

RÉCESSION VS STAGFLATION QUELLE ALLOCATION ?

À destination d'investisseurs professionnels

Juin 2022

Le terme de stagflation s'est imposé comme une situation consensuelle dans le récit des marchés au cours des derniers mois. Mais il nous semble que les investisseurs anticipent un scénario différent, celui d'une récession plus précoce que prévu. En l'absence d'indexation des salaires à l'inflation, la consommation est en effet appelée à freiner significativement.*



Par Benoit Pelloille
Stratégiste-Gérant

Les marchés se préparent pour la récession.

Les récents développements suggèrent un scénario de freinage de la croissance de plus en plus compatible avec une récession et non un scénario de stagflation à l'image des années 70. Alors que les signes de freinage de la croissance s'accumulent de part et d'autre de l'Atlantique, les anticipations d'inflation commencent à plafonner et, surtout, les anticipations d'inflation à long terme (swaps inflation forward 5 ans et 10 ans) semblent abandonner l'idée d'un changement de régime durable de l'inflation.

Autre constat : après avoir valorisé un horizon de resserrements monétaires sans fin suite au dernier FOMC de juin et au discours vigoureux de la Fed, les marchés anticipent de nouveau un retournement de la politique monétaire, et ce dès l'année prochaine. En effet, les contrats forward Fed Funds indiquent que la Fed sera contrainte d'ajuster sa politique monétaire en baissant ses taux face au ralentissement de la croissance

*Situation économique d'un pays caractérisée par la stagnation de l'activité, de la production, et par l'inflation des prix.

Les marchés attendent un freinage de la croissance suffisant pour entraver la normalisation monétaire

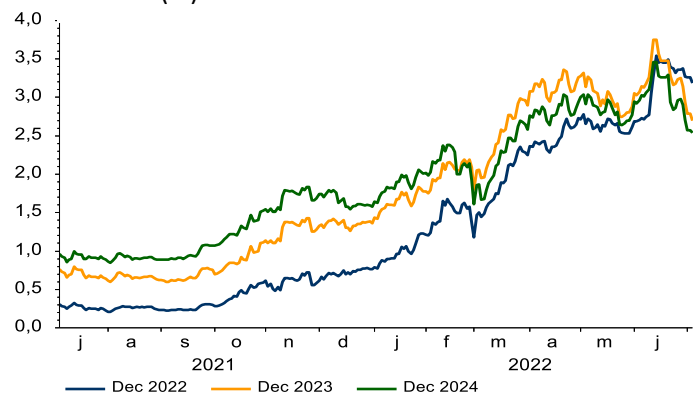
Taux sans risque

Etats-Unis / zone Euro (%)



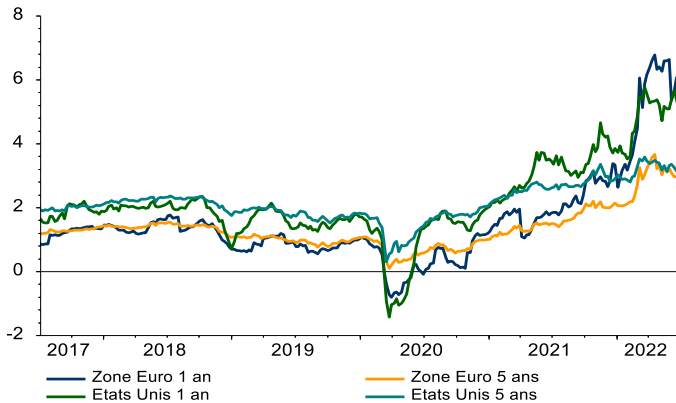
Fed Funds forward

Etats-Unis (%)



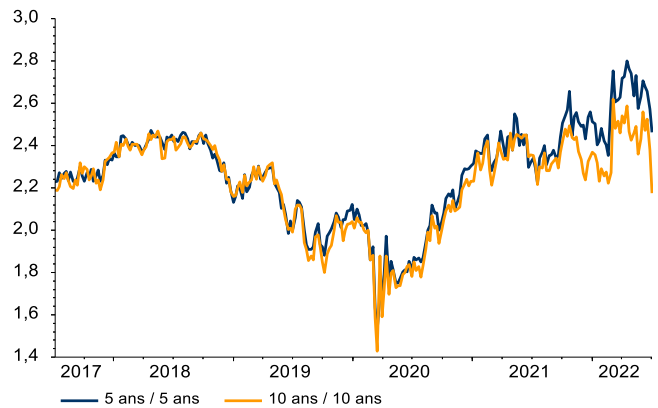
Swap Inflation

Etats-Unis / zone Euro



Swap Inflation forward

Etats-Unis (%)



Source : Refinitiv Datastream / VEGA IM

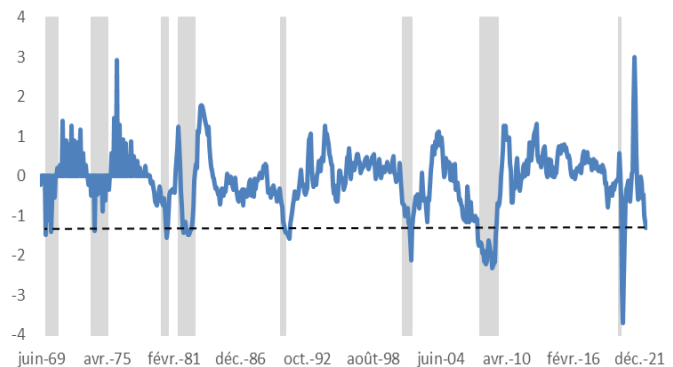
Un scénario crédible pour les Etats Unis, pire en zone Euro ?

