



# Richelieu Harmonies



Alexandre Hezez

Jerome Powell a eu des commentaires positifs sur la macroéconomie, indiquant que l'accélération de la croissance ne s'était pas accompagnée d'une baisse simultanée du chômage ni d'une réaccélération de l'inflation. Malgré ses prévisions plus optimistes sur la croissance, la Fed pense que la tendance désinflationniste se poursuit. Cependant, les derniers chiffres de l'inflation sèment le doute et certains membres du FOMC pourraient prendre plus de poids dans le débat. Nous tablons désormais sur 2, voire 3 baisses de taux maximum. Les premières baisses des taux interviendraient cet été. Il est possible qu'elle attende au moins jusqu'en décembre ou janvier 2025 pour la troisième baisse. La Fed devrait ralentir la réduction de son bilan à partir du mois de mai. Les prochaines élections américaines signifient que la Fed est confrontée à "des dilemmes plus grands que ceux de la BCE". Si la Fed attend trop, et coupe les taux juste avant l'élection (septembre), elle peut être accusée d'aider l'administration actuelle. Si elle ne coupe pas les taux jusqu'à l'élection, attendant que l'inflation baisse davantage, elle peut être accusée d'aider la campagne de Trump. Les indicateurs économiques restent bien orientés. Nous pensons que la croissance américaine devrait ralentir tout au long de l'année du fait d'une consommation des ménages dont la confiance s'amointrit. Le risque de récession devrait se matérialiser en 2025 et pousser la Fed à baisser les taux de manière plus marquée l'année prochaine (4 baisses). La BCE devrait réduire son taux de dépôt de 25 points de base en juin et juillet si elle souhaite se donner du temps pendant l'été sans susciter immédiatement des spéculations sur le calendrier des assouplissements futurs. Ces 50 points de base justifieraient une attitude d'attente et d'observation pendant quelques mois avant le prochain mouvement. Contrairement à la Fed, la BCE n'aurait aucune raison de ne pas couper en juin si ses nouvelles projections confirment la prévision de mars pour une inflation à 2% en 2025 et en dessous de 2% en 2026, basée sur une courbe des rendements intégrant une réduction des taux du marché dans les mois à venir. Maintenir les taux plus longtemps impliquerait une politique monétaire plus stricte au fur et à mesure que l'inflation baisse, dans une optique d'une croissance qui commence juste à se reprendre comme l'indiquent les récents indicateurs avancés. La BCE est susceptible de rester dépendante des données, même au risque de prendre du retard sur l'assouplissement. Si l'économie se redresse réellement au second semestre de cette année et que l'inflation reste autour de 2%, il pourrait y avoir peu de marge de manœuvre pour réduire les taux en dessous de 3% en 2025. Le PMI composite a surpris à la hausse en mars à 49,9 signalant une quasi-stagnation de l'activité dans la zone (49,2 en février) après 9 mois de contraction ! La Chine a annoncé avoir déposé une plainte contre les États-Unis auprès de l'OMC.



# Richelieu Harmonies

Les relations sino-américaines continuent de se dégrader, et cela risque de s'amplifier à l'approche des élections présidentielles américaines. Même si les autorités annoncent une baisse historique du taux de référence pour les crédits immobiliers, cette dernière ne devrait avoir qu'un effet relativement limité alors que la faiblesse de la demande est avant tout le reflet d'une perte de confiance. Cette annonce illustre néanmoins la volonté des autorités chinoises d'afficher un soutien continu à l'immobilier via des actions qui restent ciblées mais plus résolues. Toutefois, signe d'une économie confrontée à une dégradation de la confiance de ses ménages, les ventes au détail sont restées faibles et ont ralenti malgré le Nouvel An. La croissance restera bien plus faible que par le passé. Les fragilités structurelles pèseront sur la dynamique de croissance chinoise, laquelle sera plus limitée que par le passé (+4,2% de croissance attendue en 2024). L'activité commerciale de l'Inde a clôturé cette année fiscale sur une note élevée, s'étendant au rythme le plus rapide en huit mois en mars. Cependant, les pressions sur les prix globaux ont augmenté ce mois-ci. L'économie indienne montre des signes de vigueur remarquables, portée par un secteur manufacturier dynamique et une demande robuste. Toutefois, les défis liés aux pressions inflationnistes nécessitent une surveillance continue pour guider les politiques monétaires futures.

