

Point Mensuel

Février 2024

Sommaire

Edito • Page 1

Allocation • Page 8

Tableau d'allocation • Page 12

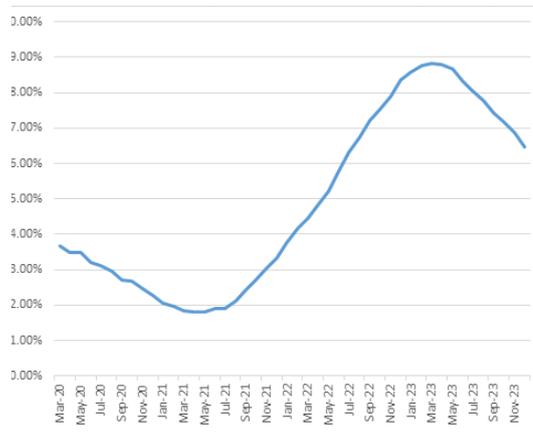
Mieux vaut tarder un peu que reculer après...

Pour les prochaines semaines, le match entre la Banque Centrale Européenne et la Fed reste très attendu pour savoir qui baissera les taux en premier. Si les atermoiements des gouverneurs seront dans tous les discours officiels, on ne parle plus dorénavant de conditions restrictives. Malgré tout, les enjeux sont bien différents entre les Etats-Unis et l'Europe. Aux États-Unis, l'économie a été d'une incroyable résilience ; en Europe, les agents économiques commencent juste à se remettre des hausses des taux historiques.

PIB annualisé US versus Zone Euro



Inflation sur les loyers (résidences principales)



Aux États-Unis, le PIB ressort nettement au-dessus des prévisions du quatrième trimestre, affichant +3,3% sur un trimestre annualisé (contre 2% anticipé), principalement tiré par la consommation des ménages. La Fed a tenté de recadrer les attentes de baisse des taux pendant le mois estimant qu'elles étaient beaucoup trop fortes. C. Waller (gouverneur de la Fed) explique que la politique actuelle est adéquate face à la désinflation et au ralentissement, notamment dans l'emploi. Selon lui, si éviter un resserrement excessif est crucial, il ne faut pas précipiter les choses. **L'inflation semble s'enraciner mais réduite cette année grâce à la résolution de déséquilibre offre-demande.** Le logement reste préoccupant, avec l'espoir non réalisé d'une détente des loyers, le dernier rapport CPI montrant leur poids en décembre. Il est prématuré de ralentir la réduction du bilan, mais cette discussion deviendra pertinente avec l'impact sur la liquidité du marché.

La déclaration officielle indique désormais : «le comité ne s'attend pas à ce qu'il soit approprié de réduire la fourchette cible avant d'avoir acquis une plus grande confiance que l'inflation se dirige de manière durable vers 2 %». La FED ne cherche pas à ce que l'inflation atteigne 2 % une seule fois ; « Nous cherchons à ce qu'il se stabilise à 2 %. Nous ne voulons pas que l'inflation descende en dessous de 2 %. » J. Powell.



Source : X (anciennement Twitter)

La question essentielle reste le concept de «plus grande confiance» selon la Fed !

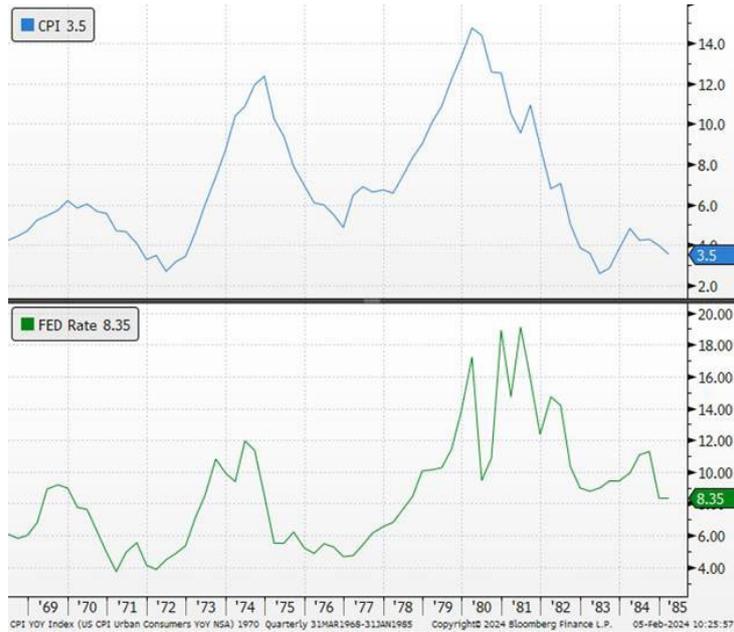
Nous pensons que cela nécessitera un ralentissement supplémentaire de la croissance des salaires à 3,5%. Au-delà du communiqué officiel, le président Powell a réitéré sa position plutôt dovish lors de sa conférence de presse, soulignant l'engagement intense de la Fed à parvenir à un «atterrissage en douceur». M. Powell a déclaré : «Nous ne cherchons pas à affaiblir le marché du travail», ce qui constitue un changement notable par rapport à ses déclarations antérieures qui établissaient un lien entre un taux de chômage plus élevé et la réalisation de l'objectif d'inflation.

