



LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX
THÈMES D'INVESTISSEMENT

FÉVRIER 2022

FED UP

► L'environnement est marqué par une poursuite des tensions sur les taux d'intérêts réels et tout particulièrement aux États-Unis, suscitées par un durcissement du discours de la Réserve Fédérale mais aussi par l'annonce d'une probable mise en place cette année d'une politique de *quantitative tightening* (réduction du bilan de la banque centrale). En fin d'année 2021, la forte volatilité des taux d'intérêt avait sensiblement impacté les performances relatives factorielles et sectorielles des marchés d'actions. Depuis le début de l'année, ce sont aussi les performances absolues des marchés d'actions qui sont touchées, la volatilité des taux et celle des marchés d'actions se connectant, donnant clairement l'image de plaques tectoniques en mouvement. Ces derniers jours, l'escalade des tensions entre la Russie et l'Occident autour de l'Ukraine est venue s'ajouter aux craintes des investisseurs. Ainsi, depuis le début de l'année, le S&P 500 a subi une correction (baisse de 10%) et l'indice VIX¹ est monté jusqu'à 38, un niveau très élevé. En dépit de cette très forte aversion au risque, les taux longs américains s'affichent toujours en hausse.



**BENJAMIN
MELMAN**

Global Chief
Investment Officer,
Asset Management

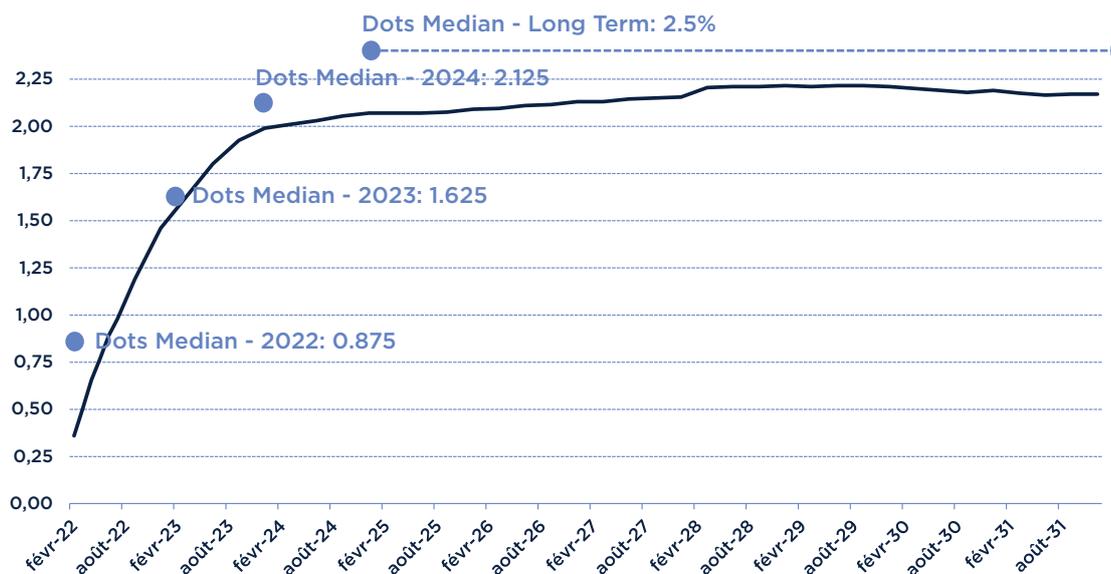
LA QUESTION INFLATIONNISTE RESTE EN SUSPENS

Début octobre, les marchés n'anticipaient qu'une seule hausse de taux de la Fed en 2022. Ils tablent désormais sur quatre. Si on ne peut exclure que les investisseurs en anticipent davantage, la tonalité du discours de la Fed comme de l'administration Biden étant devenue clairement anti-inflationniste, il est possible voire probable que l'essentiel de l'ajustement ait eu lieu dans la mesure où désormais les anticipations du marché reflètent assez bien les projections médianes de la Réserve Fédérale. Pour autant, on ne saurait exclure que la Fed ait besoin de revoir de nouveau à la hausse son programme de resserrement monétaire si l'inflation ne venait pas à ralentir comme elle l'anticipe. En effet, il peut paraître étonnant d'observer que la Fed, au regard de ses prévisions d'inflation, entend conserver des taux réels *fed funds* négatifs jusqu'en 2024, un niveau anormalement bas pour « combattre » l'inflation alors même que l'économie semble déjà au plein emploi. Nous anticipons une détente de l'inflation avec l'atténuation des goulets d'étranglement qui s'est probablement amorcée au cours de ces dernières semaines sur certains biens. Pour autant, l'accélération de la hausse des salaires se poursuivant aux États-Unis, il est trop tôt pour conclure que la question inflationniste ne reviendra pas tarauder à nouveau la Fed et les investisseurs.