Nous conservons pour le moment notre positionnement neutre sur les actions entre 20% et 30%. Nous restons dans la même optique que le mois dernier : « Nous considérons qu'il convient de se laisser porter par la dynamique haussière des marchés d'actions, et qu'il est logique de tabler sur un rattrapage de la thématique « cyclique » qui est en retard. » La baisse à venir des taux réels nous semble déjà largement intégrée par les marchés d'actions. Le potentiel de hausse est réduit. Les indices émergents, en retard, pourraient désormais évoluer de pair avec leurs homologues au niveau mondial. La phase de rebond continue et les marchés d'actions restent sur une tendance positive depuis le discours de Jerome Powell du 1er novembre 2023, marquant la fin d'une politique monétaire agressive pour combattre l'inflation. Les catalyseurs d'une correction ne sont pas encore présents, même si des doutes apparaissent concernant l'inflation et certaines valorisations aux États-Unis. Le thème d'une désinflation régulière, offrant des marges de manœuvre à la Fed pour des baisses de taux rapides, prend fin. Aux États-Unis, les trois indices phares ont été au-dessus de leur moyenne mobile de 50 jours pendant 19 semaines, plus longtemps que toutes sauf trois brèves périodes au cours des 20 dernières années (début 2011, début 2014, début 2018), avec des retours moyens sur 3 mois négatifs après ces périodes, ce qui pourrait fragiliser le momentum à la veille des premières baisses de taux. De plus, la concentration du marché reste à un niveau historique, ce qui en même temps fragilise potentiellement le marché en le connectant directement à des thématiques spécifiques (IA).

*Document non contractuel produit uniquement à titre d'information. Il ne doit pas être considéré comme une offre de vente ou de souscription. Avant d'investir, vous devez vous procurer et lire attentivement le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) disponible auprès de Richelieu Gestion et sur le site [www.richelieugestion.com](http://www.richelieugestion.com). Richelieu Gestion décline toute responsabilité en cas de pertes, directes ou indirectes, causées par l'utilisation des informations fournies dans ce document. La valeur des parts des fonds peut aussi bien diminuer qu'augmenter. Les chiffres cités ont traités aux années écoulées et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs. Conformément à l'article 321-116 du règlement général de l'AMF, vous pouvez recevoir sur simple demande des précisions sur les rémunérations relatives à la commercialisation des fonds.*



# Richelieu Harmonies

Les indicateurs économiques avancés montrent une bonne dynamique du secteur manufacturier (versus des services qui stagnent) ce qui devrait amener le secteur industriel à surperformer. Le marché baisse généralement après les premières baisses de taux, ce qui laisse un peu de temps pour une correction importante, mais plus nous nous approcherons des débats sur l'élection présidentielle, plus la volatilité va s'accroître. En zone euro, l'histoire est bien différente. La croissance économique se redresse à peine et la BCE devra être bien plus accommodante. La véritable histoire reste pour l'instant un processus désinflationniste qui n'est pas remis en cause, grâce, il est vrai, à une croissance très « mesurée ». Autres bonnes nouvelles : les salaires négociés en zone euro ont progressé de 4,5% en glissement annuel au quatrième trimestre 2023, ce qui serait légèrement moins qu'au trimestre précédent (4,7%) et qui tendrait à montrer que le pic de progression des salaires est désormais derrière nous. L'indicateur des coûts horaires de la main-d'œuvre ralentit nettement. Tant que les prix de l'énergie (gaz et pétrole) ne montrent pas des signes de reprise forte, le risque semble circonscrit. Les BPA pour 2024 n'ont pas encore été relevés pour prendre en considération cette dynamique. Les multiples de valorisations devraient progresser au fur et à mesure, surtout si les banques centrales entrent dans un réel cycle de baisse des taux et au regard de la décote historique de l'Europe par rapport aux États-Unis. Nous privilégions les valeurs cycliques et le secteur financier, qui profite largement de la hausse de la profitabilité et d'un assainissement du bilan des banques. Le risque politique reste mesuré pour le moment. Nous restons positifs sur la zone que nous continuons de surpondérer. Au Royaume-Uni, la stagflation prend tout son sens. Une croissance économique atone et une inflation plus en adéquation avec celle des États-Unis que de la zone euro est une quadrature difficile à résoudre. Parvenir à contenir l'inflation s'annonce plus compliqué outre-Manche, ce qui obligera la Banque d'Angleterre à se montrer plus longtemps restrictive que ses consœurs européenne et américaine. Ceci continuera de maintenir la devise à un niveau élevé, malgré des problématiques structurelles toujours sensibles. Aux États-Unis, notre cible en fin d'année sur le 10 ans US est de 3.80 %, prenant en compte le ralentissement de l'économie en fin d'année. Le 2 ans devrait se caler sur des niveaux identiques, signifiant la fin de la période de courbe inversée. La réduction du resserrement de la politique monétaire de la Fed devrait permettre d'éviter une pression trop importante sur les taux souverains. En zone euro, les spreads entre les pays ont continué de se réduire alors que la logique des « flux » acheteurs et les anticipations de baisses des taux directeurs semblent toujours l'emporter sur la réduction de la taille du bilan de la BCE. Le potentiel de baisse additionnelle est toutefois limité, en particulier en Italie, du fait des défis sur les finances publiques en 2024 et au-delà. Nous restons moins à l'aise en Europe qu'aux États-Unis. Les taux souverains US pourraient profiter de crainte de récession en fin d'année alors que les taux Euro pourraient être impactés par les dérives budgétaires et des craintes de downgrades des agences de notations. Les marchés obligataires corporate Investment Grade et High Yield présentent de l'intérêt malgré des spreads compressés pour ces derniers, les rendements étant attractifs en amont de la baisse des taux principalement sur l'Europe (Allongement de la durée).