Les risques incluent une possible réaccélération de l'inflation, bien que peu probable à court terme. Le risque majeur est une stabilisation inflationniste incompatible avec le mandat. Des efforts sont faits pour éviter une nouvelle vague inflationniste et la nécessité de remonter les taux avant 2025, écartant les erreurs des années 70.

Ceci est positif et reflète la crédibilité de la Fed auprès des marchés. Concernant les risques, une réaccélération de l'inflation est toujours possible, mais peu probable à court terme. Le risque le plus probable est que l'inflation se stabilise à un niveau jugé incompatible avec leur mandat d'inflation.

Nous pensons que tout est mis en œuvre, tant dans le discours que dans l'action, pour éviter une autre vague d'inflation et être contraint de remonter les taux avant fin 2025. Tout est fait pour éviter les déboires des années 70. C'est en soi une bonne nouvelle et témoigne d'une volonté d'être crédible vis-à-vis des marchés dans le temps.

Inflation et taux Fed dans les années 70



Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

En zone euro, les données du PIB au quatrième trimestre ont surpris positivement avec une croissance nulle qui fait suite à une légère contraction au trimestre précédent. Les effets du resserrement monétaire et les pertes de pouvoir d'achat des ménages ont clairement pesé sur la demande domestique. Entre une Allemagne qui a connu une croissance négative, une France qui stagne et l'Italie, l'Espagne et le Portugal qui accélèrent, les disparités restent très fortes. Au niveau de l'inflation, les chiffres montrent aussi des disparités entre les pays. Un écart de plus en plus grand s'opère entre le couple franco-allemand en difficulté et le reste de la zone euro qui repart de l'avant en profitant de la chute de l'inflation et du soulagement des ménages en matière de pouvoir d'achat.

Indicateurs PMI dans les principaux pays de la Zone Euro



Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

Les perspectives devraient progressivement s'améliorer au fil des mois alors que la consommation trouvera un nouveau facteur de soutien avec l'augmentation des salaires réels tandis que la phase de déstockage dans l'industrie touche à son terme. Le PMI composite de la zone euro est en légère hausse en janvier. L'amélioration de l'indice du secteur manufacturier est plus importante que prévu mais dans les services, on assiste à une dégradation. La composante emploi se stabilise. La confiance s'améliore pour le 4ème mois consécutif avec de meilleures perspectives d'activité à un an.

Confiance du consommateur en Zone Euro



Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

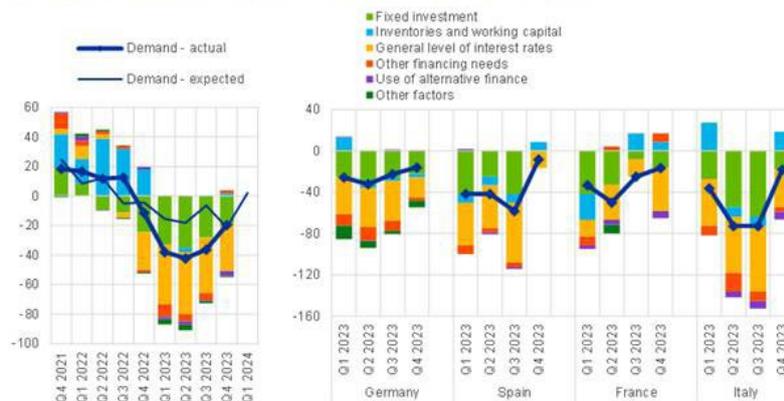
Une amélioration de l'activité devrait s'opérer en 2024 grâce à une poursuite de la désinflation, y compris des coûts payés par les entreprises et des hausses de salaires permettant de plus que compenser l'inflation, de soutenir la confiance des ménages et de relancer la demande domestique. Au niveau des entreprises, nous devrions assister à la reprise de la production industrielle grâce à la fin du déstockage. **Le rebond de la croissance restera très modeste malgré tout (+0,5 % en 2024).**

