Synthèse Stratégie Groupe Richelieu • **Alexandre Hezez,** Stratégiste

Banque Richelieu FRANCE

Point Mensuel

Juin 2022

Sommaire

Edito • Page 1
Convictions • Page 6
Point Macroéconomique • Page 8
Point Marchés • Page 9

À la recherche du taux neutre ?

Même si le concept est ancien, le taux neutre est le terme à la mode ces dernières semaines dans tous les discours des banquiers centraux

Lors d'un événement organisé par *The Wall Street Journal* au mois de mai, J. Powell a déclaré « ce que nous devons voir, c'est une baisse de l'inflation d'une manière claire et convaincante et nous allons continuer à insister jusqu'à ce que nous la voyons» et rajoute ensuite « si cela implique de dépasser les niveaux largement compris de 'neutre', nous n'hésiterons pas à le faire ». [1]

Même si le concept est ancien, le taux neutre est le terme à la mode ces dernières semaines repris dans tous les discours des banquiers centraux. Il est certes nécessaire de revenir aux concepts fondamentaux de la littérature économique comme pour ajouter un peu plus de crédibilité à leurs actions.

Essayons de définir ce fameux taux neutre. Sur un plan académique, le taux d'intérêt neutre, parfois appelé taux d'intérêt naturel, est le taux d'intérêt réel (net d'inflation) qui permet à l'économie de fonctionner au plein emploi et à la production au niveau maximal tout en maintenant l'inflation constante. En d'autres termes, le taux neutre sera toute chose égale par ailleurs au taux de croissance tendanciel de l'économie utilisé en économétrie [2].

Le taux neutre est en fait un taux théorique. Il existe plusieurs définitions et donc plusieurs méthodes de calcul empirique. **C'est le taux (réel ou nominal) qui serait sans effet sur une économie à l'équilibre et affichant les deux objectifs de la FED : plein emploi et inflation à 2 %.** Une idée simple mais tout aussi complexe dans l'application. En pratique, il est très difficile de fixer ce chiffre. Il y a différentes façons de le définir et presque autant de vues sur ce que doit être son niveau.

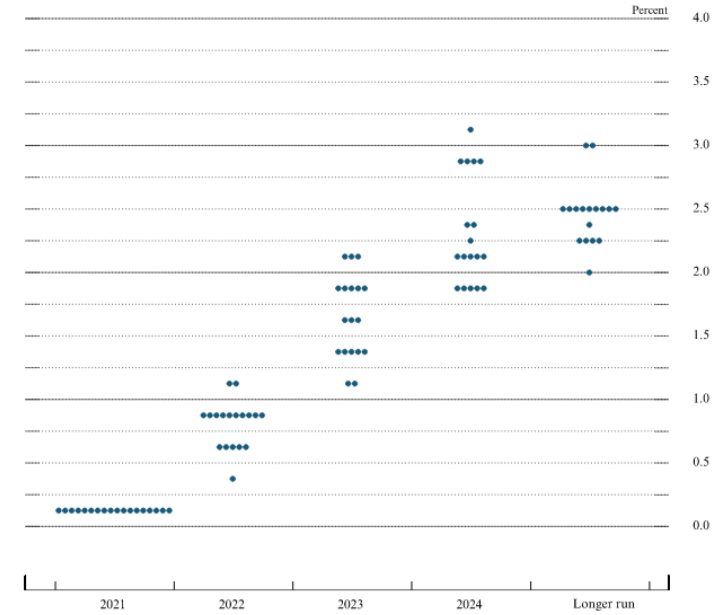
Le taux neutre où les pressions sur les prix s'atténuent et où la production est proche des pleines capacités, ne peut être mesuré mais seulement estimé voire même expérimenté. Il s'agit également d'un objectif mobile qui évolue au fil du temps. Avant 2008, on pensait qu'il était d'environ 5 % dans les économies avancées. En ce moment, il évoluerait entre 2 % et 3 %. Au sein de l'institution elle-même, les membres du comité de politique monétaire du FOMC divergent sur ce que doit être ce taux parfait, comme le montrent les écarts dans leurs projections trimestrielles.

Les décideurs politiques et les chercheurs en économie tentent plutôt d'estimer le taux d'intérêt naturel pour guider la politique monétaire, en utilisant généralement divers modèles économiques pour les y aider. **Ce taux neutre est bien évidemment amené à évoluer en fonction de la conjoncture et des tendances structurelles de l'économie.**

« Le rétablissement de la stabilité des prix pourrait être douloureux. »

J. POWELL Président de la FED

Graphique 1 - Estimation des taux FED des membres du FOMC



NOTE: Each shaded circle indicates the value (rounded to the nearest 1/8 percentage point) of an individual participant's judgment of the midpoint of the appropriate target range for the federal funds rate or the appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. One participant did not submit longer-run projections for the federal funds rate.

Sources : FED

Depuis plusieurs mois, la quasi-totalité des banquiers centraux s'accordent à dire que les taux d'intérêt doivent augmenter pour lutter contre l'inflation galopante. Mais ce qui fait débat, c'est de savoir où ils doivent s'arrêter. Les responsables de la politique monétaire et **les marchés tentent d'évaluer où se situe le niveau « Boucle d'Or » (ni trop chaud, ni trop froid, comme le bol de soupe choisi par Boucle d'Or dans le conte des Frères Grimm),** c'est-à-dire le niveau optimal où une économie n'est ni freinée ni en surchauffe. Mais, après près de 15 ans de faible inflation et de coûts d'emprunt très bas, personne ne sait vraiment à quoi ressemble ce « juste milieu ».

