

DES SIGNAUX CONTRAIRES INCITANT À LA PRUDENCE

Les marchés ont évolué en ordre dispersé en ce mois de mai, ballotés entre les incertitudes ayant entouré le plafond de la dette américaine, les signaux de ralentissement de la demande mondiale et l'ajustement à la hausse des attentes relatives à la politique monétaire américaine. Après moult rebondissements, Républicains et Démocrates ont fini par trouver un accord sur le relèvement du plafond de la dette, évitant ainsi le tant redouté défaut. En parallèle, la résistance de l'économie américaine a contrasté avec les signaux plus négatifs envoyés par la Chine, où la reprise pourrait s'essouffler, et la Zone euro, où la consommation faiblit déjà nettement. Face à la résilience des Etats-Unis et la persistance de l'inflation, les investisseurs ont revu à la hausse leurs anticipations concernant la trajectoire des taux directeurs de la Réserve fédérale, contribuant ainsi à une nette appréciation du dollar. Les nombreux vents contraires contre lesquels la Fed navigue incitent toutefois à la prudence. Le durcissement des conditions de financement et la hausse du coût de la vie pourraient finir par avoir raison de la demande interne américaine. Les membres de la Fed semblent d'ailleurs estimer qu'une pause serait appropriée lors de la réunion qui se tiendra en juin.



Alain GUELENNOC,

Président du directoire
Federal Finance Gestion

Conjoncture économique

Aux Etats-Unis, les données conjoncturelles publiées au cours des dernières semaines ont plutôt été de bonne facture et décrivent une économie encore résiliente. La consommation reprend ainsi de la vigueur après deux mois difficiles. En avril, le volume des dépenses des ménages progresse de 0,5%, tiré par une hausse des dépenses de biens durables. En parallèle, la stagnation du revenu disponible sur le mois conduit à une baisse du taux d'épargne. A 4,1% il demeure sur un niveau bas relativement à sa moyenne pré-pandémique. Les indices de confiance du consommateur renvoient toujours des signaux divergents. Ils s'inscrivent toutefois tous les deux en baisse en mai, et signalent un pessimisme marqué en ce qui concerne les attentes des ménages dans les 6 mois. En parallèle, les pressions inflationnistes demeurent importantes. La croissance annuelle des prix à la consommation ralentit très légèrement en avril, à 4,9% (contre 5,0% le mois précédent). Sur un mois, les prix enregistrent une hausse de 0,4%, tirés par un rebond des prix de l'énergie, des prix des voitures d'occasion et de la composante logement. Corrigés des prix de l'énergie et de l'alimentation, les prix progressent eux aussi de 0,4% relativement à mars. Cette

hausse semble toutefois essentiellement refléter le dynamisme des prix du logement tandis que les prix des services ralentissent sensiblement. Si cette publication semble conforter l'idée d'une pause prochaine de la Réserve fédérale, elle suggère également qu'une baisse des taux américains apparaît prématurée eu égard au rythme encore élevé de la croissance des prix. Au niveau politique, Joe Biden et le représentant républicain de la chambre des représentants, Kevin McCarthy, ont annoncé avoir trouvé un accord au sujet du relèvement du plafond de la dette, actuellement fixé à 31 400 Mds\$. L'accord conclu conditionne la suspension du plafond de la dette jusqu'au 1^{er} janvier 2025 à une limite des dépenses dans les budgets 2024 et 2025.

En Zone euro, le flux de données décrit une poursuite de la modération de la demande intérieure. En Allemagne, la deuxième estimation du PIB pour le premier trimestre (-0,3% en variation trimestrielle, après -0,5% au quatrième trimestre 2022) révèle que la première économie européenne est d'ores et déjà entrée en récession pendant l'hiver 2022-2023, avec deux trimestres consécutifs de contraction de l'activité sur fond de repli de la consommation des ménages. Les indicateurs de climat des affaires

renvoient pour leur part des messages parfois divergents. Si les différentes enquêtes s'accordent pour souligner les difficultés du secteur manufacturier, elles dressent en revanche un tableau plus contrasté de la situation du secteur des services. L'indice PMI services atteint ainsi un niveau encore très élevé en mai. Les indices nationaux allemands (IFO) et français (INSEE) décrivent pour leur part une situation moins avantageuse. Enfin, la confiance reste dégradée du côté des consommateurs et des détaillants. Du côté des prix, les publications nationales décrivent une baisse de l'inflation en avril. L'inflation ralentit au sein de la plupart des pays, et de manière plus importante qu'anticipée en Allemagne (6,3%), en France (6,0%) et en Espagne (2,9%). Les données disponibles suggèrent par ailleurs une baisse de l'inflation sous-jacente. Enfin, la dernière enquête de la BCE auprès des banques rapporte un recul de la demande de prêts et un durcissement des conditions d'octroi inégalés depuis la crise financière de 2008-2009 et celle des dettes souveraines. Cette tendance est d'ailleurs confirmée par le ralentissement important des prêts au secteur privé au cours des derniers mois.

Les dernières données d'activité en Chine continuent de décrire une reprise inégale

dans un contexte de réouverture post-pandémique. La demande intérieure chinoise continue de soutenir l'activité. En avril, les ventes au détail et de services alimentaires enregistrent ainsi une progression annuelle de 18%. A y regarder de plus près, ce chiffre est toutefois inférieur aux attentes et masque d'importants effets de base. Du côté de l'industrie, la dynamique est plus préoccupante. La production industrielle s'inscrit en hausse de presque 6% sur le mois (contre 10,9% attendu) mais recule de 0,5% en avril. Enfin, l'investissement ralentit également, avec une hausse de 4,7% depuis le début de l'année (contre 5,1% entre janvier et mars). Au total, et avec des flux commerciaux en nette contraction sur la même période, ces statistiques illustrent la perte de vitesse de l'économie chinoise qui, après une phase de rebond mécanique liée à la réouverture de son économie, va devoir pérenniser sa croissance tout en faisant face à d'importants défis.

