



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

Le point macro

AVR. 2023

Par François RIMEU

Stratège La Française Asset Management

Rédigé le 02/04/2023

Le lag, cet ennemi qui ne vous veut pas du bien.

Des inquiétudes persistent malgré la résilience apparente des marchés.

Jusqu'ici tout va bien ! La faillite des banques régionales américaines SVB et Signature et le rachat en urgence de Credit Suisse par UBS n'ont pas entamé la confiance des marchés. En effet, depuis le début de la « crise » bancaire le 6 mars, l'indice S&P 500 est en hausse de 0.18% et l'Eurostoxx 50 est lui en baisse de -0.52% (au 30 mars). Même constat sur la sphère crédit dans son ensemble avec des indices high Yield marginalement négatifs, aidés il est vrai par le fort mouvement de baisse de taux.

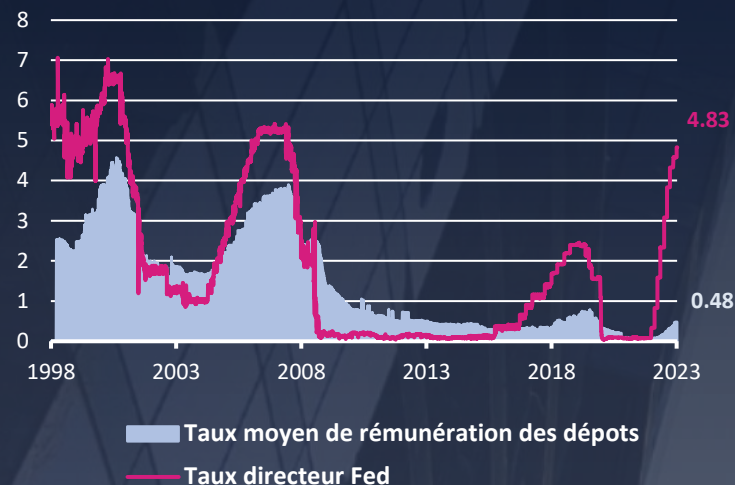
Les données macro-économiques confirment d'ailleurs jusqu'ici qu'il ne s'est rien passé et que la trajectoire de révisions de croissance à la hausse que nous connaissons depuis le début de l'année est toujours valable. Nous n'allons pas nous lancer dans un long catalogue des chiffres parus, mais que l'on regarde les PMI, le ZEW, l'IFO, les chiffres d'emplois ou encore les enquêtes du Conference Board aux Etats-Unis, la conclusion est la même : à fin mars, il n'y a pas de dégradation de la conjoncture, avec des secteurs des services toujours très résilients.

Pourtant, un certain nombre de facteurs nous inquiète aujourd'hui à horizon 3-6 mois.

Les problématiques du monde des banques régionales US ne nous

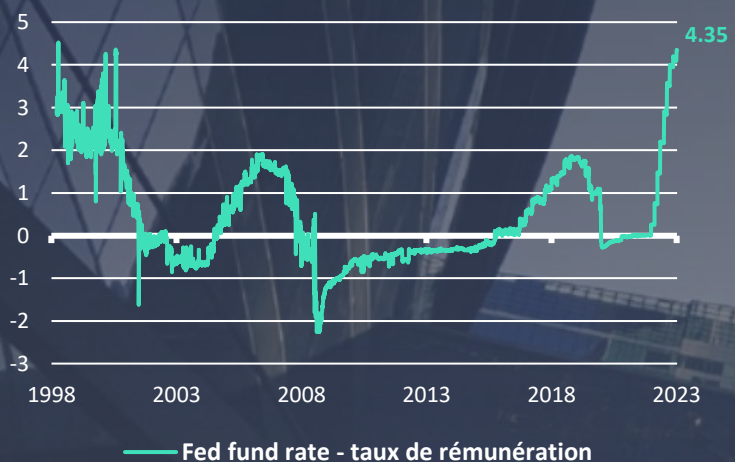
semblent tout d'abord pas encore complètement réglées. Le trésor US et la Fed sont intervenus très rapidement, à la fois via des lignes de crédit vers les banques (nouveau plan « Bank Term Funding Program »), en garantissant les dépôts de SVB et en communiquant plus généralement qu'ils avaient bien compris qu'ils avaient un problème de régulation ; le FDIC (« Federal Deposit Insurance Corp ») doit d'ailleurs publier ses conclusions quant aux modifications à apporter à la réglementation pour le 1er mai. Pour autant, les dépôts continuent de migrer vers les fonds de trésorerie, le prix des actions des banques régionales ne rebondit quasiment pas, et la concentration de certains bilans sur les actifs immobiliers pourrait donner envie aux marchés d'aller tester la résolution des autorités avant le 1er mai. De manière empirique, les « crises bancaires » restent rarement totalement circonscrites et même s'il est vrai que le financement des entreprises est de moins en moins dépendant des banques (surtout aux Etats-Unis), il nous semble que ces événements vont participer à durcir encore les conditions de crédit, surtout si on tient compte de la pression sur les marges qui pourraient se poursuivre.