En avril 2022, la Banque du Canada a ramené son estimation du taux neutre nominal — ce que serait le taux d'intérêt si l'inflation était stable et l'économie était au plein emploi — à son niveau pré-pandémique, soit dans une fourchette comprise entre 2 % et 3 %. L'estimation d'avril 2021 de la Banque se situait dans la fourchette comprise entre 1,75 % et 2,75 %. (3)

Tweet de la BCE

Le Gouverneur de la Banque d'Angleterre, Andrew Bailey, a parlé d'une «voie étroite» pour contenir l'inflation sans faire reculer la croissance. La Présidente de la Banque Centrale Européenne, Christine Lagarde, a déclaré que **« les défis auxquels nous sommes encore confrontés sont nombreux » en ce qui concerne l'inflation**. À la BCE, le niveau cible du taux d'intérêt fait débat entre les colombes et les faucons. La normalisation de la politique de la Banque Centrale Européenne ne doit pas être assimilée à un retour des taux d'intérêt à un niveau neutre a déclaré Fabio Panetta, membre du conseil d'administration de la BCE, remettant en cause un point de vue présenté par d'autres, dont la présidente de la BCE. Christine Lagarde avait insisté : « si nous constatons que l'inflation se stabilise à 2 % sur le moyen terme, une poursuite progressive de la normalisation des taux d'intérêt vers le taux neutre sera appropriée ». **Elle évoque même la possibilité d'une poursuite de la hausse « au-delà du taux neutre » si l'économie de la zone euro était en surchauffe**. Une économie européenne en surchauffe ? Une question qui peut aussi faire débat !

Cependant, on comprend plus aisément qu'aux Etats-Unis où le plein-emploi est en passe de virer au casse-tête pour la première économie mondiale, la volonté affichée de ralentir l'économie donc l'inflation en haussant les taux d'intérêt au-delà du sacro-saint taux neutre est crédible. 4,5 millions de travailleurs ont quitté leur emploi en mars, selon les dernières données du Bureau of Labor Statistics, institut public de statistiques rattaché au département du Travail. **La plus forte hausse du nombre de démissions a été enregistrée dans le secteur des services professionnels et des services aux entreprises, mais aussi dans le secteur de la construction.** Les salaires augmentent et les pénuries de main-d'œuvre sur le marché du travail se généralisent. Powell promet de relever les taux jusqu'à ce que les prix baissent de façon claire et convaincante. Le Président de la FED dit qu'il n'hésitera pas à augmenter les taux au-delà du point neutre.

L'économie est suffisamment forte pour résister au resserrement et selon M. Powell : « Il s'agit d'une économie forte et nous pensons qu'elle est bien placée pour résister à une politique monétaire moins accommodante ». « Le rétablissement de la stabilité des prix pourrait être douloureux, mais nous pensons que nous pouvons maintenir un marché du travail solide. Une politique monétaire plus stricte » donc potentiellement au-delà du taux neutre…

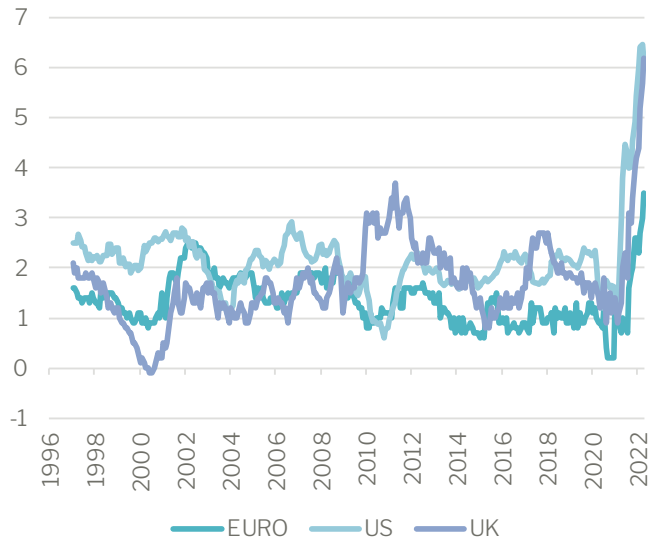
« Normal ne signifie pas neutre… le processus de normalisation ne devrait pas être évalué par rapport à des points de référence inobservables, tels que le taux d'intérêt naturel ou neutre»

Fabio Panetta, Membre du directoire de la BCE

Tout le monde essaie de comprendre où se situe le taux neutre et où aboutira le cycle de resserrement.

Le risque est que les responsables politiques se trompent et laissent l'inflation échapper à tout contrôle en maintenant les taux trop bas ou déclenchent une récession brutale en les augmentant à un niveau insupportable pour l'économie.

Graphique 2 - Core inflation (hors énergie et produits alimentaires) en zone Euro, Royaume-Uni et Etats-Unis



Sources : FED

Les responsables de la FED ont relevé les taux d'intérêt de 50 points de base pour les porter à 1 % lors de leur dernier vote et devraient augmenter les coûts d'emprunt de 50 points de base supplémentaires à chacun de leurs deux prochains votes, ce qui leur permettra d'atteindre la fourchette cible (entre 2 % et 3 % en intégrant une inflation de 2 %) dans le courant de l'année. **Mais d'autres pensent que le taux neutre est plus élevé ;** Bill Nelson, ancien Directeur adjoint de la division des affaires monétaires du conseil de la FED, maintenant économiste en chef au Bank Policy Institute, le situe entre 4,5 % et 6,5 %.

