

## BAISSE CYCLIQUE DE L'INFLATION

L'extraordinaire soutien des États financés par les banques centrales au début de la crise Covid a permis de former un énorme matelas d'épargne, qui a constitué le point de départ d'une inflation galopante. Ce phénomène a été accentué par les problématiques de chaîne d'approvisionnement. La lecture transitoire de cette inflation par la Fed, de Juin 2021 à Mai 2022, a constitué une première erreur et poussé tardivement les autorités à adopter une politique plus dure et dépendante de l'inflation réalisée. Même s'il est justifié de penser que l'inflation sera structurellement plus élevée qu'avant dans les années à venir, elle conserve un aspect cyclique important qui devrait permettre de la voir baisser en 2023.



**Hubert LEMOINE,**

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

Ces six derniers mois aux Etats-Unis, l'inflation mesurée est restée supérieure à 8% et a imposé une politique « hawkish » et dépendante des données futures à la Réserve Fédérale américaine. La conséquence a été des taux nominaux et réels toujours plus hauts et un dollar toujours plus fort. Les actions sont restées en « bear-market » revalorisées à la baisse par la normalisation monétaire. Les chiffres d'inflation d'octobre et novembre ont surpris à la baisse et ont poussé les investisseurs à anticiper une pause voire un « U-Turn » de la Fed. Les indicateurs économiques avancés indiquent une récession très probable et un marché de l'emploi beaucoup moins favorable l'année prochaine. Toutefois, une décélération de l'inflation, notamment dans le secteur des services dans les mois à venir, validerait cette pause début 2023. Elle permettrait un scénario d'atterrissage en douceur de l'économie américaine.

Cette désinflation laisse entrevoir aussi une hausse du pouvoir d'achat du consommateur et constitue un élément supplémentaire à notre scénario central de « soft landing ». A contrario, une banque centrale trop dure trop longtemps, ne percevant pas la nature retardée de certaines composantes de l'inflation, notamment dans le secteur des services, entraînerait une récession sévère. Ce point matérialise le principal risque à notre scénario plus constructif à présent.

Trois variables macro-économiques sont clefs pour appréhender les enjeux à venir sur les marchés : l'inflation américaine qui est en train de décélérer et signaler ainsi une pause probable de la Fed au premier trimestre 2023. La crise énergétique européenne qui semble moins grave qu'anticipé avec à court terme le prix du gaz revenu sur les niveaux précédant la guerre en Ukraine, des États en support et la BCE qui reste très en retard dans leur cycle de normalisation, permettent d'espérer une récession moins dure. La dynamique de crédit chinoise et un abandon de la politique zéro-

Covid constituent deux supports à la croissance mondiale.

La modération du billet vert dans le cadre de notre scénario central, alimentera une reprise synchrone même si la déglobalisation est inévitablement à l'œuvre.

Deux scénarios de marché se dégagent dans ce contexte :

**Base Case** : L'inflation mesurée se calme sur les prochains mois, y compris dans les secteurs « lagging » comme l'immobilier. La Fed fait une pause sur son taux directeur entre 4.5 et 5%. On assiste à un Soft Landing aux Etats-Unis et la récession en Europe est contenue. La hausse des taux réels long terme sera vraisemblablement plus contenue et limitée à 2%. La baisse de la profitabilité des entreprises reste limitée et les corrections de marché seront à mettre à profit.

Accélérateur de ce scénario : La confirmation de ce scénario de désinflation sur les chiffres de décembre, une accalmie des tensions géopolitiques entre grands blocs : Chine-USA et guerre en Ukraine. Reprise économique en Chine avec la fin du O-Covid.

**Worst Case** : La Réserve Fédérale conserve un biais « hawkish » et « data dependant ». L'économie américaine et mondiale, par conséquent, tombent en récession marquée. La hausse des taux nominaux et réels continue de peser sur toutes les classes d'actifs : taux, actions, crédit, devises, émergents...

Accélérateurs de ce scénario : La baisse de l'inflation ne s'opère que très lentement avec un rebond des prix des matières premières et de l'énergie.



