



LA FRANÇAISE
INVESTING TOGETHER

Le point macro

OCT.2022

Par François RIMEU

Stratège La Française Asset Management

Combattre l'inflation quoi qu'il en coûte, ou presque ?

Une Réserve Fédérale déterminée à inverser la tendance.

Le mois de septembre est pour le moment le point d'orgue d'une année 2022 pourtant déjà historique. Si la chute des marchés actions est significative, elle est toutefois faible au regard des mouvements constatés sur les marchés obligataires. Quelques exemples de ces mouvements :

 Les taux britanniques à 10 ans ont bondi de **121 bps**

 Les taux réels américains à 10 ans progressent eux de **87 bps**

 Les taux réels européens terminent eux **90 bps** plus haut

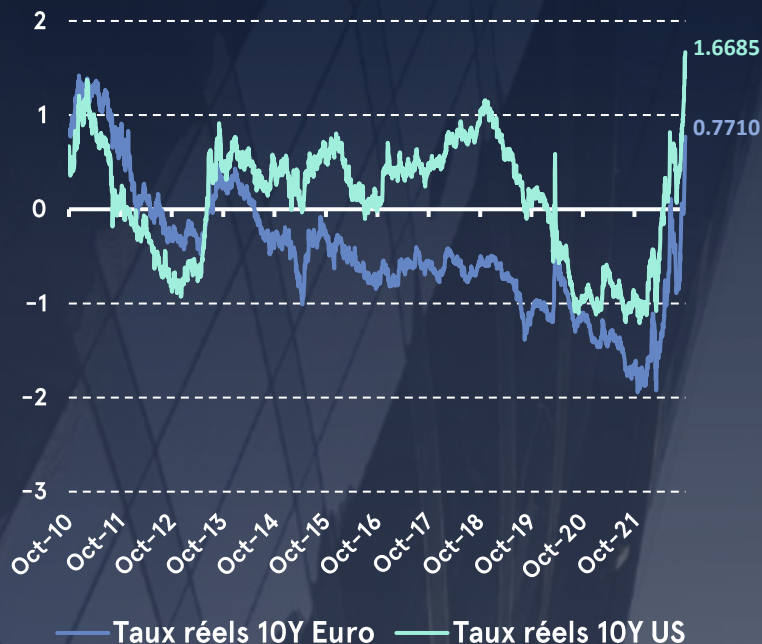
Pour retrouver des mouvements d'amplitude similaire, il faut se référer aux périodes les plus volatiles des dernières décennies comme par exemple le mois d'octobre 2008. Si les facteurs explicatifs sont nombreux, trois événements nous semblent toutefois avoir eu un impact plus important que les autres.

Chronologiquement le premier, **le chiffre d'inflation américain sorti le 13 septembre a douché les espoirs des marchés financiers** de voir le risque inflationniste reculer. Les enquêtes de la Fed de New York avaient pourtant laissé espérer une accalmie avec des attentes d'inflation en recul, chiffres qui avaient été plutôt corroborés par les enquêtes de l'université de Michigan. De la même

façon, les sous composantes de prix des indicateurs ISM et PMI montraient une pression moindre à la hausse. La sortie du chiffre d'inflation à 8.3% contre 8.1% (et une surprise équivalente sur l'inflation « core », source Bloomberg) est donc intervenue à contrecourant des attentes du marché : certes **l'inflation sur les biens diminuent, mais l'inflation sur les services continuent d'accélérer**, avec un risque inflationniste toujours aussi présent.

La Réserve Fédérale a ensuite renouvelé son discours tenu à Jackson Hole : **l'institution va continuer à durcir ses conditions financières** pour éviter que ne se forme une boucle prix – salaire qui entrainerait un désancrage des anticipations d'inflation. Pour se faire la Fed va continuer à mener une politique visant, in fine, à faire baisser les prix des actifs (immobilier surtout) et à faire remonter le taux de chômage. La publication des « dots » au-dessus des attentes de marché, avec un taux à fin 2023 attendu par les membres de la Fed à 4.625%, a aussi surpris le marché et participé à la baisse des marchés obligataires. Combiné au chiffre d'inflation sorti plus tôt dans le mois, **l'impact sur les taux réels a été très violent.**