La BoE estime que le point mort est encore plus bas au Royaume-Uni. Ses prévisions montrent que l'inflation dépasse constamment l'objectif de 2 % si les taux d'intérêt restent à leur niveau actuel de 1 %, mais qu'elle n'atteindra pas cet objectif si les taux augmentent à 2,5%. Cela suggère que le Comité de politique monétaire estime que le bon niveau se situe quelque part entre ces deux bornes.

Les responsables politiques de la zone Euro pensent qu'il est encore plus bas. Le Gouverneur de la Banque Centrale française, François Villeroy de Galhau, situe le taux entre 1 % et 2 %, le comparant au « moment où, au volant de votre voiture, vous levez le pied de la pédale d'accélérateur lorsque vous vous approchez de la vitesse souhaitée ».

On craint de plus en plus que le point mort ne soit pas suffisant. Derrière les portes closes, les responsables s'inquiètent de plus en plus car certaines économies sont maintenant en surchauffe et les taux devront freiner ce mouvement.

L'inflation, qui atteint aujourd'hui des sommets sur plusieurs décennies des deux côtés de l'Atlantique, pourrait s'avérer plus résistante que prévue, les obligeant à faire basculer l'économie dans une profonde contraction, comme l'avait fait Paul Volcker, Président de la FED, au début des années 1980. Il avait porté le taux des fonds fédéraux à 20 %. Vicky Redwood, ancienne fonctionnaire de la BoE et conseillère économique principale chez Capital Economics, a déclaré : « Si l'inflation élevée est devenue plus ancrée que nous le pensons, alors une récession de type choc Volcker sera probablement nécessaire ». Krishna Guha, ancien membre du personnel de la FED, aujourd'hui Vice-président d'Evercore ISI, a déclaré que la question à laquelle sont confrontées toutes les banques centrales est la suivante : « Serez-vous obligés d'aller au-delà du taux neutre, même si vous devez ensuite redescendre une fois l'inflation domptée ? ».

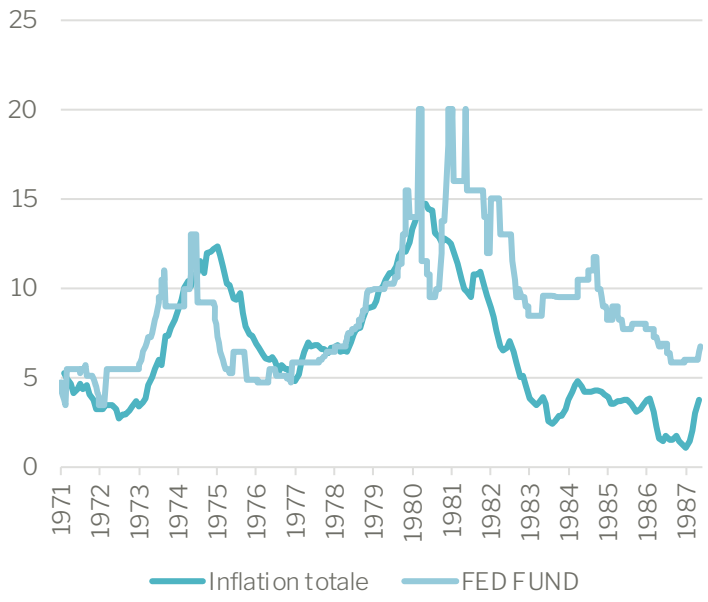
Le taux neutre ne peut être leur seule boussole, mais le concept plaît beaucoup aux investisseurs qui y voient une indication de la direction choisie.

Même si la situation est très différente aujourd'hui, le spectre de la grande inflation des années 1970 ressurgit. De nombreux facteurs l'expliquent. L'objectif politique du plein emploi, vers la fin des années 1960, avait déjà conduit à une inflation élevée, qui n'a fait que s'aggraver ensuite avec les deux chocs pétroliers et la dépréciation du dollar. Mais le facteur-clé a été une politique monétaire inadaptée aux circonstances. On estimait à l'époque que l'inflation traduisait une hausse des prix par les coûts auxquels un contrôle des salaires et des prix pouvait remédier. La situation est très différente aujourd'hui. La FED est une banque centrale indépendante et les anticipations d'inflation restent bien ancrées. Cependant si l'inflation reste trop longtemps supérieure à l'objectif, la Réserve fédérale devra avoir le courage de durcir sa politique monétaire malgré le coût que cela engendrerait pour l'économie.

Powell a déclaré mardi que **« la FED n'hésitera pas du tout à relever les taux au-delà du taux neutre si l'inflation reste élevée »**, ajoutant que les responsables ne savent pas avec « une certaine confiance » où se situe le taux neutre. En zone Euro, il est urgent de ne pas se presser… Le processus de normalisation sera progressif.

Le Directeur de la Banque Centrale néerlandaise, Klaas Knot, est devenu le premier haut responsable de la BCE à évoquer la perspective d'une hausse des taux d'un demi-point en juillet, plutôt que celle d'un quart de point, largement attendue. En plus d'être plus exposée au conflit en Ukraine, la BCE est également gênée par le risque de voir les coûts d'emprunt grimper en flèche dans les pays d'Europe du Sud lourdement endettés comme l'Italie. L'écart entre les coûts d'emprunt à 10 ans de l'Italie et ceux de l'Allemagne est déjà devenu le plus important depuis que la pandémie a provoqué des turbulences sur les marchés de la dette en 2020. Alors que certains responsables de la BCE ont parlé du lancement d'un nouvel instrument pour contrer ce risque, sans un engagement plus ferme, les écarts pourraient exploser et forcer la BCE à prendre un temps d'arrêt sur les hausses de taux.