Si la croissance économique a été substantiellement affaiblie en fin d'année 2023, les indicateurs avancés (climat des affaires de la zone euro de janvier) témoignent d'une stabilisation voire d'un début de rebond. Une autre bonne nouvelle se trouve dans la distribution du crédit bancaire. Le message relayé par l'enquête trimestrielle du Bank Lending Survey de la BCE montre la fin de la dégradation. Le durcissement des conditions d'octroi de crédits bancaires s'étiole et la demande se dégrade bien moins rapidement qu'en 2022 et 2023.

Évolution de la demande de prêts ou de lignes de crédit aux entreprises

Chart 6
Changes in demand for loans or credit lines to enterprises, and contributing factors

(net percentages of banks reporting an increase in demand, and contributing factors)

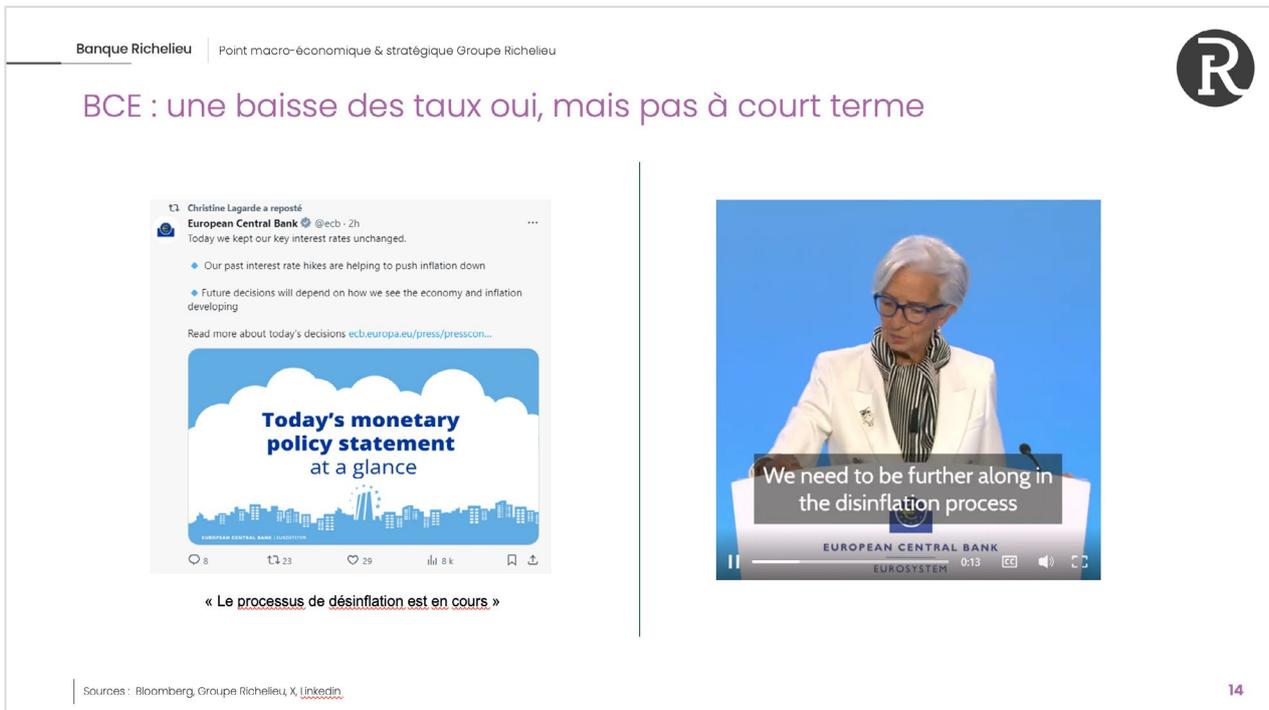


Source : BCE ([Cliquez ici](#))

Les banques anticipent pour la première fois depuis 2022 un léger rebond de la demande de prêts tant des entreprises que des ménages malgré des conditions d'octroi de crédit toujours durcies. Le principal risque reste encore dans la dynamique d'inflation qui pourrait surprendre par sa résilience alors que le prix du pétrole rebondit, des tensions sur les chaînes d'approvisionnement réapparaissent liées en grande partie à la géopolitique dans la mer Rouge. Le taux de chômage en zone euro est toujours sur un point bas historique à 6,4 %, un élément qui constitue une possible source d'inquiétude quant au rythme de hausse des salaires.

