

# MARCHÉS n°80 & GESTION

La newsletter d'Arkéa Investment Services

Achevée de rédiger le 24/03/2023 by

Schelcher\_Prince  
Gestion  
UNE FILIALE DU Crédit Mutuel ARKEA

## L'AJUSTEMENT DE LA POLITIQUE ET SES IMPACTS

Depuis mars 2022, un ajustement de la politique monétaire a été mené au pas de charge avec 4,75% de hausse des Fed Funds aux USA et une diminution du bilan de la banque centrale d'environ 3% de PIB. Tout cela dans un contexte où l'épargne des ménages a fondu depuis la crise sanitaire et constitue moins un facteur de soutien à la croissance. Cet ajustement a poussé les investisseurs en l'espace de six mois à craindre successivement une récession, un atterrissage en douceur puis une croissance toujours importante mais dans un contexte d'inflation élevée. Les niveaux absolus de taux et l'inversion de la courbe des taux, ont posé de plus en plus de problèmes au système bancaire américain, et précisément les banques régionales non régulées.

La chute de la Silicon Valley Bank en constitue le premier fait marquant. L'augmentation du prix de la liquidité a entraîné la fuite des dépôts bancaires «non rémunérés» et matérialisé des déséquilibres importants actifs-passifs de ces acteurs.

La contagion sur les marchés européens s'est opérée précisément sur la banque qui, dès fin 2022, enregistrait une fuite importante de ses dépôts : Crédit Suisse. Le rachat par UBS, orchestré par le régulateur suisse, sécurise le système mais sème le trouble sur la séniorité des obligataires sur les actionnaires.

Depuis quelques jours, l'histoire s'accélère et tout semble se mettre en place pour aboutir à un «crédit crunch», soit une réduction drastique de l'offre de crédit. La grande majorité des investisseurs emboîtait le pas des banques centrales prêtes à durcir encore leur politique monétaire face à une inflation résiliente. Le débouclage d'une partie de ce positionnement historiquement vendeur, a entraîné un rallye obligataire exceptionnel. Une pause monétaire rapide, puis une forte baisse des taux est anticipée par les intervenants de marché qui anticipent à nouveau une récession.

Les interventions des banques centrales depuis quelques jours pourraient rassurer les marchés et permettre un rebond des actifs risqués. Mais, les conditions de crédit bancaire vont probablement se détériorer, en particulier dans le secteur de l'immobilier commercial et d'entreprise. Ceci plaide pour un taux d'intérêt terminal plus bas qu'initialement prévu, en raison d'une probabilité de récession de plus en plus forte. La Réserve Fédérale devrait retrouver de la marge de manœuvre compte-tenu d'une inflation «core» proche des 3% dès cet été.



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

La récession pourrait être courte si la Fed peut réagir vite avec une inflation qui baisse et un marché du travail qui résiste.

En Europe, la BCE, elle, subira de fortes contraintes pour assouplir sa politique avec une inflation plus résiliente. Cette divergence soutiendra l'Euro mais pourrait pénaliser la performance économique de la zone. Un «crédit crunch» américain impacterait bien entendu le vieux continent qui pourrait malgré tout bénéficier d'un rebond de l'économie chinoise et de prix de l'énergie sous contrôle.

### Deux scénarios de marché se dégagent dans ce contexte :

- **Base Case** : la Fed a la possibilité d'agir rapidement grâce à une désinflation cyclique et baisse ses taux dès le mois de juillet comme l'anticipe le marché. On s'oriente vers une récession courte en durée et en intensité. La contagion à l'Europe est limitée et la Chine contribue à sa résilience économique.

Accélérateur de scénario : le soutien des banques centrales limite la dégradation des conditions financières et la hausse des salaires réels notamment aux USA maintient un niveau de croissance positif.

- **Worst Case** : la hausse des taux américains très forte et rapide aux Etats-Unis a un impact fort sur la croissance réelle. Les banques systémiques appelées à la rescousse des banques régionales ne prennent que timidement le relais du financement de l'économie du fait de la réglementation.