Graphique 3 - Inflation totale et FED fund entre 1970 et 1987



Sources : Bloomberg & Richelieu Gestion

Le taux neutre ne peut être leur seule boussole mais le concept plaît beaucoup aux investisseurs qui y voient une indication de la direction choisie par la FED et les Banques Centrales en général. L'outil constitue aussi un instrument supplémentaire bienvenu dans un environnement incertain, alliant plein emploi et quasi-absence d'inflation. Les outils traditionnels - l'emploi, la croissance, l'inflation - ne permettent plus à eux seuls de comprendre où en est l'économie. La FED a besoin d'autres indicateurs et le taux neutre peut en faire partie.

Difficile d'établir un taux neutre approprié actuellement. Le rythme et l'ampleur de ces hausses de taux ne pouvaient être déterminés d'emblée en raison des incertitudes sur l'offre, avec les restrictions liées au COVID-19 en Chine et les répercussions de la guerre en Ukraine. **Toutes ces raisons peuvent faire varier à la hausse ou à la baisse les contributions mathématiques au modèle du taux neutre.**

« Ce dont nous avons vraiment besoin c'est de faire redescendre la croissance de ses niveaux très élevés de l'an dernier, qu'elle ralentisse tout en restant positive »

J. POWELL Président de la FED

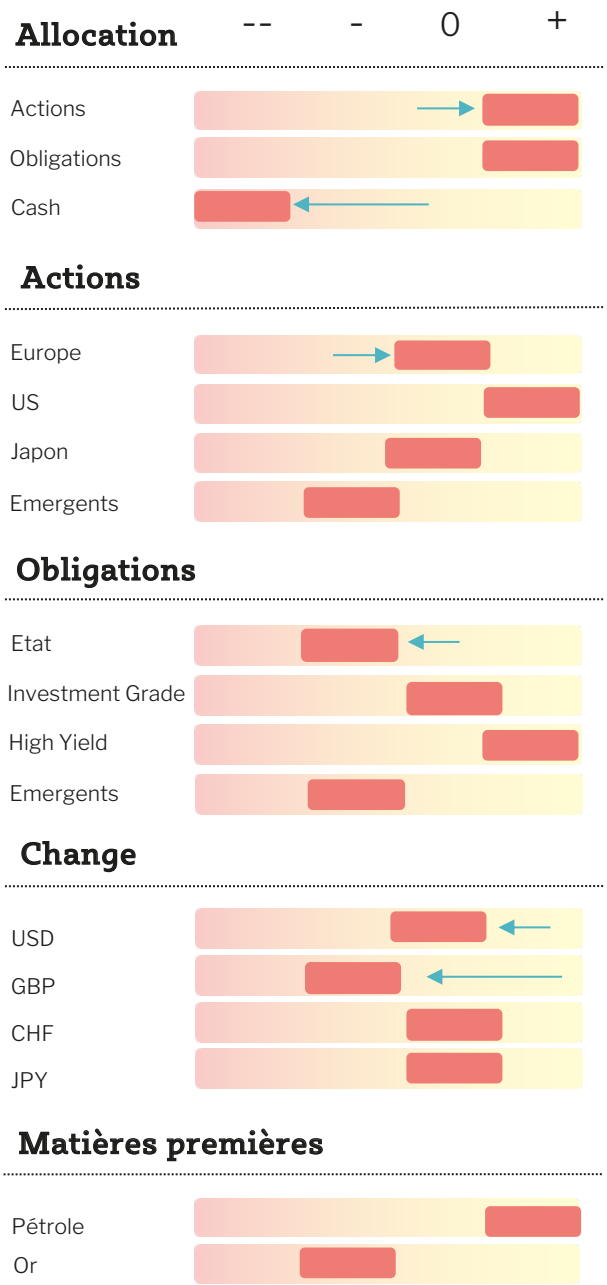
Tweet de la Federal Reserve [4]

J. Powell avoue lui-même ne pas savoir « avec certitude où est le taux neutre ». Le Président de la puissante Réserve Fédérale a par ailleurs averti « qu'il existe un risque que le déséquilibre persiste entre l'offre et la demande sur le marché du travail ». Dans six des huit dernières de campagnes visant à contenir l'inflation depuis les années 1970, lorsque la FED a relevé les taux jusqu'à, ou au-dessus, d'un taux « neutre », une récession a suivi peu de temps après. La Banque Centrale américaine pourrait éviter de provoquer une récession du type de celle des années 1980 en essayant de faire baisser l'inflation. Il y a des signes timides sur le fait que l'inflation ait atteint un sommet.

Ce serait bienvenu pour les décideurs de la FED qui souhaitent éviter d'être plus agressifs et montrer ainsi la crédibilité de leurs actions. La récession est certainement un risque important compte tenu du montant des dettes accumulées lors de la crise du Covid. **J. Powell espère évidemment ne pas se diriger vers cette alternative récessionniste…**

(1) https://www.wsj.com/articles/feds-powell-to-take-wsj-questions-on-inflation-and-economic-outlook-11652779802
(2) https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_45_etu_1.pdf
(3) https://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2022/04/san2022-3fr.pdf
(4) https://twitter.com/federalreserve/status/1526626272113311744

POSITIONNEMENT PAR RAPPORT AUX CRITÈRES DE RISQUE



PRÉFÉRENCES

SECTEUR : CONSOMMATION US
ENERGIE, CROISSANCE DEFENSIVE, BANQUES

GRANDES CAPITALISATION

HIGH YIELD EUROPE

Une fenêtre pour un scénario positif ?