Christine Lagarde, lors de sa dernière conférence de presse, a déjà bien identifié le problème et devrait maintenir un discours de rigueur. **Nous pensons qu'il y aura 3 baisses de taux cette année (nous sommes loin des 7 ou 8 prévues par le marché)**. À l'image de la situation diverse des pays de la zone Euro, des divergences croissantes se manifestent concernant la date de la première baisse des taux directeurs. Le gouverneur portugais, M. Centeno, qui fait partie des plus « dovish », a déclaré hier que la BCE devrait commencer à abaisser ses taux directeurs plus tôt que plus tard ; à l'inverse, le gouverneur slovaque P. Kazimir (accompagné de Martins Kazaks (Lettonie) vendredi ou Klaas Knot (Pays-Bas), qui appartient plutôt au camp des « hawkish », s'inquiète toujours des risques d'une baisse prématurée des taux directeurs. **Les prochains indicateurs économiques seront donc cruciaux afin de déterminer la vitesse de désinflation et du rebond de l'activité économique.**

Extrait de la présentation macro-économique du Groupe Richelieu du 30 janvier 2024



The slide features the Banque Richelieu logo in the top right corner. The main title is 'BCE : une baisse des taux oui, mais pas à court terme'. On the left, there is a screenshot of a tweet from the European Central Bank (@ecb-zh) dated today, stating that key interest rates are unchanged. The tweet includes two bullet points: 'Our past interest rate hikes are helping to push inflation down' and 'Future decisions will depend on how we see the economy and inflation developing'. Below the tweet is a graphic titled 'Today's monetary policy statement at a glance'. On the right, there is a video player showing Christine Lagarde speaking at a podium. A subtitle on the video reads: 'We need to be further along in the disinflation process'. At the bottom left of the slide, it says 'Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu, X, LinkedIn'. The number '14' is in the bottom right corner.

Source : Groupe Richelieu

Une tendance baissière sur l'inflation devra se généraliser à l'ensemble de la zone euro afin de permettre à la banque centrale de baisser les taux directeurs même si elle conservera un biais prudent. Les données sur les salaires seront, selon nous, l'élément déclencheur d'une première baisse des taux. Une chose reste certaine, et elle a été rappelée par le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau : **une baisse des taux directeurs aura lieu cette année et désormais toutes les options seront ouvertes à chaque réunion.**

Intervention de François Villeroy de Galhau

 MENU

Nous contacter  Nous trouver  Language : FR  Rechercher 

Accueil > Intervention Gouverneur > La Tribune Dimanche : « L'inflation revi...

Discours

Gouverneur +1

La Tribune Dimanche : « L'inflation reviendra à 2 % d'ici 2025 au plus tard »

Les intervenants

 François Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France

28 Janvier 2024



LA TRIBUNE DIMANCHE- L'inflation recule, la plupart des pays de la zone euro ont échappé à la récession en 2023. Quel regard portez-vous sur l'économie européenne en ce début d'année ?

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU- Sur la seule conjoncture économique, les incertitudes ont plutôt tendance à un peu diminuer. Nous avons d'ailleurs très peu modifié nos prévisions entre septembre et décembre. Il y a un ralentissement de l'activité, en France comme en Europe. Et, plus positivement, un net recul de l'inflation.

Source : Banque de France ([Cliquez ici](#))



Nous restons dans la continuité du 1^{er} novembre, date à laquelle Jerome Powell a sonné le glas de la hausse des taux. Tant qu'il n'y aura pas d'inversion dans le processus de désinflation en Europe et aux États-Unis, les marchés auront confiance dans une normalisation progressive des politiques monétaires et un desserrement des conditions de crédit.

