

LE SECTEUR DES SERVICES CONTINUE DE TIRER FORTEMENT LES PRIX À LA HAUSSE

Avant la surprise du rebond du chiffre d'inflation sur le mois d'août aux USA, les investisseurs pariaient sur une banque centrale américaine proche d'une pause avec un pic de taux à 4% en tout début d'année 2023. Aujourd'hui, les anticipations militent pour un taux terminal de la FED à 4,5% trois mois plus tard. Malgré certains signes de désinflation (énergie, alimentation), le secteur des services continue de tirer fortement les prix à la hausse et le marché du travail reste tendu. Il s'agit du principal point de pression sur les marchés. La Réserve Fédérale américaine a donc augmenté son biais « Hawkish » et la pause dans la normalisation tant attendue par les marchés cet été, est remise à plus tard dans l'attente de signes probants de ralentissement de la hausse des prix et des salaires. Le scénario de récession provoqué par une politique monétaire volontariste pour lutter contre cette inflation élevée se profile, mais un scénario d'atterrissage en douceur n'est surtout pas à écarter dans un contexte de sentiment de richesse encore élevé du consommateur américain et un marché de l'emploi encore solide.

Le secteur des services est à ce jour la principale source d'inflation et tarde à suivre la normalisation cyclique du prix des biens. Il est à l'origine de toutes les préoccupations des ménages qui augmentent leurs prétentions salariales pour adresser cette hausse du coût de la vie. Un pivot de la politique monétaire n'est envisageable que si les chiffres d'inflation reculent de façon durable et importante, ou si les conditions financières se dégradent trop. Cela milite pour une pause monétaire au tout début de la prochaine année. Le choc économique pourrait être modeste et une fenêtre de reprise de risque sur les marchés pourrait se présenter avant la fin d'année.

Concomitamment, l'Europe est confrontée à une inflation exogène forte et à des perspectives de récession plus importantes qu'aux Etats-Unis. La BCE se voit contrainte d'accélérer sa normalisation monétaire tout en maintenant la taille de son bilan pour éviter tout choc récessif trop important. Elle est motivée aussi par la relative faiblesse de l'Euro.

Des enjeux de long terme pèseront sur les prix comme : l'indépendance énergétique, la démographie, la démondialisation, ou l'environnement et les niveaux d'inflation long terme seront à l'avenir probablement plus élevés. Néanmoins, les économies développées pourraient se montrer plus résilientes que ce que nous annoncent les conjoncturistes et une correction simultanée des taux et des actions qui se dessine pourrait constituer des opportunités d'investissement.

Deux scénarios de marché se dégagent dans ce contexte :

- **Base Case** : Soft Landing aux Etats-Unis et récession en Europe contenue. La normalisation au pas de charge de la FED, se calme en fin d'année devant des chiffres d'inflation plus modérés. La hausse des taux réels et la baisse inévitable de la rentabilité des entreprises, crée une réelle opportunité d'investissement sur les marchés risqués d'ici la fin d'année. La Réserve fédérale passe d'une politique «Data dependant» à une politique plus neutre au moins quelques mois «Forward looking»

Accélérateur de scénario : l'Europe réduit sa consommation de gaz, diversifie ses importations et relance la production nucléaire, consomme moins cet hiver. Les états subventionnent une partie de la hausse des prix. Même s'il faut 2 à 3 ans pour s'exonérer totalement de la production russe, une partie du problème en grande partie intégrée par les marchés européens est adressée.

- **Worst Case** : L'inflation américaine peine à ralentir sous l'impulsion des salaires et par conséquent du prix des services. La pause monétaire ne se matérialise pas bien au contraire. La hausse des taux nominaux continue de peser sur toutes les classes d'actifs : taux, actions, crédit, devises, émergents...

Accélérateur de scénario : l'inflation structurelle liée à la dé-globalisation, les enjeux environnementaux, le vieillissement des pays développés contribuent à un niveau d'inflation structurelle.