## 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 alors que la Fed pourrait faire une pause. Elle a 6 mois de retard sur sa politique de normalisation et l'inflation « Core » est en train de prendre le relais sur l'inflation « Headline ». Long 10 ans et Short 2 ans.

Après avoir anticipé de manière importante une inflexion monétaire de la Fed, les marchés pourraient évoluer vers un « retour à la moyenne » des taux longs US et une inversion trop forte du 2-10Yr serait à mettre à profit dans le cadre d'un scénario central plus constructif. Une valorisation plus extrême d'un scénario de récession par le marché sera à mettre à profit, au bénéfice d'une économie plus résiliente en 2023.

La différence de rythme de normalisation est favorable à un resserrement du 10Y US vs 10Y EU.

Sur la partie courte de la courbe européenne, et pour des raisons réglementaires, les Govies restent trop chères par rapport aux swaps bancaires.

L'Italie bénéficie d'un coût moyen de la dette de 3.5%, d'une inflation proche des 10% et d'une croissance proche des 3% cette année. Les subventions européennes, dans le cadre du respect des règles budgétaires, sont en soutien et l'esprit constructif du nouveau gouvernement ont permis un apaisement des conditions de financement du pays sur les marchés. Sur le long terme, des taux réels positifs, un potentiel de croissance limité et une fragilité politique structurelle rendront difficile le désendettement. Les spreads resteront volatils. Le pari court ou long doit rester tactique et modéré en calibration.

### INFLATION

L'aspect cyclique de l'inflation va continuer à prendre le dessus et baisser. La courbe d'anticipations d'inflation est inversée et devrait se re-pentifier aux USA. A court terme, les taux réels longs pourraient remonter un peu et peser sur les actifs risqués. Mais commencer à racheter des « breakevens LT » dans une perspective de pause monétaire semble pertinent. Les facteurs structurels de hausse de l'inflation jouent leur rôle de force de rappel mais seront moins prégnants à horizon 12 mois et militent pour un aspect tactique prédominant.

### DEVISES

La pause monétaire envisagée par les marchés a poussé fortement le dollar à la baisse contre toute devise. Un soft-landing américain et plus global implique une conviction moins importante sur la force du dollar. Toutefois, dans un monde de plus en plus déglobalisé et une compétition fiscale américaine élevée, l'exceptionnalisme américain pourrait subsister.

La faiblesse à court terme du dollar a permis au Yen d'être moins attaqué, mais une accélération des chiffres d'inflation des prix à la production et à la consommation rend la politique de la BoJ de plus en plus asymétrique avec un changement en Mars 2023 de gouverneur.

La Norvège, le Canada et l'Australie ont un marché immobilier en surchauffe. Les différentes banques centrales se sont mises en mode pause pour éviter de peser trop négativement sur le marché domestique. Leurs devises respectives devraient contre performer.



## 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 qui propose 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.

## EQUITY

Une lecture plus « dovish » de la trajectoire de la politique monétaire de la Fed à l'aune des chiffres d'inflation a permis un rebond des marchés actions. La bonne saison des résultats a amplifié le mouvement en Europe. Un peu moins d'inflation et un peu plus de croissance aussi grâce à des banques centrales moins restrictives redonnent un peu d'asymétrie positive aux actions. Les valeurs cycliques sont à privilégier. L'espoir d'un cycle économique mieux orienté grâce à une accalmie dans l'action des Banques Centrales, ouvre une période de forte performance potentielle avec une extension des PE. A ce titre, l'Europe présente un potentiel plus important de hausse, même si la prime de risque embarquée sur le S&P500 paraît historiquement raisonnable compte-tenu du niveau des taux longs.

On privilégie donc les actions européennes et les taux américains.



## EMERGING

Nous avons une vue constructive sur les obligations corporate et sur les actions chinoises. A contrario, les taux d'état resteront stables à légèrement haussiers avec la réouverture de l'économie. Cela profitera à toute l'Asie.

Côté Moyen-Orient nous sommes positifs sur le crédit d'Arabie Saoudite.



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 Prudenciel 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.