Inflation Core et globale aux Etats-Unis et en Zone Euro

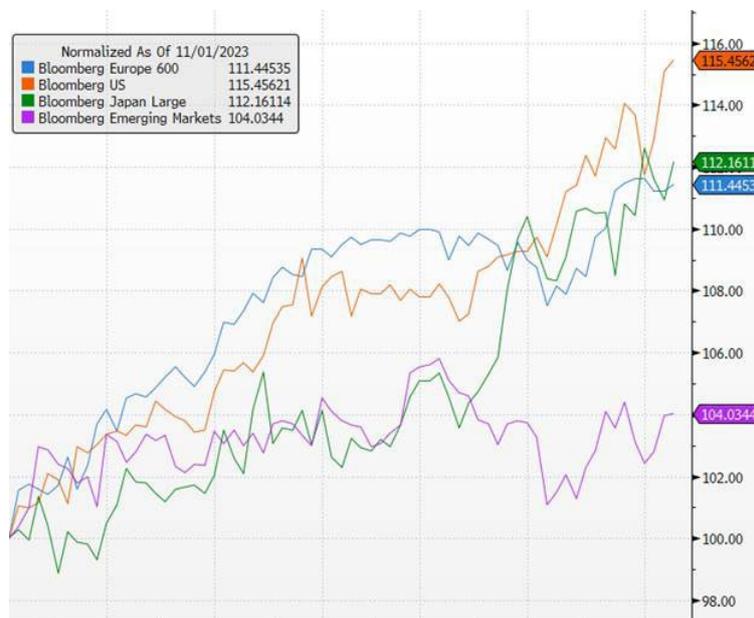


Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

Même si nous adoptons donc une position légèrement plus prudente que le consensus concernant le calendrier des premières réductions de taux de la part des banques centrales (prévues pour juin par la BCE et la Fed selon nous), nous pensons que, pour l'instant, l'attitude de prudence des banquiers centraux est plutôt une bonne nouvelle. En effet, cela démontre la volonté d'éviter autant que possible un retournement face à une stabilité des prix qui ne serait pas véritablement engagée. L'essentiel est la volonté de maintenir une crédibilité dans l'action monétaire et de maintenir une croissance économique modérée pour éviter une pression inflationniste. **Nous restons donc positifs sur les marchés actions dans cet environnement pour les prochaines semaines.**

En ce qui concerne les marchés actions, en dehors d'un choc exogène, nous continuons de penser que la situation reste favorable aux entreprises qui devraient contenir la baisse de leur marge.

Indices actions depuis le 1^{er} novembre

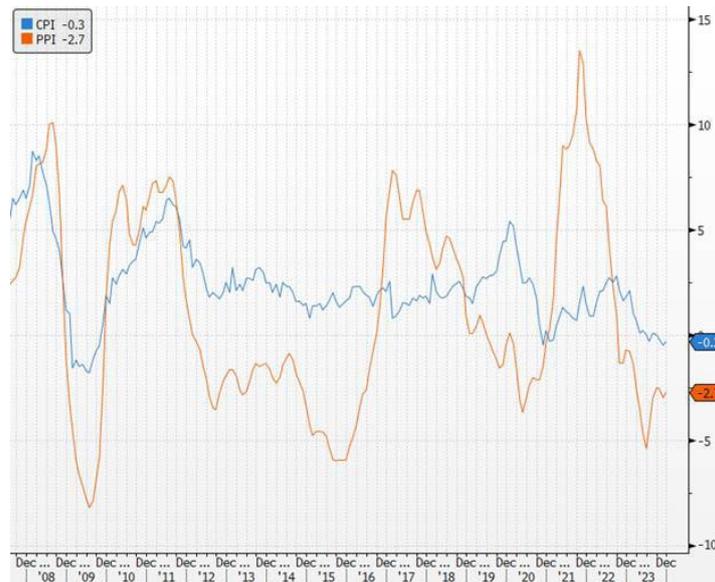


Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

EMERGENTS

La baisse des taux devrait être favorable aux actifs émergents, principalement dans les pays qui ont réussi à stabiliser leur inflation. La Chine restera très volatile par rapport aux autres pays. Les initiatives du pouvoir, bien que rappelant les efforts de soutien de 2015 ou 2008, semblent insuffisantes pour impulser un regain durable de confiance des investisseurs, en raison des problèmes structurels persistants de l'économie chinoise. Contrairement à toute attente, elle n'a pas su profiter de l'engouement post-Covid. Nous considérons que ceci confirme la volonté de Pékin de tenter de rassurer (à l'instar de la marche arrière effectuée en début d'année sur de nouvelles régulations dans le segment des jeux en ligne, qui avaient été annoncées le 22 décembre) mais ce sera insuffisant pour raviver sensiblement et durablement leur appétit pour les indices chinois, malgré leur décote. Dans un environnement marqué par une faible demande du secteur privé et une déflation prolongée, il est difficile d'être enthousiaste