Les pressions salariales à la hausse, les loyers, la rareté du pétrole et du gaz, un changement significatif de la mondialisation et la transition écologique ne sont que quelques-unes des raisons pour lesquelles nous pensons que l'inflation est plus susceptible d'être structurelle que transitoire.
Mais cela ne veut pas dire que l'inflation n'a pas atteint un sommet. En ce qui concerne l'impact sur l'économie, historiquement, **la fenêtre est étroite**.
Pour l'instant nous accordons au Président J. Powell le bénéfice du doute en pensant que la FED peut provoquer un ralentissement de l'activité économique qui fera baisser l'inflation sans provoquer de récession. Certes, le marché va rester très volatil en s'inquiétant de la publication de chiffres économiques de mauvais augure mais d'une certaine manière c'est exactement la volonté de la FED dans sa détermination à lutter contre l'inflation. **Nous pourrions résumer la méthode Powell par « freiner la demande pour contenir les anticipations d'inflation sans provoquer de récession ».**

Nous allons accompagner un marché qui va rester volatil au gré des doutes sur la capacité de l'économie à maintenir une croissance modérée. Cependant, nous avons à court terme **une conviction plus positive sur les actions**. Deux conditions sont nécessaires à notre scénario **: reflux de l'inflation aux US et début de déconfinement en Chine**. Ces deux items sont en partie liées. Même si les autorités chinoises maintiennent leur politique « zéro-covid », l'impact économique négatif récent devrait les forcer à adapter le processus anti-pandémie futur. La perspective d'un rebond de l'économie chinoise est propice à la fluidification des chaînes d'approvisionnement mondiales et, par voie de conséquence, à des pressions inflationnistes à moyen terme (prix des produits manufacturiers). **A court terme, elle devrait se traduire aussi par une hausse des cours des matières premières et notamment énergétiques.**
Nous privilégions en relatif, les actions US du fait de leur éloignement par rapport aux conséquences géopolitiques, une banque centrale en avance dans son processus de normalisation, des résultats opérationnels des entreprises au 1er trimestre qui laissent espérer des niveaux appréciables en fin d'année (Earning per share estimé à 220 USD contre 207 USD en 2021) malgré des baisses de marges sur la deuxième partie d'année qui seront inéluctables.

En ce qui concerne les actions européennes, nous privilégions les secteurs financiers, l'énergie et les valeurs liées à la transition. Le consommateur devrait continuer à souffrir sur fond de détérioration des conditions financières et de hausses des taux immobiliers. L'effet « richesse » s'estompe et les taux d'épargne ont largement diminué depuis un an. Cela devrait permettre une hausse des taux de participation et apaiser les pressions salariales dans un deuxième temps.

Cependant, les dernières publications d'entreprises de distribution américaine montrent que les dépenses de consommation restent fortes. Le problème provient principalement de la gestion des stocks de marchandises qui perdent de la valeur avec le temps (un autre indicateur positif sur l'inflation !) et d'un changement dans les habitudes de dépenses des biens (principalement les biens durables et les biens pour la maison) vers les services, ce qui est évident dans l'amélioration rapide des tendances des compagnies aériennes et des restaurants.

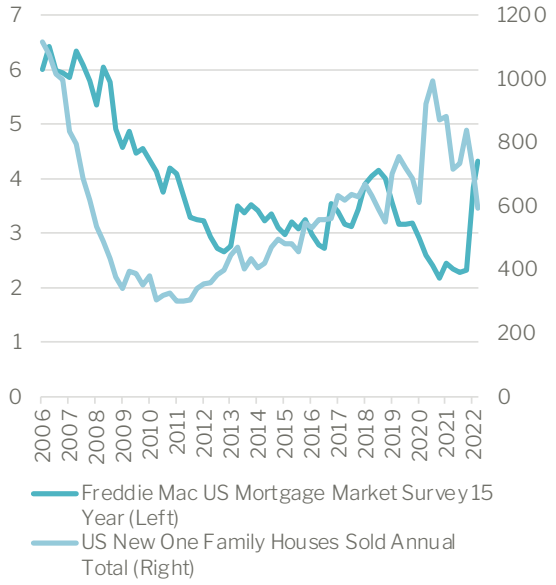
En ce qui concerne les marchés obligataires, les taux de défaut des entreprises devraient remonter au niveau pré-pandémique. Avec des spreads qui ont quasi doublé des deux côtés de l'Atlantique depuis début 2022, la valorisation du crédit paraît attractive même si les incertitudes restent fortes. Une reprise du marché primaire est un signal encourageant sur la dynamique et nous incite à l'optimisme. Nous continuons à augmenter notre exposition crédit car les rendements redeviennent attractifs à 6% pour le « crossover », ce que nous privilégions depuis plusieurs mois (notations entre BBB et BB). La détente des spreads de crédit en fin de mois semble nous donner raison mais nous restons évidemment attentifs. **Sans baisse des spreads, toute hausse des actifs risqués ne serait que temporaire.**

Le taux de rendement des emprunts d'Etat à 10 ans a fortement augmenté. En phase de resserrement monétaire, la courbe des taux s'aplatit traditionnellement. Les taux longs semblent ainsi avoir déjà anticipé l'essentiel des hausses à venir. L'objectif de 3,15% (déjà atteint début mai) et 1,5 % (jamais atteint depuis 2014) respectivement sur les taux US et allemand à 10 ans restent des niveaux d'achat.