UNE EXPÉRIENCE MALHEUREUSE

Le *quantitative tightening* que la Fed annonce vouloir mettre en place cette année dans quelques mois n'est pas une bonne nouvelle. En effet, aux yeux de la banque centrale qui constate que les liquidités sont surabondantes et que les conditions financières demeurent très accommodantes, on peut comprendre le souhait de ne pas resserrer les taux trop brutalement

Le marché des taux a convergé vers les dots de la Fed et reste à la marge un peu en deçà



Source : Bloomberg.
Données au 27/01/2022.
Les données passées ne préjugent pas des données futures et ne sont pas constantes dans le temps.

et d'utiliser d'autres outils « faciles » pour accélérer le resserrement monétaire. Pour autant, comme elle le reconnaît elle-même dans les *minutes* de son dernier comité de politique monétaire, on maîtrise mieux les effets d'une hausse de taux que du *quantitative tightening*. Rappelons que la seule expérience en la matière (fin 2017-mi 2019) a vu apparaître un krach boursier au quatrième trimestre 2018 dans un contexte de contraction mondiale de la liquidité puis une crise du marché du repo² en 2019. Toutes les données et enquêtes laissent pourtant la Fed penser alors que la liquidité était abondante : le processus était mal maîtrisé et à part quelques nouvelles dispositions techniques améliorant le pilotage de la liquidité, rien ne permet d'affirmer que le processus soit mieux appréhendé aujourd'hui.

Si la correction sur le marché américain a débuté lors des dernières publications des *minutes* de la Réserve Fédérale qui introduisaient l'éventualité d'un *quantitative tightening* cette année, il est peu probable que les marchés aient, en dépit de la baisse, pleinement intégré les effets d'un resserrement de la liquidité. En effet, la très bonne résistance du marché du crédit américain dans cette correction ne rime pas avec la perspective de tassement de la liquidité, les *spreads* des obligations d'entreprises étant particulièrement sensibles à cette notion. En 2018, les *spreads* de crédit n'avaient pas tardé à souffrir, en amont des marchés actions, de cet axe de politique monétaire. Autrement dit, le *quantitative tightening* reste à nos yeux un facteur de risque à surveiller de près.

LES TENSIONS EN UKRAINE SUSCITENT L'INQUIÉTUDE

La crise ukrainienne augmente les primes de risque avec la dramatisation du discours américain et anglais sur l'imminence d'une invasion. Parmi les nombreuses questions posées, en cas de sanctions massives contre la Russie, celle de la dépendance énergétique de l'Europe vis-à-vis de la Russie se pose pour les investisseurs dans un contexte où l'approvisionnement et les prix étaient déjà fort instables.

LES MARCHÉS ACTIONS DEVRAIENT CONTINUER LEUR PROGRESSION

Dans ce contexte, nous maintenons nos expositions sur les marchés actions, considérant que beaucoup de mauvaises nouvelles sont déjà intégrées. Nous avons indiqué il y a quelques semaines que nous anticipions une remontée de la volatilité liée à la question de la normalisation de la politique monétaire américaine mais que dans un contexte de croissance forte, les marchés actions devraient continuer de progresser, d'autant plus que les attentes en matière d'augmentation des bénéfices sont relativement modestes. Alors que certains grands pays programment la levée des mesures sanitaires et que la question du pic de l'épidémie est posée, nous sommes encore plus convaincus de ce scénario. En revanche, nous ne sommes pas persuadés qu'il est déjà temps de renforcer le risque dans les portefeuilles.

Face aux mesures d'assouplissements de la politique économique chinoise et au regard d'indicateurs attestant une légère reprise en Chine, nous augmentons nos expositions sur les actions chinoises. Il s'agit d'une stratégie tactique car beaucoup d'incertitudes perdurent, notamment la durabilité de la politique « zéro Covid » comme l'intrusion des doctrines politiques dans la marche des affaires, mais nous estimons que la Chine, en étant le seul pays à pouvoir se permettre le luxe de relâcher sa politique économique, offre un potentiel de diversification. En contrepartie, nous avons réduit nos expositions sur le crédit *Investment Grade*³ ainsi que sur le marché du *High Yield*⁴ américain, considérant que le marché du crédit sera le plus sensible à la problématique du tarissement de la liquidité mondiale.

1. Indicateur de volatilité du marché financier américain.

2. *Sale and Repurchase Agreement* : transaction dans laquelle les deux parties s'entendent simultanément sur deux transactions, à savoir une vente de titres au comptant suivie d'un rachat à terme à une date et un prix convenus d'avance.

3. Les titres « *Investment Grade* » désignent des titres obligataires émis par des entreprises dont le risque de défaut de paiement varie de très faible (remboursement presque certain) à modéré. Ils correspondent à une échelle de notation allant de AAA à BBB- (notation Standard&Poor's).

4. Les titres « *High Yield* » sont des obligations d'entreprises présentant un risque de défaut supérieur aux obligations *Investment Grade* (ou catégorie investissement) et offrant en contrepartie un coupon plus élevé.

	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 21/01/2022.



À RETENIR

Il est trop tôt pour renforcer le risque dans les portefeuilles

Nous augmentons nos expositions sur les actions chinoises

Nous réduisons nos expositions sur le crédit Investment Grade ainsi que sur le marché du High Yield américain

AVERTISSEMENT : Achievé de rédiger le 28 janvier 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