



LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX
THÈMES D'INVESTISSEMENT

MAI 2022

LA CRISE DES MARCHÉS PASSERA, MAIS QUAND ?

► Les marchés des actions et des obligations sont soumis à une forte pression liée à une remontée des taux réels, une inflation toujours élevée et une dégradation des perspectives économiques. Aussi impressionnant que soit ce repli, nous ne voyons pas encore les signes avant-coureurs incitant à profiter des nombreuses opportunités qui apparaissent et préférons à ce titre rester défensifs.



BENJAMIN MELMAN

Global Chief Investment Officer,
Asset Management

DES VALORISATIONS ASSEZ PEU ATTRACTIVES

Bien sûr, la stratégie défensive est devenue consensuelle et le consensus peut s'avérer dangereux. Les investisseurs sont très pessimistes selon les différentes enquêtes et leur positionnement serait prudent, ce qui constitue donc une bonne nouvelle pouvant nourrir des rebonds, encore faut-il les susciter durablement. Cette prudence ne se traduit que partiellement dans les valorisations des marchés actions, qui se sont bien dégonflées sans toutefois être devenues particulièrement attractives, notamment sur le marché leader américain. Quant à celles des marchés obligataires, les rendements remontent enfin grâce à la remontée des taux et des *spreads* mais ces derniers pourraient s'écarter davantage en cas de récession. Autrement dit, les valorisations ne sont pas encore à des niveaux déclenchant l'achat sans une autre raison solide, à l'exception peut-être du marché chinois, à condition d'avoir un horizon d'investissement suffisamment long.

LES YEUX RIVÉS SUR LES BANQUES CENTRALES

Les raisons motivant le maintien d'une stratégie défensive sont :

► **le manque flagrant de visibilité sur les perspectives économiques**

La persistance de la stratégie « zéro-Covid » en Chine et la retenue pour l'heure en matière de politiques de relance conduisent la croissance chinoise en eaux profondes. Bien sûr, la Chine pourrait faire évoluer sa politique sanitaire ou économique mais elle a déjà reçu les signaux nécessaires pour le faire et n'a pas pris ce chemin pour des raisons politiques. En Europe, où la récession menace, le manque de visibilité s'accroît, l'approvisionnement énergétique étant à la merci des aléas géopolitiques, au regard notamment de la rupture de livraison de gaz russe à la Pologne et la Bulgarie. Aux États-Unis, si la croissance demeure soutenue (la contraction du PIB au premier trimestre masquait une demande intérieure finale toujours forte), les perspectives restent troublées par l'incertitude liée au durcissement de la politique de la Réserve fédérale. Sans aucun doute, Jerome Powell milite pour un « soft landing » qui ramènera l'inflation à la cible mais il n'est ni certain qu'il arrive à éviter une récession ni qu'une réussite du premier objectif assure le deuxième. Ainsi, chaque zone est confrontée à ses problèmes et la visibilité demeure restreinte.

CHIFFRE CLÉ

3,08%

Le niveau des Fed Funds anticipé par le marché (future fed funds) en juin 2023

Le marché anticipe un an de hausse de taux et encore plus de 2,25% de resserrement

Certes, les marchés intègrent déjà un net ralentissement de l'économie mondiale mais comme les investisseurs ont besoin de supports qui ne sont actuellement pas au rendez-vous concernant les perspectives économiques, il est difficile de considérer que la dégradation est déjà intégrée.

► des banques centrales à l'encontre des conditions financières

Le quantitative tightening de la Réserve fédérale commencera dès le mois de juin. Les effets de cette politique sont encore mal maîtrisés étant donné qu'il n'y a eu qu'une seule expérience. Toutefois, rappelons que selon une étude de la Fed de Kansas City (*The financial market effects of unwinding the Federal Reserve's balance sheet*, Janvier 2022), l'impact sur les conditions financières de cette politique

	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 16/05/2022.

ne s'est pas traduit lors de l'annonce mais lors de sa mise en place. Par extrapolation, on ne peut donc exclure que le phénomène se reproduise.

De façon plus anecdotique, la BCE va devoir probablement dévoiler davantage sa stratégie. La guerre en Ukraine a créé en Europe un choc sur la croissance dont l'impact est hétérogène selon le pays considéré. Ajoutons à cela la fin du quantitative easing en Europe et le programme de hausse de taux dont les dernières déclarations laissent à penser que la première pourrait commencer en juillet. Autrement dit, les *spreads* des pays périphériques, jusqu'ici bien rangés sous l'effet de liquidités, vont pouvoir retrouver des trajectoires différenciées. La BCE avait indiqué pouvoir mettre en œuvre un dispositif destiné à contenir les *spreads* si nécessaire, sans en préciser les contours. Depuis avril, le *spread* BTP-Bund a grimpé d'une cinquantaine de points de base sans la moindre nouvelle spécifique concernant l'Italie. Il n'est pas impossible que le marché teste la BCE. Tant qu'elle n'a pas expliqué comment durcir les conditions financières tout en limitant les effets sur les *spreads* périphériques, il y a un risque d'amplification du durcissement de ces conditions financières.

Dans ce contexte, nous avons réduit nos expositions aux actions japonaises. En revanche, même si nous restons prudents sur la durée, nous avons remonté le score des obligations gouvernementales américaines (en préférant les maturités courtes et intermédiaires). Nous trouvons que le marché anticipe beaucoup de hausses de taux alors que la Réserve fédérale semble vouloir envisager une pause une fois le taux « neutre » atteint. Ce dernier se situe selon Jerome Powell entre 2% et 3%, une fourchette large mais les marchés anticipent des fed funds allant au-delà.



À RETENIR

Nous réduisons nos expositions aux actions japonaises

Nous restons prudents sur la durée

Nous remontons le score des obligations gouvernementales américaines

AVERTISSEMENT : Achievé de rédiger le 24 mai 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