Nous restons négatifs sur l'ensemble des pays émergents hors Chine du fait de l'impact inflationniste fort (notamment sur les produits alimentaires) et de la réaction des banques centrales sur l 'économie pour contenir les devises.

ET SI LA FED AVAIT FAIT LE BOULOT !

Vente maisons neuves versus taux immobiliers US



Sources : Bloomberg & Richelieu Gestion

Les minutes de la dernière réunion de politique monétaire de la FED sont particulièrement instructives. La priorité est indiscutablement à la lutte contre l'inflation, de manière unanime entre les membres, mais pas d'évocation d'une hausse des taux directeurs qui passerait par des pas de 75 pb à l'issue de la prochaine réunion du 15 juin. **Les membres préfèrent, de manière large, accélérer à court terme la remontée de ces taux directeurs afin d'avoir l'option, si possible, de ralentir plus tard** en fonction de l'évolution du contexte économique. Notons sur ce point, la mention explicite de premiers signes de difficultés pour certaines entreprises face à la hausse des prix, qui se sont d'ailleurs confirmés depuis via une série de statistiques, en particulier dans le domaine immobilier. Le fait d'envisager de ralentir pourrait même aller jusqu'à ne pas passer par le stade d'une politique monétaire restrictive. Dans le but de revenir à la situation d'avant-crise, la FED considère clairement l'option de vendre de la dette immobilière qu'elle détient bien engagée, dans son Quantitative Tightening, en maintenant à minima sa détention en obligations souveraines. **Ceci ne peut qu'entretenir une tension sur les taux immobiliers, d'ailleurs volontaire de la part de la FED, afin de calmer ce pan de l'économie qui est en surchauffe.** Après avoir pris beaucoup de retard dans la normalisation de sa politique monétaire, elle a accéléré le mouvement et pourrait non seulement contenir l'inflation mais aussi permettre un atterrissage en douceur en évitant une récession. Même Esther George, présidente de la FED de Kansas City est souvent perçue comme le membre le plus hawkish du FOMC. Elle a indiqué qu'il faudrait voir « quelque chose de très différent » pour passer à des hausses de taux d'amplitude plus élevée » et qu'il est « trop tôt pour repérer à quel niveau les taux devront être relevés mais que si la consommation venait à changer, la FED n'aurait pas besoin d'aller loin. »

Les membres préfèrent, de manière large, accélérer à court terme la remontée de ces taux directeurs afin d'avoir l'option, si possible, de ralentir plus tard en fonction de l'évolution du contexte économique.

INFLATION : PRESSION SUR LA BCE

La réaction de la BCE à cette évolution a été relativement tardive par rapport à celles d'autres grandes banques centrales. Cependant, ses dirigeants affichent désormais clairement leur volonté de remonter les taux pour éviter un ancrage durable des anticipations d'inflation. N**ous pensons que la sortie des taux négatifs en zone euro devra se faire dès septembre avec deux hausses de taux, l'une en juillet et l'autre en septembre.** L'action de la BCE sera évidemment graduelle mais certaine pour éviter tout dérapage des anticipations d'inflation qui provoquerait un mouvement haussier très dommageable sur les taux souverains à long terme. La hausse de l'inflation contribue à affaiblir la cohésion des décideurs politiques de l'UE pour faire face au retour du risque de chocs asymétriques sur les marchés financiers (les écarts de taux 10 ans italiens à surveiller). Dans ce contexte, on ne sait pas non plus quel type de nouvel outil pourrait être annoncé pour faire face à un retour du risque de fragmentation financière mais il faudra trouver un mécanisme dès le mois de juillet. Ce qui est notre scénario… Jusqu'à présent, les réinvestissements liés au PEPP pourraient être ajustés de manière flexible. Même si ce n'est pas explicite, la faiblesse de l'euro est un sujet préoccupant qui amplifie l'inflation importée des matières premières. Une attention particulière devra être portée pour que le processus de normalisation de la politique monétaire se déroule de manière ordonnée et pour empêcher l'émergence de toute fragmentation du marché. A court terme, la BCE n'a pas vraiment le choix : elle doit apparaître beaucoup moins accommodante que ses consœurs anglo-saxonnes. L'euro devrait profiter à court terme de ce changement d'attitude ou tout au moins s'éloigner de la parité.

