

MARCHÉS^{n°68} & GESTION

La newsletter d'Arkéa Investment Services

Achevée de rédiger le 05/07/2022 by

Schelcher_Prince
Gestion
UNE FILIALE DU Crédit Mutuel ARKEA

UN CHOC ÉCONOMIQUE HISTORIQUE

L'extraordinaire stimulus des états financés par les banques centrales des pays développés a permis d'adresser un choc économique historique. La frénésie de consommation de biens durables dans un premier temps, puis de services avec la réouverture des économies, a trouvé longtemps ses sources dans une épargne forcée importante lors du confinement. Cette forte demande a entraîné une hausse de l'inflation qui s'est avérée très stimulante dans un contexte de politique monétaire très accommodante : les achats sont anticipés par les consommateurs dans la perspective de hausse des prix, les stocks de biens grossissent, les investissements et les embauches gonflent. Les goulets d'étranglement, et un taux de participation du marché de l'emploi toujours faible, ont contribué à rendre l'inflation plus durable au travers de la hausse des salaires. La réserve fédérale américaine est décidée à casser cette boucle vicieuse enclenchée, quitte à mettre le pays en récession et faire grimper le taux de chômage. L'inflation est passée de 3 à 8% en rythme annuel et les salaires de 3 à plus de 6%, soit les plus hauts niveaux depuis la fin des années 80. En trois mois, le taux terminal des Fed funds a grimpé de 200 bps à plus de 3%, démontrant l'urgence du problème et la volonté de frapper fort.

"We have tools and resolve to return inflation to the 2% target. The process is highly likely to involve some pain, but an even worse pain would be failing to achieve our objective." - Hubert Lemoine, Directeur Général Adjoint en charge des Gestions et de la Recherche.

Cette détermination n'est pas sans conséquence sur le reste du monde. La force du billet vert contre toutes devises oblige les pays émergents à des politiques monétaires très restrictives. La normalisation des taux américains ne pousse pas les flux d'investissement vers ces pays et la soutenabilité de la dette est en question.

L'Europe n'a pas encore connu une hausse des salaires suffisamment importante, mais subit de plein fouet la crise géopolitique. Sa dépendance énergétique et alimentaire impacte fortement le consommateur. La contraction de la demande s'accélère avec une dégradation probable de la situation financière des ménages. Le « coup de grâce » pourrait être donné à l'automne par la Russie en coupant totalement le gaz.

A ce stade, la récession « technique » est certaine. Une récession plus profonde est à envisager et le combat contre l'inflation mené par les banques centrales prive les économies du soutien monétaire habituel. Le désancrage des perspectives d'inflation moyen et long-terme est crucial pour envisager une neutralité monétaire moins négative pour la croissance. Paradoxalement, les entreprises restent confiantes sur leurs revenus futurs, leurs plans d'investissement et



Hubert LEMOINE,
Directeur Général Adjoint en charge
des Gestions et de la Recherche
Schelcher Prince Gestion

d'embauche. Les niveaux de profitabilité sont eux aussi très ambitieux et ne correspondent pas à la vue « top-down ». Le marché du crédit semble avoir pris la mesure de ce scénario, au contraire des actions.

Deux scénarios de marché se dégagent dans ce contexte :

- **Base Case** : la récession provoquée par la normalisation au pas de charge de la Fed sera profonde mais courte. La spirale inflationniste est vaincue rapidement par la création d'un nombre important de chômeurs. Un «U-Turn» monétaire s'opère dès le 1^{er} trimestre 2023.

Accélérateur de ce scénario : un compromis est trouvé entre l'Europe et la Russie et met fin au conflit ukrainien. Les prix du gaz se stabilisent et permettent à l'économie européenne de sortir par le haut.

- **Worst Case** : l'inflation salariale est bien ancrée aux USA et alimente la hausse des prix. La richesse nette des ménages reste en soutien de la consommation avec un marché immobilier qui ne baisse pas. La Fed est obligée d'aller toujours plus loin dans sa normalisation.

Accélérateurs de ce scénario : la déglobalisation, les enjeux environnementaux, le vieillissement des pays développés contribuent à un niveau d'inflation structurel. Un des moteurs historiques de la croissance mondiale s'éteint.

COURBES ET DEVICES



COURBES DES TAUX

La courbe européenne s'est fortement aplatie avec en toile de fonds une récession violente qui pousserait la BCE à ralentir fortement son processus de normalisation. 65 bps d'aplatissement sur la partie 0-2 ans militent pour un repositionnement sur cette stratégie avec la nécessité de la banque centrale d'agir. De la même façon, l'outil anti-fragmentation sera plus compliqué que prévu à mettre en place et la fragilité du spread Italie-Allemagne devrait se rematérialiser. La pentification de la courbe italienne 3-10 est un pari moins risqué. Malgré les enjeux profonds sur l'économie allemande avec la probable rupture dans l'approvisionnement de gaz russe, la dette allemande devrait continuer de jouer son rôle de refuge. La courbe américaine s'est aplatie et il peut paraître pertinent de tactiquement jouer sa repentification. Ce positionnement doit rester très tactique. Si les chiffres d'inflation restent élevés, la divergence entre DOTS de la Fed et anticipations de marché se normalisera dans un mouvement de «bear flattening».

