



# LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX  
THÈMES D'INVESTISSEMENT

MARS 2022

## UN PEU PLUS DE PRUDENCE TACTIQUE ET STRATÉGIQUE



**BENJAMIN MELMAN**

Global Chief Investment Officer,  
Asset Management

### LA PHRASE DU MOIS

"Il y a eu peu d'analyse empirique des conséquences de la normalisation des bilans sur les marchés financiers. Les banquiers centraux s'appuient donc sur des orientations limitées sur les réalités du débouclage des achats d'actifs passés."

"The Financial Market Effects of Unwinding the Federal Reserve's Balance Sheet",  
Fed Kansas City, Janvier 2022.

► La réaction des marchés face à l'invasion de l'Ukraine est pour l'heure maîtrisée. Il est difficile d'estimer avec précision la prime liée à la crise géopolitique. Elle doit se situer à l'heure actuelle autour de 7% sur les actions européennes, (avec un Euro Stoxx à -11% depuis le début de l'année et qui était à -4% avant que la crise ukrainienne devienne un sujet de préoccupation).

### DES MARCHÉS EN BERNE MAIS FINALEMENT RELATIVEMENT CALMES

On peut être frappé par le hiatus entre la mesure et le caractère ordonné avec lequel le marché se replie face à la dimension chaotique et démesurée que prend la tournure de ce conflit qui n'a cessé d'escalader jusqu'ici. Le terme « nucléaire » est parfois utilisé explicitement dans les menaces et dans les réponses à ces menaces et rien, à compter du lancement de l'invasion, ne se passe comme prévu. À titre de comparaison, l'Euro Stoxx avait baissé de près de 20% en août 2015 suite à une dépréciation de 3% du Yuan (qui marquait certes une forte remontée des inquiétudes sur la croissance chinoise). On dit souvent que les crises géopolitiques offrent de bons points d'entrée pour les investisseurs mais bien souvent, c'est aussi parce qu'elles ont été accompagnées par une « capitulation » des investisseurs. Or il n'en a rien été jusqu'ici. Par ailleurs, à ce stade du conflit, la visibilité est faible et de nombreux scénarii sont possibles. Il est encore trop tôt pour savoir à quel point la croissance et l'inflation européenne et mondiale seront affectées mais nous allons indéniablement vers une dégradation.

### LA FED GARDE UN CAP QUI LAISSE LES INVESTISSEURS DANS LE BROUILLARD

Si la BCE laisse entendre qu'elle est prête à sursoir certains éléments de durcissement de sa politique monétaire le temps que l'incertitude géopolitique retombe, la Réserve Fédérale est encore loin d'envoyer un tel message. Dans sa dernière déclaration aux Américains, le Président s'est focalisé sur deux sujets : l'Ukraine et l'inflation, montrant bien où sont les priorités dans ce pays, priorités à nouveau reconfirmées par Jerome Powell. Historiquement, pour que la Réserve Fédérale change de cap en termes de politique monétaire, il faut un durcissement très significatif des conditions financières. Il ne s'est toujours pas produit. Par ailleurs, la Fed se retrouve confrontée à la gestion d'un problème inflationniste plus menaçant qu'en Europe, une première depuis des décennies. Comme nous l'avions écrit le mois dernier, la perspective du *quantitative tightening*, qui n'est donc pas remise en cause par la guerre, nous inquiète. Dans

leur communication, la Réserve Fédérale et certains de ses membres reconnaissent volontiers qu'ils ne maîtrisent pas pleinement les effets de cette politique. Une note de recherche de la Fed de Kansas City est revenue plus en détails sur les impacts de la seule expérience de *quantitative tightening* (fin 2017 - fin 2019), période au cours de laquelle se sont produits un krach boursier puis la crise du marché du repo<sup>1</sup>. Elle arrive à la conclusion que cette politique n'est en rien l'opposé d'un *quantitative easing* : ce dernier produit ses effets dès son annonce alors que les effets du *quantitative tightening* ne se sont matérialisés que

lors de son implémentation effective. Le lien entre cette politique et le durcissement des conditions financières est clairement établi. Il serait donc risqué de supposer que la bonne communication de la Fed sur la question fait que le *quantitative tightening* est déjà dans les prix de marché et ceci d'autant plus que les modalités de cette politique ne sont même pas encore connues. Bien plus que de savoir précisément à combien de hausses de taux la Réserve Fédérale va procéder, ou s'il y aura des hausses de 50bp - on se doute que la Fed cherchera à faire ni trop, ni trop peu - c'est le choix d'agir sur la liquidité mondiale sans bien en maîtriser les conséquences qui nous pose question.

	Nos convictions*	Évolution par rapport au mois passé
<b>CLASSES D'ACTIFS</b>		
Actions	-	↓
Obligations	-	→
Cash	+	→
<b>ACTIONS</b>		
US	=	→
Europe (ex-UK)	-	↓
Royaume-Uni	=	→
Japon	+	→
Chine	+	→
Émergents Global	=	→
Convertibles	=	→
<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 28/02/2022.

## UN ENVIRONNEMENT PLUS TACTIQUE

Nous avons choisi d'adopter un positionnement plus défensif dans notre allocation en réduisant le poids des actions via notre exposition à l'Europe. À court terme, la visibilité géopolitique est bien trop faible pour prendre des positions marquées et, au-delà du court terme, l'incertitude liée au *quantitative tightening* nous conduit à penser que cette position plus défensive pourrait être un peu plus durable. Il va de soi que dans le contexte exceptionnel actuel, nous nous tenons prêts à faire évoluer de façon plus tactique notre politique d'investissement en fonction des circonstances.

1. Sale and Repurchase Agreement. Ces instruments financiers du marché monétaire sont des accords de rachat.



### À RETENIR

Nous réduisons le poids des actions via notre exposition à l'Europe

La visibilité géopolitique est bien trop faible pour prendre des positions marquées

Nous nous tenons prêts à faire évoluer de façon plus tactique notre politique d'investissement

AVERTISSEMENT : Achevé de rédiger le 2 mars 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](http://www.edram.fr)