Prix à la consommation et à la production en Chine



Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

EUROPE

Les actifs européens vont profiter de la reprise en Europe et de la distribution de crédit. Même si la reprise reste poussive, cet aspect tend à faire penser que l'amélioration de la croissance économique est en cours. La consommation devrait rebondir grâce à la hausse des salaires réels et une confiance rétablie face à une inflation pour l'instant maîtrisée. Les perspectives de résultats pour 2024 restent encore modérées (+6% pour le consensus). De plus, dans la prochaine semaine, le marché pourrait croire à une baisse des taux de la part de la BCE avant celle de la Fed, ce qui pourrait dans un premier temps affaiblir la monnaie unique et profiter aux sociétés exportatrices. **Les valorisations restent raisonnables compte tenu des perspectives sur les taux d'intérêt.** L'amélioration des conditions de crédit devrait enfin profiter aux petites et moyennes entreprises qui ont largement souffert de l'assèchement de la liquidité depuis près de 2 ans.

US

Les marchés américains sont très dépendants des «7 magnifiques», mais la tendance reste positive. Les résultats de ces dernières ont, à l'heure actuelle, été globalement positifs. Le point d'orgue sera le 21 février avec les résultats de NVIDIA, qui a peut-être été le catalyseur de marché le plus important en 2023. **Il n'y a pas de remise en cause de la baisse des taux malgré la résilience de l'économie.** Le dollar devrait être un facteur positif pour la performance en euro. Les valorisations restent élevées face aux attentes de progression de bénéfices très optimistes pour l'année. Au regard de l'excellente tenue du consommateur, de l'assouplissement récent des conditions financières et des niveaux de stocks et de capex annoncés, nous restons constructifs. Concernant les capex, l'amélioration des conditions financières et une confiance retrouvée dans la macroéconomie devraient soutenir l'investissement en 2024.

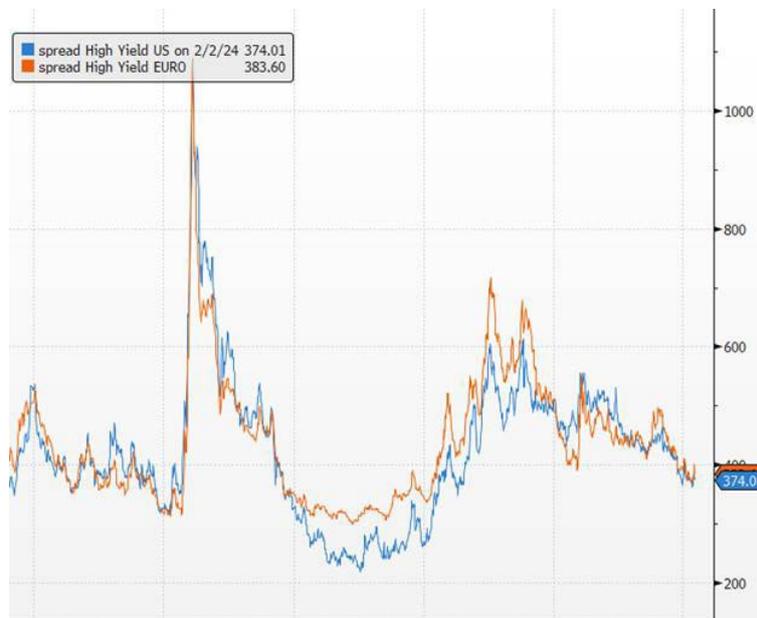
7 Magnifiques versus S&P (équipondéré)



Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

En ce qui concerne les taux d'intérêt, nous ne croyons toujours pas à une récession marquée. Au fur et à mesure que les baisses des banques centrales se précisent, nous devrions connaître une pentification de la courbe aux US et en Europe, en partie sur la partie longue de la courbe. Si l'inflation se stabilise et progresse légèrement, les taux longs devraient progresser. Le portage reste la source de valeur prépondérante. En ce qui concerne le HY américain, la prudence reste de mise compte-tenu des récentes publications de banques régionales américaines, notamment celles exposées à l'immobilier commercial, et des hausses de coûts du risque qui devraient s'accélérer.