INFLATION

La démographie, l'ESG, la déglobalisation sont des facteurs de soutien à long-terme de l'inflation. Le restockage post-Covid et la guerre sont des facteurs temporaires. Le sous-investissement dans le secteur des matières premières est un soutien à moyen-terme mais le retour en récession pèsera à la baisse sur ce segment. Cette lutte entre facteurs à court terme et long terme justifie de n'intervenir que de façon contrariante sur cette thématique dans l'environnement actuel.

DEVICES

La nécessité de la BCE de normaliser un peu sa politique pour soutenir sa devise et limiter l'inflation importée soutiendra à court-terme l'euro. Mais les chiffres d'inflation mesurée et anticipée aux Etats-Unis mi-juillet seront déterminants dans l'évolution des taux et des devises. La Réserve Fédérale américaine souhaite rapidement faire baisser l'inflation au détriment de l'économie. Les devises émergentes, y compris celles productrices de matières premières, pourraient souffrir. Le Yen, qui est en théorie une devise protectrice en mode risk-off, continuera à pâtir de la politique de la BoJ. Il est plus pertinent de se positionner sur une position vendeuse de JGB 10 ans plus convexe.

EQUITY



On privilégie un positionnement très prudent en amont de la saison des résultats. Les révisions de bénéfices à la baisse depuis 1 mois n'embarquent pas de scénario de récession et de forte pression sur les marges. La guidance sera à scruter avec attention. Dans le cadre d'une récession courte, il faudra mettre à profit des corrections proches de 10% du marché. Les secteurs défensifs comme la santé, l'alimentation, l'assurance ou les télécoms sont à privilégier dans un premier temps. A l'aune des précédentes récessions, la correction des profits, du pétrole et de l'Euro, militent pour une certaine prudence sur les marchés actions. La hausse des taux réels long terme a stoppé la surperformance de la « Value » (très corrélée au cycle économique) sur les valeurs de « Croissance ». La perspective de récession générée par la normalisation accélérée des Banques Centrales a provoqué la hausse des taux nominaux et réels. Chaque nouveau mauvais chiffre d'inflation poussera les marchés un peu plus loin dans ce raisonnement. Les perspectives d'une récession de courte durée devraient laisser une fenêtre de ré-exposition intéressante au 2nd semestre 2022.

EMERGENTS



La Chine a été le principal contre performeur à date, mais la dépréciation des devises émergentes est un vrai frein sur les marges des entreprises. Les comptes courants des états sont à monitorer pour valider la résilience des entreprises. La corrélation du risque crédit souverain s'est accentuée depuis que la Fed accélère sa normalisation et les outflows sur la stratégie impliquent un momentum négatif. Le levier financier reste 2 à 3 fois plus faible que dans les pays développés et milite pour un repositionnement au 2nd semestre dans le cadre d'une récession courte. Ce repositionnement pourra s'opérer sur le crédit, les equities et les devises qui sont à l'heure actuelle très corrélés.

CRÉDIT



La volatilité du marché des taux n'a jamais été aussi forte. La peur d'une récession ressurgit et les investisseurs s'inquiètent d'une accélération du taux de défaut. La fin des achats de dette « investment grade » par la BCE qui représentait 70% des achats ces dernières années, continue de peser. Mais, la hausse des taux nominaux et l'élargissement des spreads favorisent l'Investment Grade moins encadré chez les assureurs. Le High Yield est plus mobilisant en fonds propres pour les assureurs. La courbe des spreads sur le High Yield reste globalement pentue et invalide un scénario de forte hausse des taux de défaut valorisé par le marché. Le mur de refinancement du haut rendement est en 2024 seulement et un scénario central de récession de courte durée milite pour un repositionnement progressif en raison d'une capitulation non effective à ce jour. Le levier financier est au plus haut depuis presque 20 ans et la couverture des intérêts sera plus compliquée dans un contexte de baisse des résultats d'exploitation (hausse des coûts salariaux et stabilité voir baisse des chiffres d'affaires).



L'Archipel de spécialistes en
gestion d'actifs et banque privée
du Crédit Mutuel Arkéa

✉ contact@arkea-is.com

Les informations contenues dans cette présentation ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Ce document synthétique est établi uniquement dans un but d'information. Il est confidentiel, à usage strictement privé et destiné uniquement à l'information de la personne à laquelle il a été remis. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Schelcher Prince Gestion. Les destinataires du présent document sont invités à établir leur propre opinion quant à l'intérêt des informations présentées dans ce document. Schelcher Prince Gestion ne saurait être tenu responsable des éventuelles conséquences dommageables résultant de l'utilisation de ce document et de son contenu. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

ARKEA INVESTMENT SERVICES est une marque de FEDERAL FINANCE, SA à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 20 747 030 euros. Siège social : 1, allée Louis Lichou - 29480 LE RELECQ-KERHUON. Adresse postale : BP 97 - 29802 BREST CEDEX 9. Siren 318 502 747 RCS Brest - Société de courtage d'assurances immatriculée à l'ORIAS, n° 07 001 802. Établissement de crédit agréé par l'Autorité de Contrôle Prudential et de Résolution. TVA : FR 53 318 502 747.

SHELCHER PRINCE GESTION est une entreprise de gestion de portefeuille au capital de 1 454 800 euros, agréée par l'A.M.F. n° GPO1-036, et immatriculée au R.C.S. de Paris sous le numéro 438 414 377.