



LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX THÈMES D'INVESTISSEMENT

AVRIL 2024

DES OPPORTUNITÉS DANS CES MARCHÉS TROP CONFIANTS

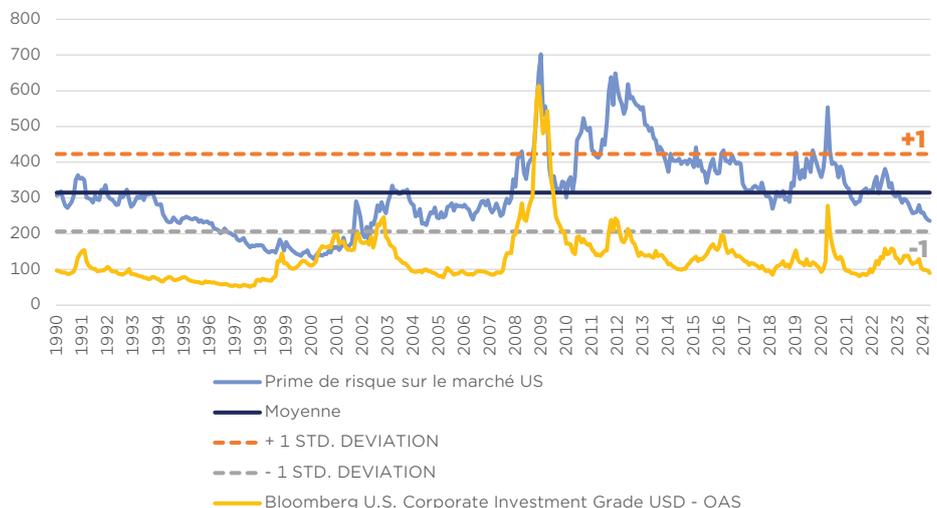


BENJAMIN MELMAN
Global Chief Investment Officer, Asset Management

► Qui aurait dit qu'après pratiquement deux ans d'inversion de la courbe, une guerre sévère en Europe, une Chine en pleine déflation, une globalisation empêtrée dans un conflit commercial sino-américain qui ne s'atténue pas, un choc d'inflation puis un choc monétaire, nous aboutirions, sans même passer par une récession, à un environnement *goldilocks*¹, suscitant l'envolée des actifs risqués ? Après tout, les dernières nouvelles sont clairement favorables, les statistiques les plus récentes permettant de mitiger le risque de récession en Europe et pointant même une amélioration de l'économie chinoise. Certes, le léger rebond de l'inflation aux Etats-Unis inquiète un peu mais le fait qu'il n'entame pas l'annonce, quasiment faite, d'une baisse de taux de la Fed et encore moins de la BCE, permet malgré tout de délivrer aux investisseurs le message qu'ils veulent entendre.

Aujourd'hui rien n'arrive à remettre en cause ce paradigme magique qui semblait assez improbable il y a peu. Au point que les enquêtes témoignent d'un optimisme élevé des investisseurs et selon certaines recherches un positionnement particulièrement marqué sur les actions. Au point également que les valorisations des actifs risqués sont désormais tendues.

Prime de risque sur le marché américain



1. L'expression "Goldilocks" est utilisée en économie pour décrire une situation économique qui est considérée comme étant "ni trop chaude, ni trop froide", c'est-à-dire une période de croissance économique modérée et stable, avec un équilibre entre la croissance et l'inflation, sans excès ni contractions sévères.

On notera également qu'en dépit du *quantitative tightening*², la liquidité s'est améliorée aux Etats-Unis (au regard des réserves des banques commerciales auprès de la Fed) grâce aux sorties massives au sein des fonds monétaires des sommes parquées ces trois dernières années à la Fed dans le cadre du programme de Reserve Repo. Or ce dernier se rapproche de sa fin ; l'amélioration de la liquidité ne peut donc être que temporaire. La liquidité, comme on le voit sur le graphique ci-contre, a accompagné, favorisé, le rebond des marchés, sauf qu'il ne faudra bientôt plus compter dessus.

Nous rentrons donc dans un environnement où les performances passées ne présagent vraiment en rien des performances futures. Il y a désormais des zones de fragilité dans le marché qui peuvent générer des mouvements plus significatifs sur quelques surprises. Or les surprises n'ont pas manqué ces derniers trimestres et nous continuons de redouter les effets toujours attendus de la hausse des charges financières des entreprises sur leurs marges et de la poursuite du *deleveraging* du secteur privé des pays occidentaux. Enfin, si l'inflation américaine devait continuer de surprendre à la hausse, les marchés d'actions qui misent sur un cycle de relâchement monétaire de la Réserve Fédérale pourraient commencer à douter. Même si le rally en mars était de meilleure qualité et n'était plus concentré sur quelques mega-caps, nous préférons réduire quelque peu notre exposition globale actions, de façon préventive.

