

Environnement économique

La crise sanitaire en 2020/2021 et la guerre en Ukraine ont révélé les déséquilibres de l'économie mondiale. L'opposition au bloc de l'Ouest (Etats-Unis - Europe), tout d'abord de la Chine avec une volonté de recentrage en interne et aujourd'hui de la Russie, accélère la dé-globalisation de l'économie mondiale. La dépendance énergétique de l'économie européenne en est l'exemple le plus flagrant avec comme conséquence une forte hausse des prix qui fait peser un risque majeur sur la croissance économique. Les Banques Centrales, qui doivent aujourd'hui combattre une inflation qu'elles ont elles-mêmes engendrée, se trouvent dans la situation délicate où elles doivent resserrer les conditions monétaires dans un contexte de ralentissement de la croissance. La lecture de l'environnement économique et les perspectives d'évolution des marchés financiers d'ici la fin de l'année répondent donc à de nombreuses interrogations que nous pouvons résumer en 3 grands thèmes :

L'inflation sera plus durable que prévu

L'inflation ne semble définitivement pas être passagère comme l'a pourtant martelé la BCE tout au long de l'année 2021. La hausse des matières premières en est la principale source malgré l'intervention des pouvoirs publics qui cherchent à réduire la facture par de nombreuses mesures ponctuelles telles que le plafonnement des prix du gaz, le versement de « chèques à la pompe » ou certaines réductions des prix. L'inflation de la zone euro est ressortie à 7,50% en mars et les anticipations d'inflation à 5 ans ont atteint 3,5%. Outre la hausse des matières premières, la pénurie de main d'œuvre dans de nombreux secteurs et la perte de pouvoir d'achat des ménages pourraient accélérer la hausse des salaires et contribuer à entretenir la hausse des prix.

La normalisation des politiques monétaires a débuté

Les banques centrales sont contraintes de mettre fin à leur politique monétaire non conventionnelle caractérisée par des taux réels négatifs et des rachats massifs d'obligations. La situation est cependant très différente entre les Etats-Unis (au plein emploi) et la zone euro, ce qui crée une forte divergence dans le timing et l'intensité d'intervention. La Réserve Fédérale, fermement engagée dans la lutte contre l'inflation, a débuté la mécanique de remontée des taux avec une perspec-

tive de hausse à 2,5% d'ici 2023 et va entamer prochainement la réduction de son bilan. La BCE, plus prudente dans son intervention n'a, pour le moment, que réduit ses achats d'actifs et annoncé une éventuelle remontée des taux à partir du 3^{ème} trimestre 2022. Le pilotage des taux (et de la croissance) par les Banques Centrales est devenue plus difficile et le démarrage tardif de la hausse des taux pourrait les contraindre à des interventions plus fortes et plus rapides qu'anticipées. Si ce risque est clairement intégré dans la courbe des taux américains, il ne l'est pas suffisamment au sein la zone euro.

Le ralentissement de la croissance inquiète

Les anticipations (optimistes) de croissance économique de début d'année ont été progressivement revues en baisse par les principaux instituts de conjoncture (le FMI prévoit dorénavant une croissance mondiale de 3,6% pour 2022). Le choc provoqué par la guerre en Ukraine s'ajoute aux perturbations dans les chaînes d'approvisionnements dues à la période « covid » et à la perspective d'un nouveau confinement en Chine qui connaît une recrudescence de la pandémie. Si le ralentissement de la croissance ne fait plus débat, la crainte et le timing d'un scénario de récession (stagflation ?) sont plus discutés. A court terme, la perte de pouvoir d'achat pourrait être compensée par l'épargne accumulée et une revalorisation des salaires. De la même façon, la situation des entreprises reste saine comme en attestent les dernières publications de résultats. L'environnement économique actuel ne présage donc pas d'une récession à court terme. L'attitude des Banques Centrales sera donc déterminante avec le risque qu'elles soient obligées d'intervenir plus fortement que prévu provoquant un arrêt plus brutal de la croissance. Ce scénario de récession ne peut être écarté à l'horizon 2023 tant les incertitudes géopolitiques sont grandes aujourd'hui.

A l'horizon de fin d'année, nous retenons donc un scénario de ralentissement marqué de la croissance économique sans récession à court terme. La hausse des prix devrait, en revanche, se prolonger au-delà de 2022, accentuant la pression sur les Banques Centrales. La BCE devrait, en particulier, adopter rapidement un discours et une attitude plus agressifs.

Perspectives des marchés financiers et allocation d'actifs

➔ Les taux d'intérêt à long terme vont continuer de monter sous l'impulsion des Banques Centrales.

Entre hausse des taux et élargissement des spreads de crédit, les marchés obligataires ont été chahutés depuis le début de l'année. La bonne nouvelle est que l'on retrouve de la valeur sur certains compartiments obligataires. Ceci est particulièrement vrai sur le marché du crédit qui offre désormais des rendements supérieurs à ceux des marchés actions, mais aussi supérieurs au niveau de l'inflation. Si l'on accepte la volatilité actuelle du marché, qui peut se prolonger encore quelques mois, les perspectives de performance nominale et réelle sont à nouveau positives.

➔ Les marchés actions européens sont à des niveaux de valorisation raisonnables et devraient se stabiliser d'ici la fin de l'année.

Les niveaux de marché atteints suite à la baisse de début d'année sont cohérents avec une révision en baisse des prévisions de résultats à horizon de fin d'année. Compte tenu de l'environnement géopolitique, il paraît cependant difficile d'anticiper une forte progression des indices et nous tablons plutôt sur une stabilité sur les niveaux actuels.