Taux de rémunération des dépôts / Taux directeur Fed



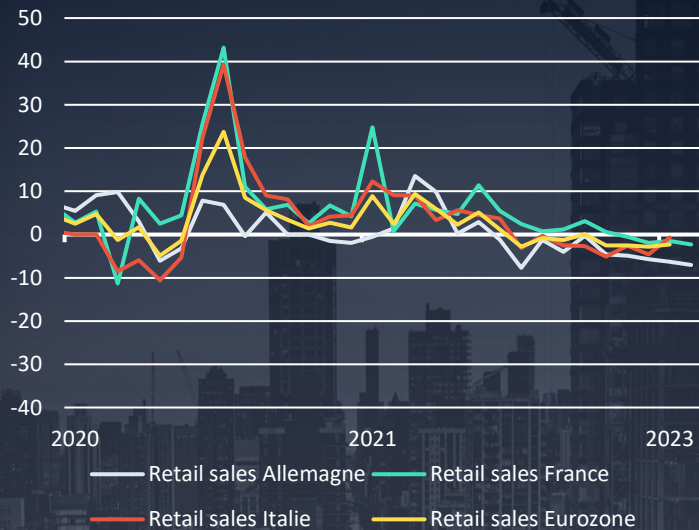
Sources : Bloomberg, données au 31/03/2023

Fed fund rate - taux de rémunération



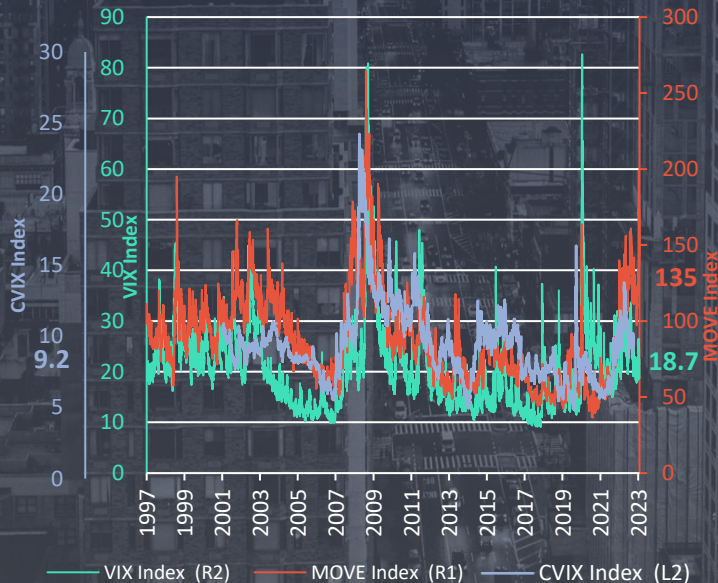
Sources : Bloomberg, données au 31/03/2023

Chiffres de ventes au détail



Sources : Bloomberg, données au 31/03/2023

Volatilité implicite : Action, Taux, FX



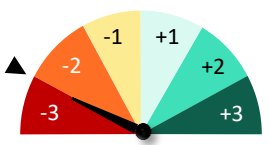
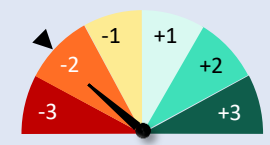
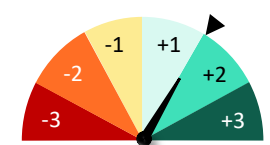
Sources : Bloomberg, données au 31/03/2023

Une période dangereuse qui s'annonce ?