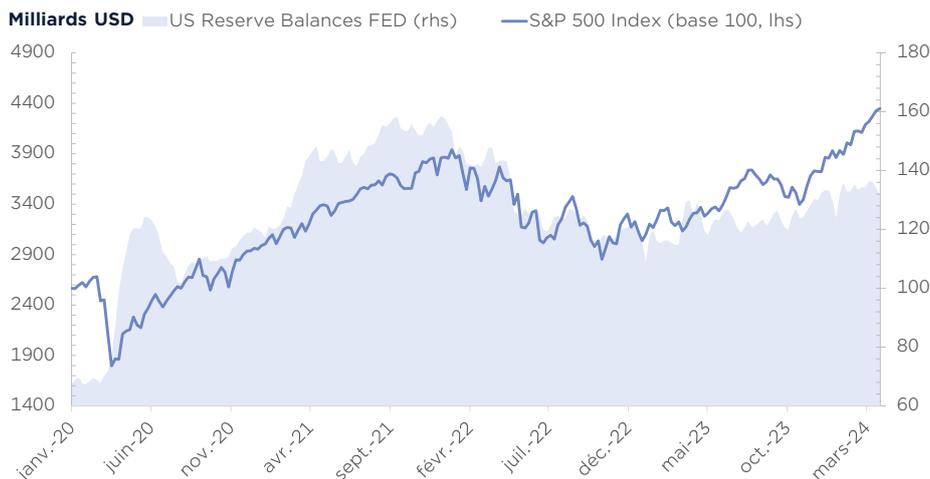
Nous n'avons pas actuellement de biais géographiques spécifiques. En revanche, nous continuons de privilégier les thèmes du Big Data, de la santé, de même que les small caps. Ces dernières demeurent attractives en termes de valorisation et si l'économie se stabilise ou repart, que les banques desserrent bien leur politique de crédit comme les enquêtes le laissent entendre et que les banques centrales baissent effectivement leur taux, elles

recèlent un potentiel de rattrapage considérable. Enfin, le segment Value aux Etats-Unis pourrait rebondir si l'environnement plus reflationniste que prévu se confirme.

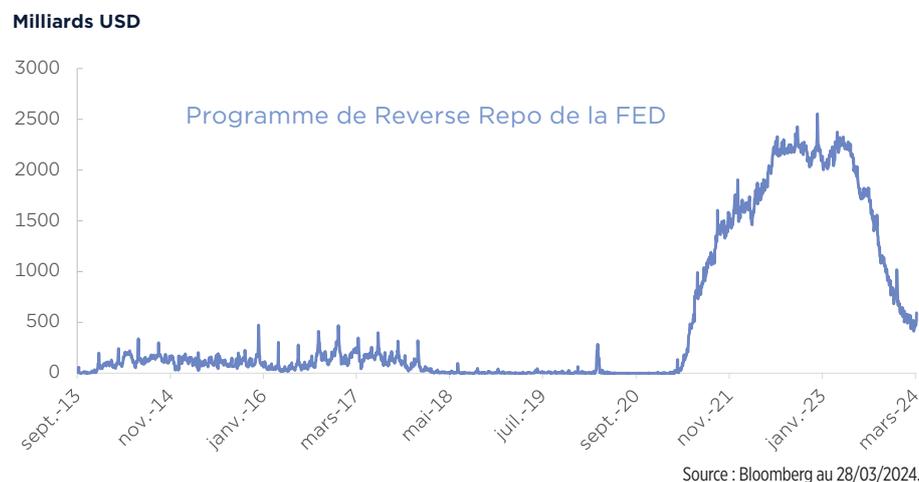
Au sein des marchés obligataires, le resserrement des spreads n'enlève pas les opportunités. Déjà, le niveau élevé des taux en absolu offre un coussin de protection en cas d'accident économique : la baisse des taux pourrait mieux compenser l'écartement éventuel de spreads. Ensuite, on notera que les obligations subordonnées financières sont relativement plus attractives que le crédit d'entreprises et offrent toujours une belle opportunité. Enfin, les obligations émergentes, surpondérées dans notre allocation d'actifs, doivent bénéficier de ce cycle de baisse de taux de la Fed qui approche, de même que du redémarrage de l'économie chinoise.

2. Le quantitative tightening (resserrement quantitatif) est un outil de politique monétaire restrictive appliqué par les banques centrales pour réduire la quantité de liquidités ou la masse monétaire dans l'économie.

Depuis la crise du covid, la liquidité est un facteur déterminant



Le stock de liquidités devrait bientôt être épuisé



| | 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 | =★/+ | ↓★/→ |
| OBLIGATIONS SOUVERAINES | | |
| US | + | ↑ |
| Eurozone | + | → |
| Émergents | + | → |
| OBLIGATIONS D'ENTREPRISES | | |
| US Investment Grade | + | → |
| Euro Investment Grade | + | → |
| US High Yield | = | → |
| Euro High Yield | = | → |
| Convertibles | = | → |

*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 29/03/2024.

★Positionnement tactique.



À RETENIR

Le paradigme magique d'aujourd'hui semble inébranlable.

La liquidité a accompagné, favorisé, le rebond des marchés, sauf qu'il ne faudra bientôt plus compter dessus.

Nous n'avons pas de biais géographiques spécifiques, mais continuons de privilégier les thèmes du Big Data, de la santé et les small caps.

Au sein des marchés obligataires, le resserrement des spreads n'enlève pas les opportunités.

AVERTISSEMENT : Achevé de rédiger le 2 avril 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