Marchés monétaires et obligataires

Les taux souverains ont connu des évolutions divergentes au cours du mois, alors que les négociations concernant le plafond de la dette américaine, et la crainte, désormais repoussée, d'un défaut, ont introduit de la volatilité. En début de mois, les banquiers centraux ont signalé, à divers degrés, que le processus de resserrement monétaire était proche de son terme. La BCE a relevé ses taux d'intérêt de 25 points de base (pb), portant ainsi le taux de dépôt à 3,25%. En ralentissant le rythme de hausse de taux, la BCE semble indiquer que le taux pivot s'approche. La présidente, Christine Lagarde, a toutefois noté qu'il restait encore beaucoup de chemin à parcourir avant qu'elle ne mette un terme au processus de resserrement monétaire en cours. Par ailleurs, la BCE a également annoncé la fin du réinvestissement de son programme d'achat de titres (APP) à partir de juillet, ce qui accélèrera sensiblement la baisse du bilan de la BCE. Les attentes des investisseurs quant à l'évolution des taux directeurs ont peu évolué, et pointent toujours vers un taux de dépôt qui culminerait à 3,75%. Les rendements à 10 ans des obligations françaises et allemandes évoluent assez peu (-4 points de base sur le mois) et atteignent 2,85% et 2,28% respectivement. Du côté

des Etats-Unis, la Fed a décidé, à l'unanimité, de procéder à une nouvelle hausse de taux de 25 points de base, portant les taux fed funds dans la fourchette [5% - 5,25%]. La Réserve fédérale a également laissé entendre que le taux pivot était peut-être atteint. En fin de mois, les déclarations de certains membres de la Réserve fédérale ont suggéré que la banque centrale américaine pourrait procéder à une pause en juin, sans toutefois renoncer à de nouvelles hausses par la suite. Il est vrai que les dernières données publiées décrivent une consommation résistante et une inflation persistante. Les anticipations concernant la trajectoire des taux directeurs de la Réserve fédérale en 2023 s'ajustent d'ailleurs à la hausse. Les investisseurs estiment ainsi, au 31 mai, que la fourchette des fed funds atteindra environ [5-5,25%] en fin d'année, alors que plusieurs baisses étaient auparavant attendues. Dans ce contexte, le taux à 10 américain a progressé de 22 points de base pour atteindre 3,65%.

Marchés actions

Les marchés actions européens s'inscrivent en recul au cours du mois, alors que les statistiques publiées décrivent une dégradation de la conjoncture européenne et chinoise. Les résultats publiés par les sociétés restent globalement de bonne facture, même si les chefs d'entreprise confirment les perspectives de ralentissement de l'activité. Dans ce contexte, le CAC 40 et l'Eurostoxx 50 enregistrent une baisse mensuelle de 5,2 et 3,2% respectivement. Les indices américains sont en revanche mieux orientés malgré la hausse des taux. Le S&P reste quasiment stable (+0,2%), tandis que le Nasdaq enregistre une progression marquée (presque 6%), profitant notamment d'une bonne performance du secteur de la technologie.

Marché des changes

L'euro a enregistré son pire mois depuis avril 2022 avec un repli de 3% face au dollar, passant ainsi sous la barre des 1,07. Le Yuan enregistre une baisse d'ampleur similaire. Le billet vert progresse également vis-à-vis de la livre sterling et du Yen. Cette appréciation reflète en partie l'ajustement à la hausse des

anticipations concernant la trajectoire des taux directeurs de la Réserve fédérale. Le dollar semble avoir, un peu paradoxalement, également profité de son statut de valeur refuge face aux incertitudes autour des négociations du plafond de la dette.

Energie et matières premières

Les prix de l'énergie sont orientés à la baisse, illustrant les inquiétudes quant à l'évolution de la demande mondiale. Le prix du baril de Brent recule de plus de 8% et atteint, à 73\$ le baril, son plus bas niveau depuis décembre 2021. Les difficultés du secteur manufacturier, notamment en Chine, se reflètent par ailleurs dans la chute des cours des métaux industriels (-7% sur le mois selon l'indice Rogers).

Perspectives et stratégie

Si les banquiers centraux et investisseurs débattent encore du niveau exact du point culminant des taux directeurs, il semble à peu près certain que le processus de resserrement monétaire arrive bientôt à son terme. La question qui se pose à présent est double. Tout d'abord, combien de temps la Fed et la BCE pourront-elles maintenir leurs taux sur ces niveaux élevés ? Et ensuite, les économies de la Zone euro et les Etats-Unis pourront-elles échapper à la récession ? Face à une inflation toujours élevée, il se pourrait bien que des conditions de financement durablement restrictives conduisant à une récession, ou à une nette baisse de l'activité, soient nécessaires pour assurer le retour de l'inflation à sa cible.



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 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.

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.

FEDERAL FINANCE GESTION, SA à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 6 500 000 euros. Siège social : 1, allée Louis Lichou - 29480 LE RELECQ-KERHUON. Siren 378 135 610 RCS Brest - Agrément de l'Autorité des Marchés Financiers, n° GP 04/006 du 22 mars 2004. TVA : FR 87 378 135 610.