

## L'INFLATION BAISSE MOINS RAPIDEMENT QUE PRÉVU

Les marchés sont actuellement focalisés sur les négociations du plafond de la dette US. Avec ou sans accord rapide, les conséquences risquent d'être récessives. Par ailleurs, la crise des banques régionales, qui financent plus d'un tiers de l'économie américaine se propage lentement mais sûrement avec la fuite des dépôts et la contraction du crédit. Ce « credit impulse » est essentiel dans la dynamique économique américaine et son orientation à la baisse augmente les chances de récession. Un atterrissage en douceur de l'économie américaine reste possible mais est dépendant de la bonne tenue du marché du travail et des salaires en termes réels. L'inflation baisse moins rapidement que prévu et contraint l'exercice de la banque centrale américaine. En rythme annuel, hors alimentation-énergie et loyers (principal indicateur), l'inflation converge vers l'objectif de 2% des autorités monétaires mais sur un rythme trop lent. Cela complexifie leur travail et oblige la FED à rester dépendante des données d'inflation. Une pause dans le rythme de normalisation semble très probable devant l'incertitude de la trajectoire économique. En effet, un affaiblissement du marché de l'emploi se matérialise depuis plusieurs semaines : les créations de poste diminuent et les licenciements augmentent. Le pouvoir de négociation semble s'inverser et alimenter la désinflation.



**Hubert LEMOINE,**

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

Ce probable ralentissement ne sera pas sans impact sur le reste du monde avec la Chine qui déçoit en raison d'un dynamisme intérieur limité. Toutefois, cette zone devrait se distinguer par sa résilience. L'Europe, après une année 2022 impactée fortement par la hausse des coûts de l'énergie, se redresse même si le cycle de la BCE commence déjà à impacter les conditions de prêts aux entreprises et aux ménages.

**Récession ou Soft Landing :** les marchés de taux et d'actions n'intègrent pas forcément les mêmes scénarios et les probabilités d'occurrence n'ont jamais été aussi partagées. Il est pertinent d'équilibrer son portefeuille avec des stratégies très défensives et d'autres plus cycliques correspondant à un scénario plus positif et présentant un bon ratio rendement/risque.

### **Base Case :**

Soft Landing : La consommation des ménages qui est le principal moteur de la croissance des pays développés, résiste à l'aune d'une inflation orientée toujours à la baisse et d'un matelas d'épargne encore suffisant.

### Accélérateur de ce scénario :

La crise des banques régionales est sous contrôle et les conditions de crédit se détendent.

### **Worst Case :**

Récession : La confiance du consommateur se détériore avec un marché du travail plus tendu et une inflation «collante» ne laissant pas de marge de manœuvre aux banquiers centraux pour assouplir.

### Accélérateurs de ce scénario :

La négociation sur le plafond de la dette US échoue et accélère l'entrée en récession.





## CRÉDIT

Le marché actuel valorise déjà le scénario du pire et à priori très défensif. Sur un horizon court, il peut être opportun de se positionner sur des crédits cycliques après une période de contre performance assez longue. Il faudra faire attention aux perspectives de récession au second semestre. On privilégiera la duration sur le BBB-BB et des échéances plus courtes sur du simple B (bons résultats, bonne guidance, pas trop de problématique de refinancement...) afin de résister en cas de scénario adverse. D'importants flux entrants sur la stratégie limitent l'intérêt du marché primaire.

## DEVISES

De façon structurelle, nous achetons des devises défensives comme le CHF ou le JPY (mode « risk-off » ou normalisation monétaire de la BoJ), et vendons des devises faibles comme le ZARUSD (baisse des prix des commodities sur des perspectives de ralentissement et de dépendance énergétique très forte).

Le long JPY + long Call Topix semble adresser les deux scénarios stratégiques.

Short AUDJPY dans un contexte de dépendance au marché immobilier et d'exportations de commodities plus faibles.

## COURBES DES TAUX

Pentification du 2-10 US par une baisse des taux courts (tactique car elle évoluera à l'aune des chiffres macro dans un contexte où la Fed n'a pas réalisé son pivot. Pentification du 2-10 canadien (croissance impactée par un marché immobilier et la baisse du baril, pause monétaire déjà enclenchée).

A l'inverse, la politique monétaire en zone euro est encore restrictive. Elle a commencé plus tard sa normalisation. Même si elle évolue par sympathie avec la courbe américaine elle pourrait se déconnecter et s'inverser.

Nous privilégions la sensibilité aux taux longs américains vs aux taux longs européens compte tenu du décalage des cycles longs. La politique de contrôle semble compliquée à tenir et le Short JGB 10Y reste pertinent malgré son coût de portage dans un contexte de d'accélération de l'inflation. L'Italie résiste mieux que le High Yield aux stress de marché. Le portage protège ce positionnement dans un contexte de probable excédent primaire en 2024.

## INFLATION

Les taux réels américains à 5 et 10 ans sont sur des niveaux historiquement élevés à 1,25%. Les « breakevens » d'inflation longs à 2,2% militent pour un achat de TIPS non couverts taux : cette stratégie permet de performer dans le scénario récessif ou de soft landing. Les taux réels européens présentent moins d'intérêt.



## EMERGING

La normalisation de la Fed implique beaucoup de flux sortants sur les obligations émergentes libellées en USD mais compensées par des souscriptions de dettes en devises locales. Une politique moins « hawkish » aux Etats-Unis rend très pertinentes les dettes émergentes dans un contexte de baisse de l'inflation. Nous continuons de privilégier l'Inde, le Brésil, le Mexique (même si le lien à l'économie américaine reste important) et l'Indonésie. La Chine malgré un marché immobilier encore compliqué pourrait présenter des opportunités compte-tenu d'une résilience de la consommation domestique et d'une politique encore accommodante. Le Yuan constitue une future alternative à l'omnipotence du Dollar, compte tenu de l'augmentation des échanges bilatéraux effectués entre la Chine et d'autres marchés émergents directement en CNY.

## CONVERTIBLES

Le marché primaire actuel, permet un renouvellement de la classe d'actifs en Europe et aux USA. Dans ce contexte, les volatilités implicites pourraient continuer à baisser sous la pression des hedge funds. Toutefois, cette meilleure représentativité des secteurs fait des obligations convertibles un outil de refinancement de plus en plus pertinent (pour les émetteurs obligés d'abaisser leur coût de financement).

Cela permettra d'ouvrir de nouvelles perspectives très positives une fois l'incertitude économique levée.



## EQUITY

Les taux valorisent une récession alors que les actions penchent pour un atterrissage en douceur.

Il n'y aura vraisemblablement pas de distinction géographique (US - Europe) en mode « risk-off ». Les grosses capitalisations, quelque soit la zone, confèrent un aspect protecteur (FAANGs ou GRANOLAs) avec une sensibilité importante aux taux longs et une croissance des profits plus visibles. La période récente a vu d'ailleurs les « large caps » avoir un « pricing power » plus important dans un contexte d'inflation élevée. Une stratégie de Barbell paraît opportune avec un soft landing qui bénéficierait aux valeurs cycliques et à l'Europe. La croissance bénéficiaire en Europe apparaît malgré tout un peu trop optimiste (+6% en 2023 vs -2% aux USA) mais les valorisations sont beaucoup plus faibles en historique et en relatif aux autres zones géographiques. L'incertitude sur le restockage et le prix du gaz cet été sont un facteur de risque sur les actions européennes.

La source d'alpha devra être générée par la sélection des titres plus que par l'allocation sectorielle.



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'AM.F. n° GP01-036, et immatriculée au R.C.S. de Paris sous le numéro 438 414 377.