Accélérateur de scénario : le marché du travail se retourne complètement et accélère l'atterrissage violent de l'économie.

## EMERGENTS



La récession qui semble probable aux USA, risque de contaminer les Émergents. Des échanges commerciaux moins dynamiques pèseront aussi sur l'activité domestique et des conditions financières plus tendues peuvent impacter les pays émergents très dépendants de banques des pays développés (Turquie, Qatar...). Malgré tout, nous restons constructifs sur la croissance chinoise. Ce positionnement reste très consensuel mais il n'en demeure pas moins que le soutien monétaire couplé à l'assouplissement des règles sanitaires, militent pour une relative résilience. Le mur de la dette immobilière se situe au Q2 2023, et son franchissement devrait éclaircir l'horizon. Achat de Govies Brésil-Mexique pour jouer un mouvement de désinflation et des taux réels élevés. Sur un trade plus risqué, la livre turque pourrait s'apprécier en fonction du résultat des élections en mai.

## CRÉDIT



L'incertitude monétaire depuis le début de l'année (forte volatilité de taux) n'avait que peu d'impact sur le marché du crédit, confiant sur les perspectives de croissance malgré une inflation élevée. La crise des banques régionales, a poussé le high yield 100 bps plus haut. Les fondamentaux restent bons avec peu de défaut à date, mais les perspectives de récession et de «crédit crunch» nous poussent à être plus prudents. La couverture des intérêts pourrait être compliquée dans un monde en ralentissement et sur des acteurs endettés et des niveaux de taux élevés. Nous privilégions à court terme le BB au B. Le crédit émergent connecté à la bonne tenue de l'économie chinoise devrait en relatif mieux se comporter.

## COURBES ET DEVISES



### COURBES DES TAUX

Sans accommodation rapide des banques centrales, les courbes de taux pourraient s'inverser de nouveau. La Fed a plus de marge de manœuvre que l'Europe mais le discours ne peut s'infléchir qu'à l'aune de la baisse de l'inflation. Il est à noter que c'est la partie courte de la courbe qui s'inverse fortement : 0/2 ans alors que le 2/10 est dirigé par les anticipations des investisseurs d'une situation intenable pour la Fed. On observe une repentification.

### DEVISES

La différence de trajectoire d'inflation, et donc de politiques monétaires, nous pousse à privilégier la hausse de l'Euro même si le mode «risk-off» et le «credit crunch» favorisent le Dollar. Les devises de pays très exposés au marché immobilier, comme l'Australie ou le Canada, resteront sous pression. Les devises émergentes, après une forte baisse constituent de bon points d'entrée avec des taux réels élevés (MXN, BRL).

### INFLATION

Les perspectives d'inflation ont baissé sur tous les piliers de la courbe. En considérant l'inflation structurelle proche des 2%, il est intéressant d'acheter des breakevens long terme sans couvrir la sensibilité taux. Un scénario de crise financière résolue rapidement correspondra à un rebond des perspectives d'inflation et à contrario la sensibilité taux protégera avec un coupon stable.

## EQUITY



Les valorisations mondiales sont en ligne avec la médiane long terme. L'Europe et le Japon restent très sous évalués. Le différentiel de politique monétaire et la reprise de cycle, leur conféraient un attrait plus important. Les risques de récession augmentant, cet avantage semble disparaître. Un scénario macro en V aux USA et en U en Europe, milite pour un positionnement prudent et tactique sur les actions, avec une préférence pour celles qui sont sensibles à la baisse des taux longs et qui embarquent des perspectives de croissance solides. La croissance des salaires a pesé sur la rentabilité des entreprises américaines depuis 2021. Elle risque de peser sur la rentabilité des entreprises européennes. Nous optons pour un biais géographique plus neutre.



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

✉ [contact@arkea-is.com](mailto: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° GP01-036, et immatriculée au R.C.S. de Paris sous le numéro 438 414 377.