



LA LETTRE DU CIO AM

ANALYSE DES MARCHÉS ET PRINCIPAUX
THÈMES D'INVESTISSEMENT

FÉVRIER 2024

GOLDBLOCKS OU MARCHÉ ARRIÈRE ?



BENJAMIN MELMAN

Global Chief
Investment Officer,
Asset Management

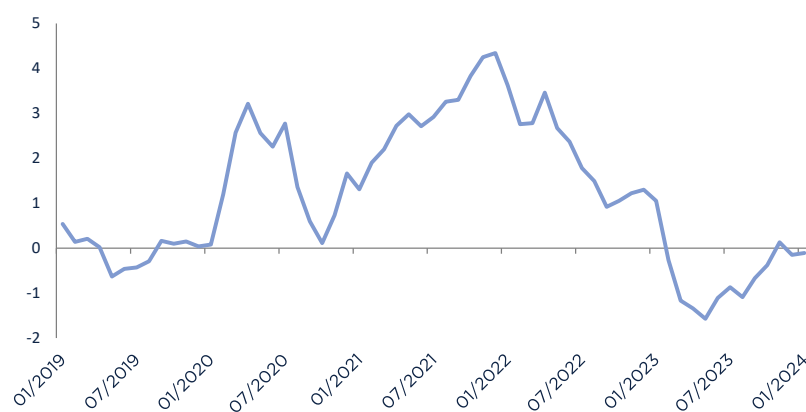
PLEINS FEUX SUR LES BANQUES CENTRALES, ENCORE ET TOUJOURS...

Cette année encore dans cette phase accentuée de désinflation et jusqu'au retour à la normale, le comportement des banques centrales jouera un rôle majeur dans la dynamique de l'ensemble des marchés. Sur l'obligataire évidemment, mais aussi sur les marchés d'actions. En effet, pour les marchés d'actions, le niveau des taux d'intérêts constitue le principal risque sur l'économie (contraction du crédit bancaire, *deleveraging* en Europe et aux États-Unis), sur les marges des entreprises (hausse attendue des charges financières) et sur les valorisations. À ce titre, si le scénario de désinflation continue de se dérouler comme prévu et que les investisseurs saisissent que les banques centrales vont normaliser leur politique monétaire, les performances sur les deux classes d'actifs pourraient être substantielles cette année et ceci en dépit de croissances bénéficiaires qui ont de nombreuses raisons d'être décevantes. En effet, le potentiel de baisse de taux directs dans le cadre d'une normalisation est considérable, représentant près de la moitié des niveaux actuels. Et les investisseurs doivent tendre l'oreille quand Jérôme Powell ou Christine Lagarde, tout en publiant un biais neutre en termes de politique monétaire dans leurs communiqués, en sont à discuter du *timing* de la première baisse de taux en pleine conférence de presse.

LA CROISSANCE AMÉRICAINE DÉFIE LES LOIS DE LA GRAVITÉ, ENCORE ET TOUJOURS...

De nombreuses études, corroborées par les banquiers centraux, montrent à quel point la normalisation des chaînes de production a joué un rôle essentiel dans cette baisse de l'inflation. Il est en revanche difficile d'estimer combien de temps cet effet peut encore perdurer, maintenant que les conditions de production se sont normalisées. Face à cette incertitude, il serait préférable que la forte croissance américaine amorce son ralentissement. Il n'en a rien été au quatrième trimestre 2023, ni en ce début d'année où de nombreux indicateurs militent même éventuellement pour une réaccélération inattendue. Il ne fait aucun doute qu'une grande partie de la résilience américaine s'explique

La normalisation des tensions sur les chaînes de production a été la source d'un vaste mouvement de désinflation



Source : Bloomberg au 31/01/2024.

1. PCE : « Personal Consumption Expenditures ». Il s'agit de la consommation des ménages hors éléments volatils. Cet indicateur mesure la variation des prix du point de vue du consommateur. Il s'agit d'un outil-clé pour mesurer les variations des tendances d'achat et de l'inflation.

par le regain de pouvoir d'achat que cette désinflation, venue d'une augmentation de l'offre et non d'un tassement de la demande, a nourri. Sur les 6 derniers mois, à 1,9% annualisé, le noyau dur de l'inflation *core* PCE¹ a baissé de plus de 2% annualisé par rapport aux six mois précédents, ce qui est considérable pour le consommateur. Vu que l'essentiel de la désinflation a normalement vécu, c'est un support à la croissance qui va s'éteindre. En ajoutant le fait que la politique fiscale, qui a encore soutenu significativement la croissance en 2023 redeviendra plus neutre cette année, le ralentissement américain nous semble inéluctable : il s'agit désormais d'être patient.

L'ÉCONOMIE EUROPÉENNE SE STABILISE, ENFIN !

Le *Bank Lending Survey* de la BCE pointe un redressement des conditions financières qui étaient bien dégradées. Les banques sont moins nombreuses à déclarer vouloir resserrer leur politique d'octroi de crédit, de même qu'à anticiper une réduction de la demande de crédit. Les dernières statistiques de crédit bancaire pointent d'ailleurs un début d'amélioration. En parallèle, les enquêtes PMI se redressent un peu. Autant rien ne permet d'espérer une reprise en Europe, autant le pessimisme des investisseurs sur la zone était probablement excessif.

PAS DE CHANGEMENT DE NOTRE ALLOCATION D'ACTIFS MAIS DES ADAPTATIONS TACTIQUES

Dans ce contexte, nous conservons donc une surpondération sur les obligations et la neutralité sur les marchés d'actions. En revanche, nous remontons le poids des actions et des obligations européennes au détriment des autres actifs. En effet, outre l'excès de pessimisme sur le vieux continent, si l'économie mondiale devait à la surprise générale se redresser, ce sont les actions européennes qui en profiteraient le plus. Et si la résilience de l'économie américaine peut éventuellement donner du fil à retordre à la Fed sur le timing voire sur l'ampleur des baisses de taux cette année, ce n'est pas la stabilisation à bas niveau de l'économie européenne qui empêcherait la BCE d'amorcer la stabilisation de sa politique monétaire.

Nos convictions* Évolution par rapport au mois passé

CLASSES D'ACTIFS	Nos convictions*	Évolution par rapport au mois passé
Actions	=	→
Obligations	+	→
Dollar	-	→
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 29/01/2024.



À RETENIR

Le comportement des banques centrales continue de jouer un rôle majeur dans la dynamique des marchés

Nous conservons une surpondération sur les obligations et la neutralité sur les marchés d'actions

Nous remontons le poids des actions et des obligations européennes au détriment des autres actifs

AVERTISSEMENT : Achevé de rédiger le 7 février 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.edram.fr