Autre signe d'inquiétude : la demande de manière générale. La consommation est le moteur de nos économies développées et cela s'est avéré encore une fois vrai dans le monde post Covid, en particulier grâce à l'épargne excédentaire accumulée qui a permis à la consommation de tenir en dépit d'une inflation réelle des salaires très faible, spécialement en Europe. Pourtant graduellement cette épargne excédentaire disparaît, ce que l'on constate dans les données de contribution à la croissance du PIB. Cela ne devrait pas s'arranger dans les mois qui viennent si on se réfère aux données de confiance des consommateurs qui restent sur des niveaux historiquement faibles. Les derniers chiffres de ventes au détail parus en Allemagne font d'ailleurs déjà état d'une consommation en berne.

Les marchés semblent aujourd'hui considérer les événements du mois de mars comme un épiphénomène sans conséquence. Nous y voyons de notre côté l'une des premières conséquences d'un très fort durcissement des conditions financières après une période prolongée de taux extrêmement bas. Il est historiquement très difficile de savoir quand et comment vont se manifester ces conséquences, mais si

l'on tient compte du décalage historique constaté entre début des hausses des taux et conséquences économiques, alors nous entrons dans une période dangereuse. Est-ce que les indicateurs ayant fonctionnés dans le passé (Inversion courbe des taux, enquête BLS, Senior Loan Officer, taux d'emprunt hypothécaire, etc..) peuvent s'avérer ne plus avoir de caractère prédictif durant ce cycle ? C'est évidemment une possibilité, mais est-ce pour autant le scénario le plus probable ? La très forte volatilité qui a parcouru les marchés obligataires en mars ne doit selon nous pas être ignoré et ce même si les conséquences sur les autres classes d'actifs n'ont été que très légères jusqu'ici.

Actifs	Perspectives LFAM	Vision Stratégique
Actions		Le risque bancaire existe toujours, les taux réels n'ont que peu corrigé, le risque sur les bénéfiques semblent toujours à la baisse: prudence, et préférence pour les secteurs défensifs.
Crédit		Au-delà du monde bancaire dont les valorisations ont subi des mouvements importants suite au rachat de Credit Suisse, les dettes d'entreprises non financières n'ont que très peu réagi. Prudence là aussi.
Taux		Les taux courts ont très fortement baissé dans l'épisode de stress bancaire. Il y a un risque de repricing à court terme. Préférence pour les taux réels. Nous maintenons une vision positive sur la duration à moyen terme.

Perspectives pour le mois d'avril

Au-delà des fluctuations de marché à court terme, les risques à moyen terme nous semblent significatifs. Quid de l'impact à venir de l'ajustement à la baisse des prix de l'immobilier? Comment la demande pourrait elle tenir une fois l'épargne excédentaire disparue? Quels impacts sur les marges étant donné les pressions salariales? Nous avons globalement du mal à imaginer le scénario « rose » d'une désinflation sans heurts et d'un atterrissage en douceur de l'économie.

La Française Asset Management, société de gestion agréée par l'AMF (www.amf-france.org) sous le n°GP 97-076 le 1er juillet 1997. La Française AM Finance Services, entreprise d'investissement agréée par l'ACPR sous le n°18673 (www.acpr.banque-france.fr) et enregistrée à l'ORIAS (www.orias.fr) sous le n°13007808 le 4 novembre 2016.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française.

Coordonnées internet des autorités de tutelle : Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) www.acpr.banque-france.fr, Autorité des Marchés Financiers (AMF) www.amf-france.org.

AGENDA

7 avril 


US
Consumer
Credit

7 avril 

Emploi US

12 avril 

US CPI

28 avril 

BOJ

1er Mai 

Rapport
FDIC