Hubert LEMOINE,

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



COURBES & DEVISES

COURBES DES TAUX

La courbe européenne devrait continuer à s'inverser au moins un certain temps, avec une BCE qui va continuer à normaliser sous l'impulsion de la FED. Une valorisation plus extrême d'un scénario de récession par le marché, sera à mettre au profit d'une économie plus résiliente en 2023. Aux USA, le soft-landing probable en 2023, milite pour une repentification de la courbe 2-10 ans. Dans le cadre d'une normalisation américaine plus agressive qu'en Eurozone, l'écart de taux entre le 10 ans américain et le 10 ans européen pourrait grandir.

Sur la partie courte de la courbe européenne, et pour des raisons réglementaires, les Govies sont beaucoup trop chères par rapport aux swaps bancaires. Le secteur bancaire est beaucoup plus solide que lors de la GFC, et il est donc opportun de s'y exposer.

INFLATION

L'aspect cyclique de l'inflation devrait prendre le dessus avec un ralentissement global de l'économie. Il faut privilégier les taux réels long terme, aux Etats-Unis principalement, qui commencent à être élevés (achat de TIPS couverts taux). Les facteurs structurels de hausse de l'inflation jouent leur rôle de force de rappel mais seront moins directeurs à horizon 12 mois.

DEVISES

A horizon court terme et sans pause de la politique Hawkish de la FED, les monnaies émergentes vont continuer de souffrir. Une fenêtre de réexposition s'ouvrira d'ici la fin d'année.

La hausse des coûts pour les entreprises japonaises est importante compte-tenu de la faiblesse du Yen. PPI et CPI accélèrent et vont pousser la BoJ à modifier sa politique monétaire ultra-accommodante à l'opposé de toutes les banques centrales dans le monde. Un long JPY et une vente du JGB 10y deviennent de plus en plus positivement asymétriques.

CRÉDIT

La volatilité du marché des taux reste élevée et ne milite pas encore pour un positionnement agressif. Toutefois, la hausse des taux nominaux et des spreads de crédit aux Etats-Unis et en Europe, milite pour une réexposition progressive, d'autant plus confortable sur l'Investment Grade. Le seul vent contraire en Europe est constitué par la fin des achats de crédit corporate par la BCE. La catégorie BBB à 250 de spread est entre 4,5% et 5% de rendement à 5 ans est à privilégier. Dans une moindre mesure, le même mouvement est à opérer sur le Haut Rendement avec des taux de défaut implicites cumulés sur 5 ans proche des 30%. Il n'y a pas de mur de refinancement avant 2025, et le portage est protecteur sur ces niveaux de spread et de taux. Le picking est primordial et les secteurs sensibles au niveau des taux peuvent être réinvestis. Le CDS Crossover est à traiter en fonction des excès de marchés (Bêta plus élevé que le cash). Les AT1 ont suivi la baisse des marchés actions et représentent une réelle opportunité.



EMERGING

Les Govies du Brésil sont à privilégier. Le secteur de l'immobilier en Chine pourrait, dans les prochains mois, présenter des opportunités. En Inde, malgré le fort mouvement de hausse, des opportunités restent possibles.

EQUITY

La révision à la baisse des EPS des sociétés va continuer à peser sur la tendance. Une stabilisation des taux longs nominaux et de la prime de risque constitue un soutien aux marchés actions, dans le cadre d'un scénario de soft-landing. La baisse des profits des entreprises est très probable, dans le cadre d'un ralentissement de la croissance et de pression sur les marges liées à l'inflation des coûts. Malgré tout, une pause dans le durcissement fin 2022-début 2023, laisse envisager des fenêtres de reprise de risque d'ici décembre.

Globalement Beta neutre en attendant la correction - Positionnement sectoriel à travailler en lien avec la dispersion grandissante et gestion dynamique liée à la volatilité des taux.



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.

SCHELCHER 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.