.



## EN BREF

En raison d'un « Trump trade » en fin de parcours et d'un pessimisme jugé excessif sur l'Europe, il nous semble tardif de surpondérer stratégiquement les actions américaines par rapport aux actions européennes.

Nous avons toutefois tactiquement remonté nos expositions aux actions américaines suite à l'élection de Donald Trump.

Notre exposition aux actions émergentes hors-Chine a été abaissée en raison des menaces de tarifs douaniers et d'une moindre visibilité du cycle de baisse des taux.

AVERTISSEMENT : Achievé de rédiger le 14 novembre 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](http://www.edmond-de-rothschild.com)