

LA DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE EN 2024 FACE AUX DÉFIS D'UNE INFLATION PERSISTANTE

Le début de l'année a été caractérisé par la bonne tenue des économies développées et émergentes malgré le mouvement généralisé et fort de normalisation monétaire. L'objectif des banques centrales était d'éviter d'ancrer dans l'esprit des agents économiques une inflation durablement élevée. Les perspectives de croissance mondiale en 2024 sont passées de 2,6 à 2,9% en l'espace de trois mois, principalement sous l'impulsion américaine dont la croissance sur l'ensemble de l'année a été revue de plus d'un point à 2,4%. A plus court terme, le « momentum » semble être européen avec des révisions de croissance enfin positives, et accompagnées de l'amélioration de la situation en Chine. A contrario, un pic cyclique semble être atteint aux Etats-Unis. Le pivot monétaire annoncé par la Fed fin octobre correspond aussi à une amélioration de la croissance bénéficiaire des entreprises et a contribué à la bonne performance des actifs risqués depuis le début de l'année. Mais les chiffres d'inflation publiés depuis le début d'année, laissent les investisseurs perplexes sur la capacité des banques centrales à atteindre leurs objectifs.



Hubert LEMOINE,

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

Aux Etats-Unis, sur les quatre premiers mois de l'année, l'indice cœur des prix à la consommation (ex-énergie et alimentation) est monté de 4,3% en rythme annualisé. Ce rebond des prix laisse finalement peu de marge de manœuvre dans la future accommodation de la Réserve Fédérale. Le mauvais chiffre sur mars et publié mi-avril a été l'occasion de fortes tensions sur les marchés obligataires et actions. Les investisseurs anticipaient en début d'année six baisses de taux de 25 points de base de la Fed en 2024, pour en intégrer seulement une début mai. La remise en cause du scénario « Boucle d'Or » de normalisation de la croissance et de l'inflation, a eu pour conséquence la remontée des taux longs : en effet, les investisseurs intègrent l'incertitude de la trajectoire de l'inflation et de la politique monétaire, et souhaitent donc embarquer une prime de terme pour s'exposer aux obligations long terme.

La continuation du mouvement de désinflation est donc clé dans l'évolution des marchés risqués. Le moindre dynamisme du marché du travail associé à des hausses de salaires moins nombreuses et un matelas d'épargne en grande partie consommé, militent pour une inflation plus modérée et donc une marge de manœuvre monétaire plus importante. La Fed reste d'ailleurs sur la même ligne de communication depuis décembre 2023 avec trois baisses de taux en 2024. Il est probable que ce mouvement s'accompagne d'une croissance économique plus modeste...

A contrario, la dynamique européenne est mieux orientée avec des revenus réels en hausse, un phénomène de restockage des entreprises et le redressement du marché immobilier. L'Euro devrait aussi profiter de cette dynamique économique plus positive, dans le cadre d'une inflation plus modérée.

Base Case :

Le rythme d'inflation aux Etats-Unis converge doucement sous les 3% et donne plus de marge de manœuvre à la banque centrale pour acter ses trois baisses de taux d'ici la fin d'année. Ce mouvement est permis par un marché du travail qui se refroidit lentement et implique un dynamisme économique un peu moins fort dirigé par une moindre consommation. En Europe, la hausse des salaires réels en soutien de la consommation, le restockage, le rebond du secteur manufacturier en partie drivé par la Chine et la probable baisse des taux d'intervention de la BCE en juin, sont autant de facteurs positifs.

Accélérateur de ce scénario : le rebond du prix des matières premières et de l'énergie observé depuis le début de l'année se tasse, donnant ainsi beaucoup plus de confort aux banques centrales dans leur soutien aux économies.

Worst Case :

Les taux actuels sont restrictifs et accélèrent le ralentissement de l'économie américaine. La dégradation importante du marché du travail américain poussera la banque centrale américaine à soutenir l'emploi au travers d'une politique monétaire résolument accommodante et ce quelle que soit l'évolution de l'inflation. Dans un premier temps, l'inversion de la courbe des taux devrait se matérialiser même avec une inflation plus structurelle et des déficits budgétaires toujours élevés.

Accélérateurs de ce scénario : un choc exogène ayant un impact sur les prix de l'énergie.



BANQUES CENTRALES

La Fed acte le rebond récent de l'inflation sans pour autant surréagir. La première baisse des taux en juin est évoquée comme improbable, à l'aune d'une inflation encore « collante ». La réduction de son bilan va continuer mais sur un rythme moins élevé, avec par conséquent, une pression moins forte sur les taux longs, mais pas suffisamment pour éviter la reconstitution de la prime de terme. La BCE a annoncé une première baisse des taux en juin mais attendra vraisemblablement d'avoir quelques données sur l'évolution des salaires, pour acter plus d'accommodation. Par ailleurs, elle réduit très lentement son bilan et on peut imaginer qu'un mouvement de repentification serait moins marqué qu'aux USA indépendamment de toute trajectoire économique.