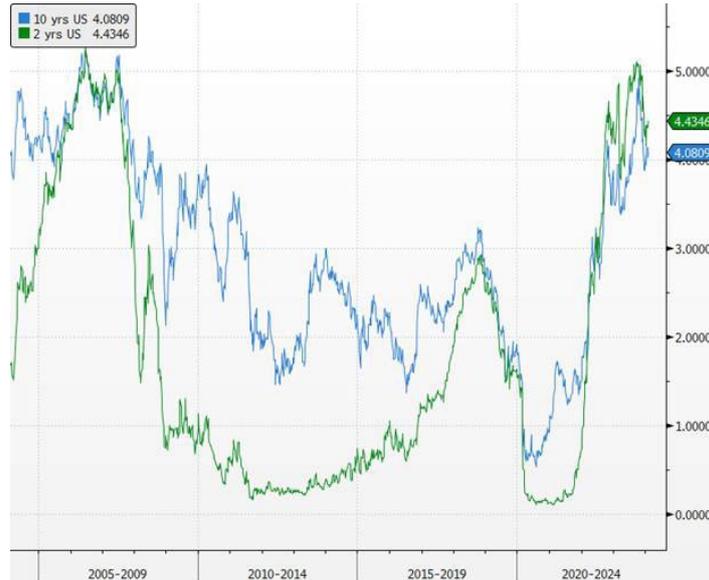
Spread high Yield US et Euro



Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

Nous restons dans la continuité du mois précédent en ce qui concerne les éléments macroéconomiques. Nous sommes convaincus qu'à brève échéance, c'est la Fed qui donne le «la». Le potentiel de baisse des taux souverains à 10 ans restera contraint par l'absence de récession mais aussi par la prudence de la Fed. La poursuite de la baisse du bilan de la Fed accentuera la part de la dette américaine qui devra être absorbée par les investisseurs.

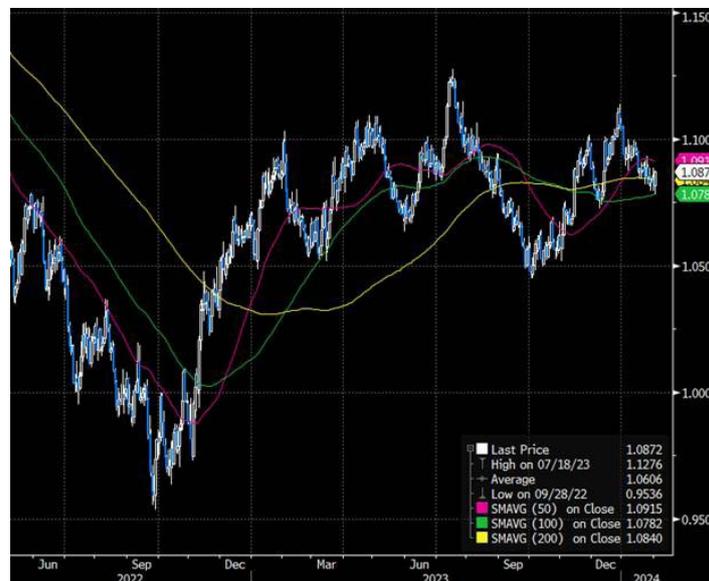
Taux 2 ans et 10 ans



Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu

En ce qui concerne le dollar, nous avons changé notre point de vue à court terme durant le mois. Le dollar pourrait s'apprécier à court terme à mesure que les perspectives de baisse des taux aux États-Unis s'estompent. La Fed continue de tenter de recadrer les attentes. Les dernières publications montrent une forte résilience de l'économie américaine, que ce soit du côté de l'immobilier ou de l'emploi. Nous nous attendons à une correction des anticipations de baisse des taux et, en conséquence, à ce que le dollar trouve un certain soutien à horizon de 1 à 3 mois. Un dollar plus fort dans les premiers mois de 2024 semble plus probable, entraînant une baisse de l'EUR/USD vers 1,05. Bien que nous maintenions une prévision haussière de l'EUR/USD vers 1,15 en fin d'année, les risques à la baisse prévaudront probablement à court terme.

Euro versus dollar



Sources : Bloomberg, Groupe Richelieu



Banque Richelieu

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.

www.banquerichelieu.com