Taux réels 10 ans Euro Vs Taux réels 10 ans US

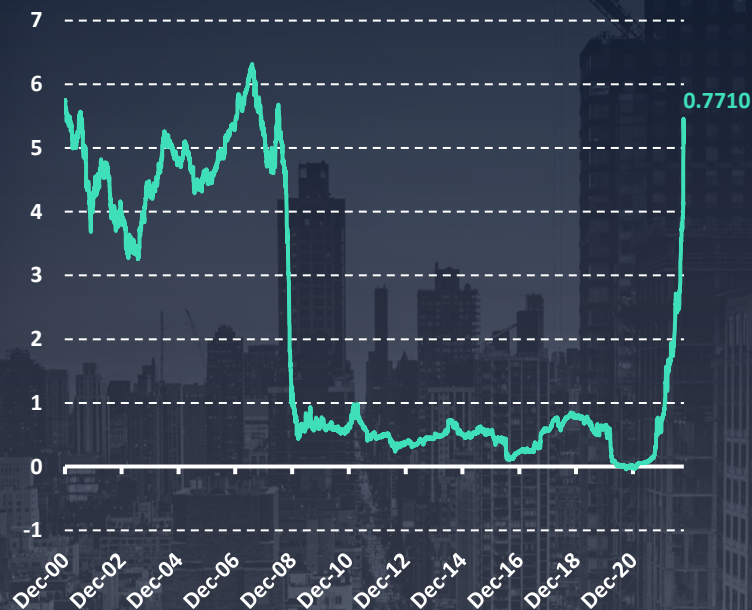


Élément clef : **Forte remontée des taux 10 ans Euro et des taux 10 ans US.**

Sources : Bloomberg, données au 30/09/2022

La BCE considère qu'il est toujours difficile d'estimer si le pic d'inflation est passé, alors même que les prix à la consommation continuent d'augmenter alimenté par la flambée des coûts de l'énergie.

Taux Royaume-Uni à 1 an



Élément clef : Remontée abrupte du taux britannique à horizon 1 an. Les niveaux sont similaires aux niveaux pré-2008

Sources : Bloomberg, données au 30/09/2022

Les taux hypothécaires britanniques à 2 ans repassent au-dessus des 6%, niveaux que nous n'avions plus connus depuis 2008.

Alerte à la Bank of England, les marchés britanniques en sursis ?


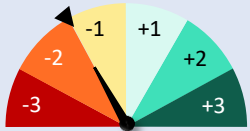
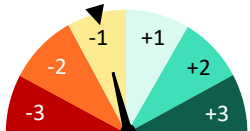
Enfin, la publication du budget britannique a engendré une panique sur le marché obligataire comme il n'en arrive que rarement. Si le marché s'attendait à un déficit budgétaire important au regard des déclarations de Liz Truss lors des semaines précédentes, il ne s'attendait toutefois pas à ce que les émissions d'obligations britanniques passent de 60Mds £ à 190Mds £ pour l'année 2023 ni à ce que le gouvernement décide des plus fortes baisses d'impôts depuis 1971. Les marchés obligataires ont tellement chuté lors des sessions suivantes les annonces que la banque centrale britannique a dû intervenir pour stabiliser le marché. Il faut se rappeler d'ailleurs que cette même banque centrale devait commencer son programme de vente d'actifs début octobre et qu'elle se retrouve donc contrainte et forcée de faire exactement l'inverse, à minima jusqu'au 14 octobre*.

Si les menaces d'attaque nucléaire de M. Poutine, les révisions baissières sur les bénéfices, les probables baisses de production de l'Opec ou encore le début du Congrès Quinquennal du Parti Communiste chinois mériteraient que l'on s'attarde, le dernier point concernant la situation britannique nous semble être sans doute le plus notable.

*Sources : Bank of England

Depuis maintenant plusieurs décennies, les autorités monétaires et budgétaires ont navigué dans un monde dans lequel le risque inflationniste avait quasiment disparu. La crise du Covid n'avait pas changé cet état de fait et l'avait même amplifié avec une manne budgétaire sans précédent. La situation britannique actuelle semble mettre fin à ce qu'il est possible de faire en termes de déficit budgétaire sauf à accepter une posture monétaire extrêmement restrictive.

Quels vont être les choix de nos gouvernements dans les mois et trimestres qui viennent face à la crise énergétique que nous traversons ? Quel équilibre entre politique budgétaire et politique monétaire ? Sauf à ce que le risque inflationniste ne recule fortement et rapidement, nos autorités vont devoir faire des choix difficiles.

Actifs	Niveau d'allocation	Vision Stratégique
Actions		Toujours une grande prudence sur les actions en raison du durcissement des conditions financières, de la forte baisse des prévisions de croissance et d'un "pivot" de la Fed qui n'arrivera pas à court terme selon nous. Sans compter sur la baisse probable des prévisions bénéficiaires.
Crédit		Prudence là aussi, pour des raisons similaires aux marchés actions. L'Investment Grade semble incorporer un peu plus de risque que le marché du High Yield, d'où notre préférence pour ce segment de marché.
Taux		Incertitudes inflationnistes toujours très fortes vs risques sur la croissance eux aussi très forts. L'exemple du marché UK et l'incertitude autour des réponses budgétaires à la situation actuelle nous amènent à rester prudent même si certains segments commencent à être attractifs, comme les parties courtes américaines.

Perspectives pour le mois d'octobre

Au global, nous restons prudents dans nos allocations d'actifs avec une préférence pour les actifs en dollar. Le faible positionnement de marché ainsi que les espoirs de voir les banques centrales interrompre leurs durcissements monétaires peuvent toutefois provoquer des rebonds marqués à court terme. Selon nous, il est cependant trop tôt pour espérer voir se dissiper les risques inflationnistes, élément essentiel pour que les conditions financières s'améliorent durablement.

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 qu'il 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

5

Octobre

Réunion OPEP



13

Octobre

Inflation US



16

Octobre

Réunion PCC



27

Octobre

Réunion BCE



31

Octobre

Inflation Euro