CRÉDIT

La perspective d'une inflation collante avait poussé les spreads de crédit à la hausse en avril. Une marge de manœuvre plus importante des banques centrales sur ce point, doit permettre de réaliser du portage crédit avec un certain confort, et ce d'autant plus qu'en Europe la situation économique s'améliore. Le positionnement du marché privilégiait sur le High Yield la partie Crossover, et l'on devrait à nouveau assister à une bascule vers la catégorie de rating B. Le potentiel de réduction des spreads reste limité mais la bonne tenue de l'économie milite pour du portage. Par ailleurs, les facteurs techniques de la classe d'actifs restent bons : avec 9 milliards d'émissions nettes des remboursements et 5 milliards d'inflows. Le taux de défaut des entreprises endettées reste limité à 3,5% mais d'importantes restructurations ne sont pas intégrées et biaisent ce chiffre. L'immobilier, le secteur pétrolier et le secteur de la chimie devraient continuer à surperformer dans cette reprise de cycle. Les titres de banques « senior preferred » commencent à être chers alors que les titres subordonnés pourraient continuer à profiter du bon momentum sur les marchés risqués, mais la moindre liquidité et le bêta élevé de cette classe d'actifs est à prendre en compte.

DEVISES

L'Euro devrait tirer son épingle du jeu contre le Dollar, avec l'évolution future des taux réels 2 ans en faveur de la zone Euro. En protection du risque embarqué dans les fonds, un achat de Yen et une vente de Franc Suisse nous semble intéressant : la banque centrale suisse a moins besoin de défendre sa devise pour éviter d'importer de l'inflation (mouvement de désinflation généralisé) et la BoJ devrait être moins présente sur ses achats d'actifs en raison d'une inflation toujours proche des 3%.

COURBES DE TAUX

La pentification des courbes américaines et européennes reste d'actualité dans un scénario sans récession (mouvement de baisse des taux d'intervention moins important et plus lent correspondant, à un atterrissage en douceur, des économies développées).

INFLATION

Les piliers courts de breakevens américains se sont effondrés mi-avril sur des niveaux proches de 2% et constituent une opportunité. L'achat de TIIPS de maturités courtes nous semble pertinent. L'inflation mesurée même si elle baisse, convergera lentement sous les 3%.



EMERGING

La future accommodation monétaire dans les pays développés, même modeste, donnera la possibilité aux banques centrales émergentes de soutenir leurs économies. Le rebond économique chinois devrait se matérialiser malgré l'introduction de taxes à l'export vers les USA. Ce rebond à date se matérialise par plus d'exports et le stimulus fiscal sera orienté sur la croissance domestique. Les fondamentaux restent intacts en Inde avec une inflation sous contrôle et une croissance très bien orientée. Le Brésil et le Mexique sont à privilégier compte-tenu de taux réels élevés et de bons fondamentaux.

CONVERTIBLES

La classe d'actifs retrouve ses vertus initiales avec cette fois-ci des taux qui joueront leur rôle d'amortisseur en cas de retour en récession. Les obligations convertibles restent « fair-priced » aux USA et globalement décotées ailleurs. Le rythme d'émission s'accélère principalement aux USA et l'outil sera très pertinent dans un contexte de refinancement des entreprises à moindre coût à partir de 2025. Ces flux seront nécessaires pour diversifier sectoriellement et déconcentrer l'univers. La convexité du produit reste toujours importante et plus particulièrement dans un scénario actions en baisse/taux en baisse.



EQUITY

La saison des résultats du premier trimestre 2024 a été l'occasion de constater l'amélioration de la tendance des entreprises, que ce soit sur les revenus ou sur le résultat. Les ventes et les marges des entreprises européennes ont accéléré au premier trimestre et restent résolument moins chères que les actions américaines (13,5 PE vs 20,6). Les indicateurs avancés comme l'état des stocks et des nouvelles commandes ou les indices PMI militent pour la continuation de la hausse en Europe et dans une moindre mesure aux USA. Les surprises économiques d'une façon générale penchent en faveur de l'Europe. Les prochains chiffres d'inflation seront déterminants dans la construction d'un excès à la hausse de 5 à 7% sur les deux prochains mois. Des couvertures optionnelles sont pertinentes pour jouer ce rally en toute sérénité.



La Banque par Excellence.

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 Federal Finance 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.

ARKÉA Banque Privée, structure de FEDERAL FINANCE spécialement dédiée à la gestion patrimoniale
www.arkeabanqueprivée.fr. FEDERAL FINANCE, Siège social : 1, allée Louis Lichou - 29480 LE RELECOQ-KERHUON.
Adresse postale : BP 97 29802 Brest Cedex 9 - SA à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 20 747
030 €. SIREN 318 502747 RCS Brest. Société de courtage d'assurances immatriculée à l'ORIAS sous le numéro
07 001 802. Établissement de crédit agréé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. TVA : FR 53
318 502 747.