➔ Les marchés européens présentent des profils sectoriels très divergents.

L'ajustement entre les valeurs de croissance et les secteurs « value » n'est pas terminé. Le ralentissement de la croissance en cours, associé à une persistance de l'inflation, va peser sur les premières dont les valorisations restent élevées au regard des perspectives de croissance et de la poursuite de la hausse des taux. Nous restons surpondérés sur les valeurs cycliques et les financières et restons à l'écart des valeurs de croissance. Le secteur défensif qui a bien tenu depuis le début de l'année reste privilégié à travers les Utilities avec un biais sur les valeurs liées à la transition énergétique et sur les valeurs Telecom.

BILAN DU PREMIER TRIMESTRE 2022

Les marchés obligataires

Taux à 10 ans (%)	Décembre 2021	Mars 2022	Variation sur 3 mois
Etats-Unis	1,51	2,34	+0,83
Allemagne	-0,19	0,54	+0,73
France	0,24	0,98	+0,74
Italie	1,17	2,04	+0,87
Espagne	0,56	1,43	+0,87
Portugal	0,46	1,34	+0,88

Les marchés obligataires ont été impactés par les anticipations de hausse des taux aux Etats-Unis et, plus globalement, par la forte montée de l'inflation. Les taux 10 ans européens et américains ont augmenté d'environ 0,80% sur le premier trimestre, atteignant 2,34% aux USA et 0,54% en Allemagne. Les anticipations d'inflation à long terme en Europe ont bondi après l'éclatement du conflit en Ukraine, passant de 1,80% en début d'année à près de 2,70% fin mars. En données publiées, l'inflation européenne a atteint +7,4% en rythme annualisé au T1, soit un plus haut niveau jamais égalé depuis plus de 30 ans.

Concernant les obligations d'entreprises privées, les spreads de crédit se sont assez largement écartés après avoir évolué sur des niveaux historiquement bas en 2021. Ainsi, l'indice crédit CrossOver est passé de 242bps à 338bps sur le 1^{er} trimestre, reflétant l'inquiétude des investisseurs quant au climat géopolitique actuel.

Cette inquiétude s'est également répercutée sur les marchés actions. Après avoir atteint des points hauts début janvier, l'Eurostoxx et le DAX ont perdu -9,2% alors que le CAC, notamment porté par les performances positives de Sanofi, Air Liquide et Total, a limité la baisse à -6,9%. Les performances sectorielles ont une fois de plus été très hétérogènes, avec une performance positive du Oil & Gas (+5,3%) et des Matières Premières (+2,8%), alors que le Re-

Les marchés actions

Actions	Décembre 2021	Mars 2022	Variation sur 3 mois
S&P 500	4 766	4 530	-4,95%
Euro Stoxx	479	435	-9,19%
DAX	15 885	14 415	-9,25%
CAC	7 153	6 660	-6,89%
Shanghai Composite	3 640	3 252	-10,66%
Nikkei 225	28 792	27 821	-3,37%

tail (-28,8%) et la Techno (-16,1%) ont enregistré les plus fortes baisses. La performance des marchés émergents est peu ou prou en ligne avec celle des pays développés sur le trimestre (-7,4%), avec une sous-performance des actions chinoises toujours impactées par la crise sanitaire et les confinements à répétition.

Les marchés des changes

Devises	Décembre 2021	Mars 2022	Variation sur 3 mois
EUR/USD	1,137	1,107	-2,64%
GBP/USD	1,353	1,314	-2,88%
USD/JPY	115,1	121,7	+5,73%

Le dollar américain a continué de s'apprécier face à l'euro (EUR/USD : -2,64%), dans la continuité de la tendance du second semestre 2021 et dans l'anticipation d'une normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis. Les répercussions du conflit en Ukraine ont affolé les prix des matières premières, notamment le pétrole (+38,74%).

Vos interlocuteurs habituels se tiennent, par ailleurs, à votre disposition pour tout complément d'informations ou explications que vous jugeriez utiles.

Performance 1er trimestre 2022 des principaux fonds en portefeuille :

La répartition sectorielle et la baisse des valorisations ont négativement impacté la performance des fonds convertibles.

Les fonds obligataires ont souffert de l'écartement des spreads de crédit. Néanmoins, la très faible sensibilité des fonds les a protégé de la forte remontée des taux.

Dans un marché en baisse, les fonds actions « value » (Belharra Euro) ont globalement surperformé sur ce trimestre, au dépend des fonds « growth ».

Obligations Convertibles	1er trimestre 2022
Schelcher Prince Convertibles (Z)	-6,89%
Schelcher Prince Convertibles Global World (Z)	-7,08%
Fonds Diversifiés	
SPPI Patrimoine (Fonds mixte)	-2,36%
Belharra Club (N) (Fonds flexible dynamique)	+0,07%
Varenne Valeur (P)	-8,76%
Obligations Privées	
SPPI Seren-Oblig	-0,25%
SPPI Multi-Oblig	-2,04%
Schelcher Prince Haut Rendement (Z)	-3,25%
Schelcher Prince Opportunités Européennes (Z)	-0,67%
Actions	
Belharra Euro (N)	-4,08%
DNCA Invest SRI Eur. Growth (N)	-13,89%
Moneta Multi Caps	-4,74%
Kirao Smallcaps (KC)	-5,66%