Un tel scénario nous apparaît crédible mais il sera difficile de faire l'économie d'une récession pour y arriver. C'est également le message envoyé par les marchés ces derniers jours. Les courbes de taux aux Etats-Unis sont en passe de s'inverser, ce qui historiquement constitue un signal précurseur de récession. Alors que la consommation représente autour de 70% de la richesse des grands pays développés, la perte de pouvoir d'achat consécutive à cette inflation, malgré les hausses de salaires et les mécanismes de compensation, risque de contraindre les ménages à ajuster leurs habitudes de consommation. Jusqu'à présent, ceux-ci avaient maintenu leur train de vie, ayant largement recours à leur épargne et au crédit aux Etats-Unis. Mais cette logique est proche d'arriver à son terme, le taux d'épargne ayant atteint un plancher et la distribution de crédit étant en passe d'être rationnée par le durcissement des conditions de financement.

*Indice composite qui mesure l'état du consommateur américain sur plusieurs variables (confiance, immobilier, dépenses de consommation...)

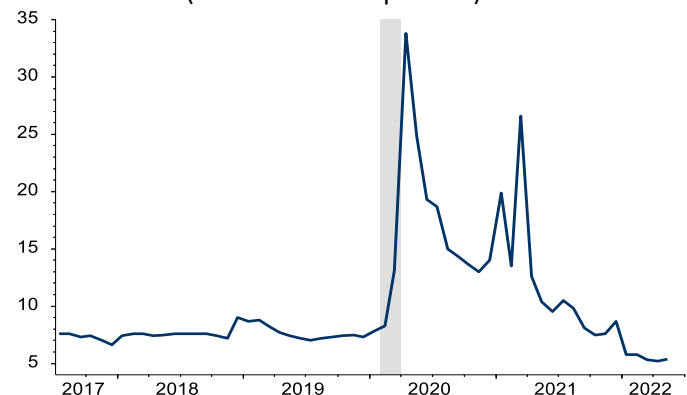
L'ajustement du consommateur en vue

Indice composite – consommateur*



Taux d'épargne

Etats-Unis (% du revenu disponible)



Source : Refinitiv Datastream / VEGA IM

Un problème encore plus aigu en zone Euro.

En Europe, la situation appelle encore plus à la prudence, compte tenu de la nature particulièrement problématique de l'inflation actuelle, essentiellement liée aux matières premières, mais également en raison des mécanismes de compensation des Etats qui, en tentant d'amortir l'inflation par la dépense publique, risquent de l'alimenter et pousser la BCE à durcir son resserrement. Pire, un scénario catastrophe de blocage des exportations de gaz russe freinerait instantanément la croissance, contribuant à une récession sévère.

Une récession et c'est tout ?

L'ajustement significatif des marchés depuis le début de l'année valorise en partie un scénario de quasi-récession. C'est en tout cas ce qui ressort des multiples de valorisation coté actions.

20/06/2022	S&P 500	PE cible	ERP (bas/haut, bps)	Taux sans risque (haut/bas, bps)
Scenatio type 90s	-9% (3344 pts)	15.5x	175	-102
Scénario moyen	-25% (2756 pts)	12.7x	368	-174
COVID	-24		259	-120
GFC	-55%		506	-263
bulle TMT	-45%		530	-210
90s	-18%		175	-102

20/06/2022	Eurostoxx	PE cible	ERP (bas/haut, bps)	Taux sans risque (haut/bas, bps)
Scenatio type 90s	-3% (374 pts)	12x	175	-102
Scénario moyen	-23% (297 pts)	9.6x	389	-97
COVID	-28		213	-32
GFC	-60%		748	-172
bulle TMT	-60%		205	-86
90s	-24%		nd	nd

Source : VEGA IM

ERP « Equity Premium Risk » ou prime de risque du marché actions : différence de rémunération entre le rendement d'une action ou du marché boursier et celui d'un taux sans risque (titres d'État à long terme).

Le problème est que les récessions subies au cours des dernières années invitent à la prudence tant elles se sont distinguées par leur durée, leur sévérité et notamment les problématiques systémiques qui les ont accompagnées. A ce stade, le risque systémique semble moins problématique aux Etats-Unis qu'en zone Euro où la BCE devra convaincre les marchés de l'efficacité de son outil anti-fragmentation. Cependant, cette dimension systémique, sans être la plus probable, ne peut être exclue pour le moment et maintient le risque d'une baisse supplémentaire pour les actions.

