



LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX THÈMES D'INVESTISSEMENT

OCTOBRE 2023

PENTIFICATION DE LA COURBE DES TAUX ET PLATITUDE DE L'APPÉTIT POUR LE RISQUE

► Depuis le début du mois de septembre, la dégradation des marchés obligataires s'est accélérée, avec une soixantaine de points de base de remontée pour le taux 10 ans américain et une quarantaine pour le taux allemand, accompagnée d'un vaste mouvement de repentification des courbes.

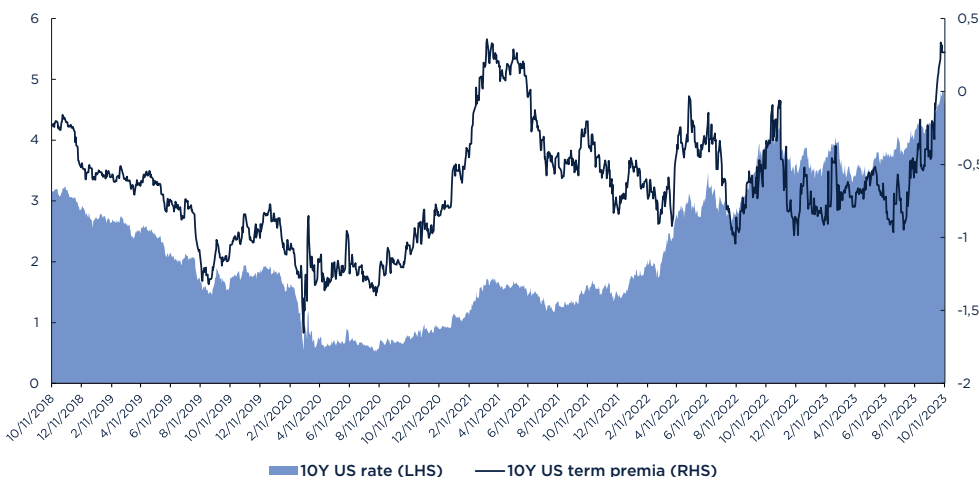


BENJAMIN MELMAN
Global Chief
Investment Officer,
Asset Management

Ce regain de tensions ne s'explique pas par la flambée du pétrole, les « points morts » inflation ne grimant que d'une poignée de points de base. Ni par le fait que les marchés anticipent des banques centrales conservant plus longtemps des taux élevés, les courbes de taux s'étant pentifiées (même sur des points lointains, entre le 5 ans et le 10 ans par exemple) et non aplaties. Il s'explique par une remontée de la prime de terme, variable inobservable mais faisant l'objet de différentes méthodes d'estimations, sensible à de très nombreux facteurs, au point que les mouvements de court terme sont difficiles à expliquer, encore plus à anticiper.

L'ampleur de l'inversion de la courbe des taux, rendant peu attractives les parties longues, ont joué. Au-delà, deux écoles s'affrontent parmi les investisseurs pour justifier un tel mouvement : d'un côté l'intégration du fait que les banques centrales vont conserver durablement des taux

TAUX 10 ANS AMÉRICAIN ET SA PRIME DE TERME



d'intérêts au sommet actuel, voire un peu plus haut, de l'autre la persistance de déficits publics extraordinairement élevés, comme aux États-Unis (autour de 8% du PIB) qui ne prennent pas sérieusement la voie de la réduction. Soyons honnêtes, aucune de ces interprétations n'est pleinement satisfaisante : les mouvements de prime de terme sont normalement déconnectés des anticipations de politique monétaire,

Source : Bloomberg. Edmond de Rothschild Asset Management. Données au 11/10/2023.

et si la remontée des taux longs était liée à une crise larvée du financement du déficit américain, elle rime alors mal avec la vigueur du dollar qui s'est exprimée durant l'exercice.

Nous identifions donc ici une inconnue dans le mouvement récent mais gageons que la fin de la très forte inversion de la courbe des taux américaine, le mouvement de désinflation et le *soft landing* à venir permettront aux marchés de taux de retrouver un équilibre. Par ailleurs, le fait que certains membres de la Fed constatent officiellement que la hausse des taux longs réduit la nécessité de poursuivre le resserrement monétaire alors même que l'emploi américain reste très dynamique est de nature à stabiliser les marchés. Enfin, le retour de la guerre en Israël devrait conduire à favoriser les emprunts d'État, en dépit des nouvelles tensions sur les cours du pétrole. Dans ce contexte, nous continuons de surpondérer les obligations.

LA REMONTÉE DES TAUX LONGS ÉCRASE LES PRIMES DE RISQUE

A l'approche de la publication des résultats des entreprises du troisième trimestre, le constat est que non seulement la hausse des taux longs a écrasé la prime de risque, montrant que les marchés d'actions offrent à terme peu de potentiel en comparaison des marchés obligataires, mais elle ne s'est pas encore propagée à l'ensemble de l'économie.

Ainsi, selon une étude assez récente de la Réserve Fédérale³, du fait du resserrement monétaire, environ 37% des entreprises (très vraisemblablement des PME non cotées pour l'essentiel) d'un échantillon très significatif seraient financièrement *distressed*. On estime aux États-Unis que le coût du crédit bancaire pour une PME tourne autour de 9%, d'un *mortgage* 30 ans à pratiquement 8%, et le taux moyen d'un crédit en lien avec une carte bancaire s'élève à 23%. Les effets de la hausse de taux se diffusent à l'économie de

PRIME DE RISQUE DU MARCHÉ AMÉRICAIN



Source : L SEG Data stream, Edmond de Rothschild Asset Management

	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	=	→

*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 18/09/2023.

façon hétérogène mais globalement assez lentement. Nous percevons donc des sources d'instabilités potentielles. Par exemple, quand le ralentissement américain s'amorcera, les entreprises devront gérer celui de leurs chiffres d'affaires tandis que leurs charges financières continueront d'augmenter. Enfin, après une hausse du taux 10 ans de presque 1% depuis le début de l'été, on ne saurait exclure des accidents du type Silicon Valley Bank.

Au vu de tous ces éléments, nous maintenons une allocation plutôt prudente, surpondérant les obligations et sous-pondérant légèrement les actions. Les récents événements géopolitiques au Moyen-Orient et le risque de contagion du conflit militent également pour une certaine prudence. Nous privilégions les thématiques du *Big Data* afin de profiter de la diffusion à l'économie de la révolution de l'intelligence artificielle après le boom du secteur

technologique. Nous favorisons aussi le secteur santé, en retard en termes de performances, bénéficiant de nombreuses percées thérapeutiques et adapté à un environnement économique plus difficile. Au sein du marché obligataire, nous continuons à privilégier au sein des entreprises européennes l'univers Investment Grade et le High Yield de qualité.

1. Ander Perrer-Ovine & Yannick Timmer : « Distressed firms and the large effects of monetary policy tightenings », Juin 2023, Fed Economic Research.



À RETENIR

Nous continuons de surpondérer les obligations par rapport aux actions

Nous favorisons au sein des entreprises européennes l'univers Investment Grade et le High Yield de qualité

Nous privilégions les thématiques du Big Data et de la santé

AVERTISSEMENT : Achevé de rédiger le 11 octobre 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