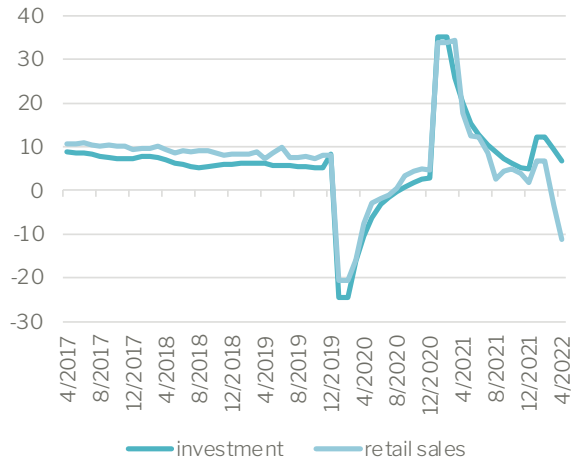
Inflation en Zone Euro

Sources : Bloomberg & Richelieu Gestion

CHINE : DES ÉLÉMENTS POSITIFS SE METTENT EN PLACE MALGRÉ LA SITUATION

L'instauration de mesures restrictives pour lutter contre la propagation de la Covid-19 a logiquement affaiblie très nettement l'activité chinoise. La Chine a tenu une rare réunion nationale par téléconférence mercredi 25 mai pour soutenir une économie malmenée par le Covid. Le sujet principal de la conférence s'est concentré sur les défis actuels pour que le pays atteigne son objectif de croissance du PIB d'environ 5,5 % pour l'année. Si le Premier Ministre Li n'a pas critiqué la politique du zéro Covid ou suggéré de s'en écarter, il a montré une frustration palpable face à la lenteur avec laquelle les gouvernements locaux ont mis en œuvre les mesures de relance adoptées ces derniers mois. Même si le PMI manufacturier chinois pour le mois de mai est toujours en contraction à 49.6, nous rehaussons notre positionnement d'investissement sur la Chine. **Les signaux positifs pour l'économie se multiplient à mesure que les restrictions sanitaires relatives à la stratégie « zéro-Covid » se lèvent.** Dans les régions où le nombre de cas est sous contrôle, les pouvoirs publics engagent des mesures de soutien de l'activité (Shanghai et nord-est du pays). Les autorités chinoises ne vont sans doute pas abandonner la stratégie de zéro Covid à brève échéance, mais sa mise en place devrait s'assouplir et permettre une reprise dans la deuxième partie de l'année. **Le seul élément qui nous parait négatif reste le positionnement géopolitique de la Chine face à la Russie et Taiwan qui serait de nature à inverser notre opinion.** Nous restons négatifs sur l'ensemble des pays émergents hors Chine du fait de l'impact inflationniste fort et de la réaction des banques centrales sur l'économie pour contenir les devises sans pouvoir mettre en action des mesures de soutien.

Croissance de l'investissement et des ventes au détail en Chine

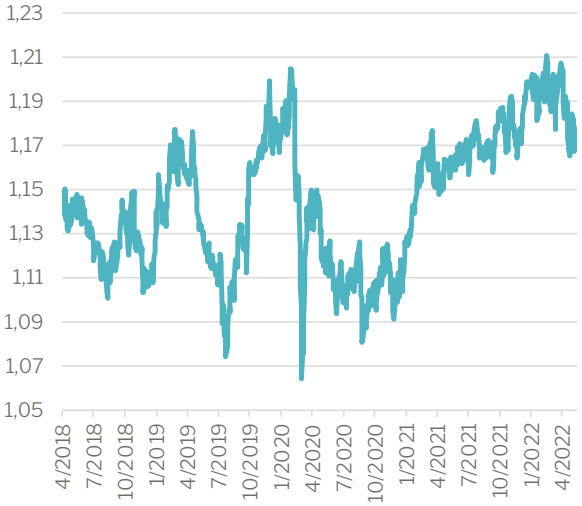


Sources : Bloomberg & Richelieu Gestion

GBP : L'ÉCONOMIE BRITANNIQUE SOUFFRE ET PÉNALISE LA LIVRE STERLING

La publication des indices PMI de mai a envoyé un signal bien plus inquiétant au Royaume-Uni avec une rechute plus notable. Si l'indicateur se situe encore en territoire d'expansion, ceci témoigne toutefois de l'impact élevé sur l'activité de la hausse des coûts, notamment énergétiques avec le mécanisme du « price cap » qui avait été relevé d'environ 50 % en avril. Celui-ci devrait connaître une nouvelle hausse en octobre ce qui amplifiera l'impact sur la croissance économique. Le taux d'inflation passera le cap des 10 % d'ici la fin de l'année. Face à cette situation, la Banque d'Angleterre pourrait donc se voir contrainte de lever le pied plus rapidement que ce qu'elle n'aurait espéré en matière de hausses des taux directeurs. **Contrairement à la zone Euro, il n'y aura pas de soutien budgétaire pour limiter la chute de l'activité puisque le gouvernement est dans une phase de réduction des déficits publics et souhaite même limiter la hausse des salaires dans le secteur public, ce qui pénalisera le pouvoir d'achat de nombreux britanniques**. Dans ce contexte, nous dégradons notre vue sur la livre sterling au cours des prochains mois, d'autant plus que les risques politiques ne sont pas loin autour du Brexit. Le gouvernement britannique prévoit de déposer dans les trois semaines une loi remettant en cause le protocole nord-irlandais, un point pouvant entraîner des rétorsions économiques et douanières de la part de Bruxelles.