Quelles conclusions ?

1/ La prudence reste indispensable à court terme, tant que la dimension systémique de la récession qui se profile ne peut formellement être écartée. Les dettes accumulées au cours des dernières décennies rendent particulièrement périlleuse toute phase de transition comme celle qui se présente actuellement. La bonne nouvelle est qu'en l'absence de matérialisation d'un scénario de stress intense, les marchés valorisent déjà un passage en récession et les valorisations actuelles fournissent un amortisseur dans le cas d'une récession classique.

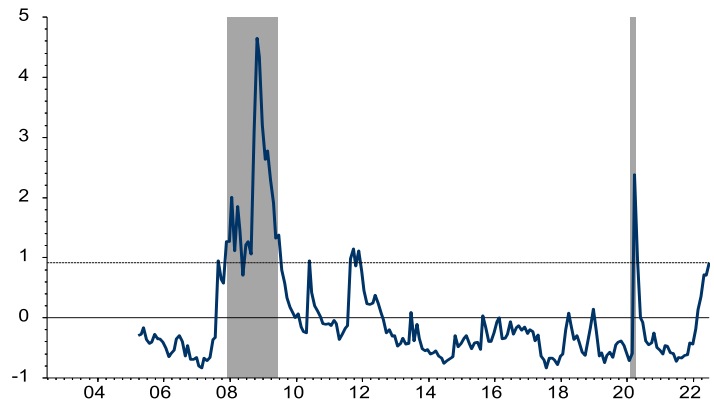
2/ La fin de la logique toxique de l'affaissement généralisé. Le retour à une problématique de récession plutôt que de stagflation, en tout cas aux Etats-Unis, implique le retour à un fonctionnement habituel des marchés avec notamment le retour du rôle de refuge que joue la classe d'actifs obligataire. Alors qu'il est difficile d'imaginer une récession combinée à un inflation toujours en hausse, il est désormais difficile de poursuivre une hausse de taux significative dans un tel contexte.

3/ Le retour des valeurs de croissance. L'anticipation de récession est difficilement compatible avec une poursuite de la hausse de l'énergie (hors scénario catastrophe de blocage). Ainsi, la rotation Value dont le moteur essentiel a été le pétrole nous semble obsolète. Le retour à une prime en faveur de la qualité devrait constituer un réflexe de nouveau pertinent pour les investisseurs.

Un stress pour le cycle et les marchés

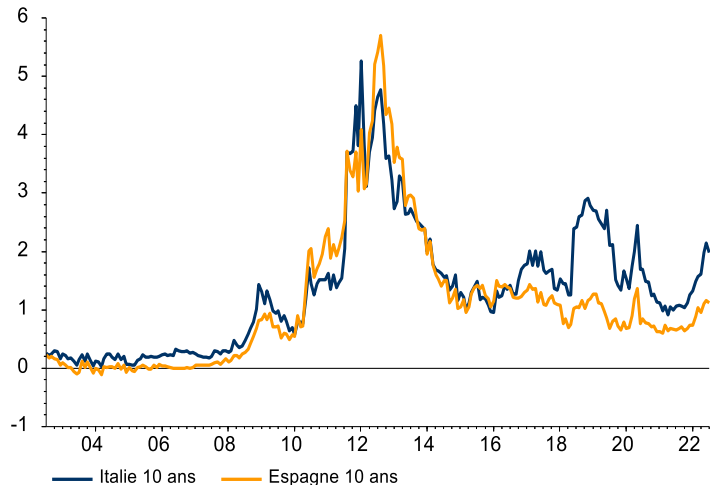
Systemic risk indicator

Indice composite VEGA IM (en points)



Fragmentation zone Euro

Spreads vs Bund (points de base)



Source : Refinitiv Datastream / VEGA IM

Achévé de rédiger le 6 juillet 2022

Pour accéder à toutes nos publications et tout savoir sur nos expertises de gestion, rendez-vous sur www.vega-im.com



AVERTISSEMENTS

Ce document est destiné aux clients non professionnels et est produit à titre purement indicatif.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. VEGA Investment Managers ne saurait être tenu responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Ce document ne peut faire l'objet de copies qu'à titre d'information, la copie étant réservée au seul usage privé. Il ne peut pas être utilisé, reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers ou en partie, sans le consentement écrit préalable de VEGA INVESTMENT MANAGERS.

VEGA Investment Managers

115, rue Montmartre, CS 21818 75080 Paris Cedex 02

Tél. : +33 (0) 1 58 19 61 00 - Fax : +33 (0) 1 58 19 61 99 - www.vega-im.com

Société anonyme à conseil d'administration au capital de 1 957 688,25 euros - 353 690 514 RCS Paris –

TVA : FR 00 353 690 514 Société de gestion de portefeuille, agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le numéro GP 04000045 Siège social : 115, rue Montmartre 75002 PARIS