



Une normalisation monétaire nécessaire, mais pour le moment indolore

Par Ronan Blanc, Gérant Obligataire

Les plans de relance ont rempli leur mission : stimuler la demande globale pour enrayer le risque de récession. Mais la désorganisation des chaînes d’approvisionnement implique désormais de ralentir ces politiques d’inspiration keynésienne pour enrayer la crise actuelle de l’offre. Et prévenir la formation de bulles, notamment sur l’immobilier.

Les politiques de relance ont incontestablement permis à l’économie mondiale d’éviter l’effondrement prévisible lié à une crise sanitaire sans précédent. Elles ont rempli leur rôle, en partie grâce à la coordination réussie entre mesures budgétaires (des gouvernements) et mesures monétaires (des banques centrales). Aujourd’hui, le contexte a changé. A la crise de la demande succède une crise de l’offre. La stimulation de la demande a eu pour principal effet d’alimenter l’épargne des ménages et d’orienter leurs dépenses vers l’essentiel. On était loin d’imaginer les conséquences sur l’offre que la réouverture des économies allait provoquer. Les entreprises qui avaient subi un coup d’arrêt brutal de leur activité doivent maintenant faire face à une demande accrue dans un contexte où les chaînes d’approvisionnement sont perturbées et les voies maritimes largement embouteillées.

Or l’économie mondiale reste, largement dépendante des capacités de production de la Chine et l’approvisionnement de certaines matières premières commencent à manquer. A ces tensions, s’est ajoutée une pénurie de main d’œuvre, particulièrement visible aux Etats-Unis. Si le variant covid a pu inquiéter certains salariés de retourner au travail dans un contexte sanitaire toujours tendu, il n’en reste pas moins que les métiers jugés « pénibles » attirent moins. Une revalorisation des bas salaires est donc en marche avec à la clé une hausse du pouvoir d’achat. Des revalorisations salariales qui alimentent les effets de second tour et le risque de dérapage de l’inflation. Il devient donc nécessaire de ne pas stimuler excessivement

la demande finale en maintenant artificiellement les taux longs a des bas niveaux. Le maintien des politiques d'achat d'actifs par la Fed est donc tout naturellement remis en question.

« Une normalisation monétaire prévue en deux étapes »

Cette normalisation de la politique monétaire doit intervenir en deux temps : d'abord, l'arrêt progressif des achats d'actifs (« tapering ») qui est à l'agenda de la Fed d'ici la fin de l'année et devrait être achevé avant l'été 2022 (Jerome Powell n'a pas donné de calendrier précis) ; ensuite, la remontée des taux d'intérêt mais qui n'interviendra pas avant le T4 2022. A la différence du précédent épisode de 2013 (épisode du « taper tantrum »), annoncé par surprise par Ben Bernanke, celui de 2021 n'a pas cueilli à froid les marchés. Et pour cause. Il est préparé de longue date par la Fed. Ce début de normalisation monétaire suivra également en Europe avec quelques mois de décalage.

Si politique budgétaire et monétaire ont marché main dans la main depuis le début de la crise sanitaire, la dimension sociale gagne en épaisseur. La redistribution des richesses devient un sujet politique de premier plan et pas uniquement dans les pays développés. Les revalorisations salariales en sont un des éléments les plus visibles et participeront à la hausse du pouvoir d'achat. Une pression à venir sur les marges ? Sans doute un peu. Mais les chiffres d'affaires vont également progresser. Pour s'adapter les chefs d'entreprise vont devoir relever le niveau moyen de productivité en faisant bon usage des technologies modernes, passer en revue les process, faire tout simplement preuve d'agilité.

Les débats autour de l'inflation vont donc continuer de nous animer encore de nombreux mois. Le « tapering » ne sonne pas la fin des achats d'actifs. Nous ne sommes qu'au début de la normalisation monétaire et cette transition devrait donc se faire sans heurt dans un premier temps. Les rendements des taux souverains, jugés partout anormalement bas, ont donc vocation à remonter par paliers (avec un premier objectif à 1.75% pour le 10 ans US et 0% pour le 10 ans Allemand, d'ici la fin d'année). Cette première étape de la normalisation monétaire est la traduction d'une croissance américaine plus forte dans sa composition. Il n'y a donc pas de raisons de la voir peser sur les actifs risqués comme ça pu être le cas en début d'année après le mouvement de tension sur les taux longs. La question reste cependant ouverte pour 2022 quand on approchera de la phase 2. Mais d'ici là, la croissance aura ralenti et avec un peu de chance les pressions inflationnistes aussi.

Conséquences pour le fonds Pluvalca Credit Allocation :

- *La hausse des taux a été freinée voire stoppée par une communication agile et efficace des banques centrales. Mais à mesure que la normalisation monétaire prend forme leur capacité va être plus limitée. Nous privilégierons le risque crédit plutôt que le risque de duration.*
- *Dans un contexte de hausse modérée des taux souverains, la recherche de rendement va rester un thème dominant. Les obligations hybrides subordonnées (corporate et financières) ainsi que le haut rendement auront nos préférences en Europe.*
- *L'inflation va sans doute atterrir vers un niveau plus élevé que la décennie précédente. Les émetteurs leaders sur leur marché de niche et donc en capacité de passer des hausses de prix auront notre faveur.*
- *Enfin le besoin de gagner en productivité dans un contexte de mondialisation sous contrainte apparaîtra encore plus indispensable.
Le gisement convertible est riche d'entreprises dont le profil correspond. Nous renforcerons cette poche en lien avec les expertises de FA sur les thématiques d'environnement, de rupture technologique et de santé.*

A propos de Financière Arbevel :

Reprise par ses dirigeants actuels en 2009, Financière Arbevel, société de gestion d'actifs indépendante et entrepreneuriale, est un acteur de référence de l'univers des petites et moyennes capitalisations.

Avec une philosophie de gestion centrée sur l'analyse financière, extra-financière et stratégique des sociétés, Financière Arbevel se définit avant tout comme une « Maison de Recherche », disposant d'une équipe d'analystes expérimentée de 15 personnes.

Initialement positionné comme un spécialiste de stock-picking sur les valeurs françaises, Financière Arbevel a élargi ses expertises (gestion collective et gestion sous mandat) à l'Europe, dans une logique de "cross-asset" sur l'ensemble de ses stratégies d'investissement (actions "core" et thématiques, obligations et gestion diversifiée). Au 31 décembre 2020, Financière Arbevel comptait 2,2 milliards d'euros d'actifs sous gestion et 35 salariés.