GBP versus EURO

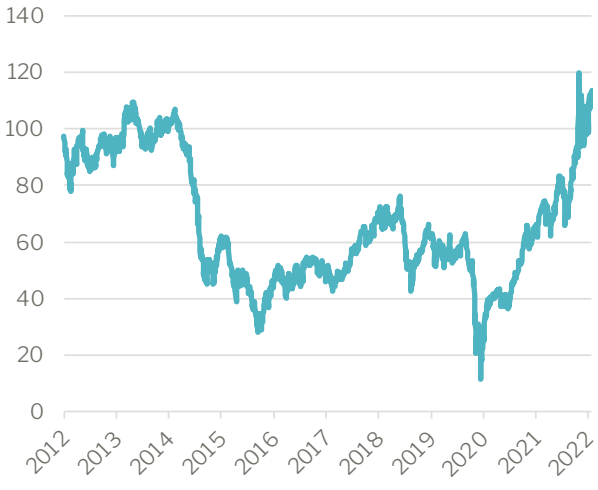


Sources : Bloomberg & Richelieu Gestion

PÉTROLE : UNE HAUSSE IRRÉPRESSIBLE

Nous rehaussons la fourchette de prix du pétrole sur la deuxième partie de l'année de 100/ 110 USD à 115/125 sur le WTI. Les signaux positifs pour la Chine arrivent à mesure que les restrictions sanitaires relatives à la stratégie « zéro-Covid ». A court terme, elle devrait d'abord se traduire par une hausse des cours des matières premières, d'autant que les autorités semblent vouloir relancer les investissements pour tenter d'approcher l'objectif de croissance. En fin de mois, les Européens valident l'embargo contre le pétrole russe par voie maritime. En tenant compte également des décisions unilatérales de l'Allemagne ou de la Pologne de stopper également leur approvisionnement par oléoducs, environ 90 % des importations européennes de pétrole russe seront bloquées à la fin d'année. **Du côté des US, les niveaux de stocks restent au plus bas et devraient aussi alimenter un maintien des cours à un niveau élevé**. Du côté de l'offre, même le Président américain Joe Biden a appelé à plusieurs reprises l'Arabie Saoudite à augmenter sa production de pétrole. **De nombreux pays ne souhaitent plus laisser dicter leur conduite par l'Occident**. Les investissements ont chuté pendant la pandémie et les installations pétrolières, dans certains cas, n'ont pas été bien entretenues. Les hausses de production restent pour l'instant très limitées.

Prix du WTI (2e écheance)



Sources : Bloomberg & Richelieu Gestion

BANQUES EUROPÉENNES : UNE RÉGULATION PLUS FAVORABLE À VENIR

Le secteur des banques européennes reste coincé entre deux forces contraires : d'une part les taux élevés entrainant à la hausse les revenus d'intérêts et d'autre part le contexte de stagflation menant à un coût du risque plus élevé. Alors que les titres semblent « pricer » le second scénario, nous nous attendons à ce que le secteur bénéficie plutôt du premier élément, d'autant que l'on prévoit que la BCE augmente ses taux en juillet. **Les banques européennes devraient bénéficier prochainement de l'accord des régulateurs pour commencer à traiter la zone Euro comme un seul marché dans la détermination des exigences de fonds propres pour les principales banques.** Selon les documents du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, les banques ayant leur siège dans l'Union bancaire européenne, qui comprend principalement les pays partageant l'euro, verront leurs expositions transfrontalières au sein du bloc traitées comme des expositions nationales, considérées comme moins risquées. Les changements devraient être annoncés ce mardi 31 mai et pourraient également faciliter les rachats transfrontaliers, puisqu'ils permettraient aux banques de conclure des transactions dans le bloc sans être automatiquement confrontées à la menace d'exigences plus strictes en matière de capital. L'allègement en capital est favorable pour les banques européennes diversifiées en Europe. Cette décision est donc favorable aux actionnaires mais aussi aux détenteurs de dettes subordonnées dont les rentabilités ont fortement augmenté ces derniers mois.

Rapport indice Eurostoxx bank / Indice Eurostoxx

Sources : Bloomberg & Richelieu Gestion

Banque Richelieu
FRANCE

Disclaimer

Ce document a été produit par Richelieu Gestion, Société de gestion filiale de la Compagnie Financière Richelieu. Ce document peut être fondé notamment sur des informations publiques. Bien que Richelieu Gestion fasse tous les efforts pour utiliser des informations fiables et complètes, Richelieu Gestion ne garantit en aucune manière que les informations présentées dans ce document le soient. Les avis, opinions et toutes autres informations figurant dans ce document peuvent être modifiés sans préavis.

Les informations, opinions et estimations contenues dans ce document n'ont qu'un caractère purement informatif. Aucun élément ne peut être considéré comme un conseil en investissement ou une recommandation, un démarchage, une sollicitation, une invitation ou une offre de vente ou de souscription relatif aux titres ou instruments financiers mentionnés. Les informations fournies concernant la performance d'un titre, ou d'un instrument financier se réfèrent toujours au passé. La performance passée de titres ou instruments financiers n'est pas un indicateur fiable de leur performance future.

Tout investisseur potentiel doit procéder à sa propre analyse des aspects juridiques, fiscaux, comptables et réglementaires de chaque opération, au besoin avec l'avis de ses conseillers habituels, afin de pouvoir déterminer les avantages et les risques de celle-ci ainsi que son adéquation au regard de sa situation financière particulière. Il ne s'en remet pas pour cela à Richelieu Gestion.

Enfin, le contenu des documents de recherche ou d'analyse ou leurs extraits éventuellement attachés ou cités peuvent avoir été altérés, modifiés ou résumés. Ce document n'a pas été élaboré conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. Richelieu Gestion n'est pas soumis à l'interdiction d'effectuer des transactions sur le ou les titres ou instruments financiers mentionnés dans ce document avant sa diffusion.

Les données de marché sont issues de sources Bloomberg.

wwwbanquerichelieufrance.com

Banque Richelieu France • 1-3-5, rue Paul Cézanne • 75008 Paris • Tél. : +33 (0)1 42 89 00 00 • Fax : +33 (0)1 42 89 62 29 • banquerichelieufrance.com
Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 118 700 000 € • 338 318 470 RCS Paris • Banque prestataire de services d'investissement
Garantie financière et responsabilité civile professionnelle conformes aux articles L.512-7 et L.512-6 du Code des assurances • Intermédiaire en assurance
N° ORIAS 08 042 935 (www.orias.fr)
FILIALE DE LA COMPAGNIE FINANCIÈRE RICHELIEU