



LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX
THÈMES D'INVESTISSEMENT

MARS 2023

CYCLE PLUS INCERTAIN, ALLOCATION PLUS PRUDENTE.



BENJAMIN MELMAN

*Global Chief Investment Officer,
Asset Management*

Pour l'heure, les banquiers centraux réagissent peu aux récents développements. Ces derniers ont à vrai dire surpris tout le monde, vu que la question demeurait centrée sur le risque de récession au premier semestre. Il est probable que les banquiers centraux échaudés par la volatilité de l'économie et des marchés chercheront une voie médiane pour limiter le risque d'erreur. Face à un rebond économique inopportun et inattendu, ils devraient juste poursuivre plus lentement mais longuement leur resserrement monétaire (+25bps, après la dernière hausse de la BCE attendue de 50 bps en mars) tant que ce redémarrage économique se poursuivra.

Nous restons convaincus que la tendance de fond

► Nous avons construit il y a quelques mois notre scénario sur une désinflation tendancielle, qui ne se produirait pas nécessairement en ligne droite, couplée à une récession plutôt modeste pour accompagner le mouvement. Au tournant de l'année, vu que la désinflation semblait bien engagée, avec de vrais signes de modération salariale aux Etats-Unis au quatrième trimestre, il est apparu soudainement possible d'espérer non seulement la pérennité de cette désinflation mais aussi d'éviter la récession. Les informations enregistrées ces dernières semaines pointent non seulement un redémarrage des économies occidentales mais aussi des signes d'essoufflement de la tendance désinflationniste. Le fait d'observer des signes de stabilisation, voire de retournement haussier du marché résidentiel américain n'est pas de bon augure : si ce secteur, hautement sensible aux taux d'intérêts, ne contribue même plus négativement à la croissance, quelle traction la politique monétaire pourrait-elle avoir sur le reste de cette économie qui reste trop dynamique ? D'une façon générale, si la tendance actuelle devait persister, la question consisterait à savoir si les conditions financières sont assez restrictives pour vaincre l'inflation : la balle reviendrait donc dans le camp des banquiers centraux, avec potentiellement à la clé une double peine pour les investisseurs : des taux d'intérêts plus élevés dans un premier temps, pour un risque de récession plus important dans un second temps.

reste la désinflation et qu'elle est clairement ancrée aux Etats-Unis, en dépit des aléas conjoncturels. Après tout, à moyen long terme, l'inflation est un phénomène monétaire selon Milton Friedman. Rappelons que la masse monétaire M2¹ est en contraction de 1,3% en glissement annuel en janvier aux Etats-Unis, une baisse

¹ L'agrégat intermédiaire M2 correspond à l'agrégat M1 (pièces et billets en circulation et dépôts à vue) auquel on ajoute les crédits à court terme et les dépôts sur livrets.

jusqu'ici jamais observée dans l'histoire. Et que les banques commerciales (qui peuvent elles aussi avoir un impact sur l'expansion monétaire) resserrent très nettement le robinet du crédit selon le dernier Fed Loan Survey. Cependant, nous ne pouvons faire abstraction de la fragilité des équilibres actuels et du risque de retrouver à plus court terme une problématique déjà rencontrée l'an dernier : une inflation toujours trop élevée et des banques centrales à la remorque du mouvement, devant resserrer davantage qu'anticipé. A ce titre, nous préférons réduire nos expositions dans les portefeuilles en passant sous-pondérés sur les actions et en adoptant un positionnement plus neutre sur les obligations.

Au sein des actions, nous réduisons le poids des actions au travers du marché américain mais profitons du repli du marché chinois pour augmenter un peu notre exposition sur la Chine. Certes, les récentes tensions géopolitiques pourraient créer de la volatilité supplémentaire mais la tendance de fond confirmant la reprise, et notamment les signes d'amélioration du marché immobilier, nous invite à profiter de cette opportunité. La Chine est désormais le principal pays où la reprise ne crée aucun problème, tant les pressions inflationnistes y sont modestes : c'est bien celle qui nous intéresse.

Sur les marchés obligataires, nous réduisons un peu les obligations émergentes qui pourraient souffrir davantage que d'autres marchés d'une poursuite du resserrement monétaire américain.

EVOLUTION DE LA MASSE MONÉTAIRE M2 EN GLISSEMENT ANNUEL AUX ETATS-UNIS (%)



NOS CONVICTIONS*

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 20/02/2023.

** Score tactique

Données au 31/12/2022. Source: Bloomberg; Edmond de Rothschild Asset Management



A RETENIR

Le redémarrage des économies occidentales et des signes d'essoufflement de la tendance désinflationniste n'ont pas provoqué de forte réaction des banquiers centraux

Face à un rebond économique inattendu, le resserrement monétaire devrait se poursuivre plus lentement mais longuement

Nous réduisons le poids global des actions, notamment américaines, et renforçons légèrement les actions chinoises

Nous passons de positif à neutre sur les marchés obligataires en réduisant légèrement les obligations émergentes

AVERTISSEMENT : Achievé de rédiger le 27 février 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