*Document non contractuel produit uniquement à titre d'information. Il ne doit pas être considéré comme une offre de vente ou de souscription. Avant d'investir, vous devez vous procurer et lire attentivement le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) disponible auprès de Richelieu Gestion et sur le site [www.richelieugestion.com](http://www.richelieugestion.com). Richelieu Gestion décline toute responsabilité en cas de pertes, directes ou indirectes, causées par l'utilisation des informations fournies dans ce document. La valeur des parts des fonds peut aussi bien diminuer qu'augmenter. Les chiffres cités ont traités aux années écoulées et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs. Conformément à l'article 321-116 du règlement général de l'AMF, vous pouvez recevoir sur simple demande des précisions sur les rémunérations relatives à la commercialisation des fonds.*



# Richelieu Harmonies

Sur l'Investment Grade US, les rendements sont en hausse depuis début 2024. Nous anticipons désormais une baisse des taux aux États-Unis. Le ralentissement attendu de la croissance économique aux États-Unis se matérialise, certes, mais restera contenu sans récession. Les spreads IG restent supérieurs à leur plus bas historique, à l'exception du AA. Nous préférons nous positionner sur des zones BBB. La résilience de l'économie américaine a permis aux spreads HY de se resserrer début 2024, les obligations CCC étant plus volatiles. Le scénario d'une Fed qui déçoit le marché quant à sa politique monétaire devrait permettre à la modération du QT à partir de mai de profiter uniquement aux titres souverains. À l'inverse, le maintien de taux plus hauts que prévu devrait fragiliser les segments les plus fragiles. Le risque de récession devrait se matérialiser en fin d'année. Nous restons prudents sur le HY US. Sur l'Investment Grade EURO, les rendements sont en hausse d'environ 10 pb depuis début 2024 sur fond de remontée des taux. Les spreads devraient désormais évoluer en latéral par rapport aux niveaux actuels. Le point bas de croissance est atteint, voire dépassé en Europe, le ralentissement attendu aux États-Unis se matérialise mais restera contenu. Les spreads IG restent larges par rapport à leurs points bas historiques, intégrant la faiblesse de la croissance en Europe ainsi que le retrait programmé de la BCE. Un risque de crédit globalement bien rémunéré par le rendement. Les moindres craintes quant au risque de récession en zone euro ont permis aux spreads des obligations notées B et BB de continuer de se resserrer, vers des points bas sur ce dernier segment. L'attrition du segment HY alimente par ailleurs le déséquilibre offre/demande, alors que la liquidité reste très importante. Nos anticipations de croissance ne réduisent pas à néant le risque de voir les taux de défaut progresser, en particulier pour les obligations en catégorie HY. Le risque sur le CCC demeure élevé, en lien notamment avec le sujet du refinancement qui va s'amplifier. L'abondance de liquidités chez les investisseurs, combinée à une baisse de la volatilité sur les taux, profite au marché primaire en 2024. Malgré le rallye obligataire de fin d'année, les investisseurs continuent de déployer leur cash sur les opérations primaires, les niveaux absolus de rendements restant attractifs, d'autant qu'ils devraient continuer à séduire. Les crédits bancaires continuent à profiter de qualité des bilans et l'épisode Crédit suisse est dorénavant largement derrière nous. Nous continuons à privilégier les obligations Hybrides et subordonnées de bonne qualité. Les efforts de l'OPEP ont payé mais les pays voudront bientôt en récolter les fruits. Longtemps sous pression en raison de la perte de crédibilité de l'OPEP+, le Brent a réussi à remonter à la faveur d'une demande de pétrole bien plus solide qu'anticipé par les investisseurs mais aussi grâce à la poursuite des efforts de coupes de production des membres du cartel. Les dernières ont d'ailleurs été prolongées jusqu'à la fin du T2, avec un effort additionnel de la Russie, mais le retour du Brent à des niveaux plus élevés devrait désormais inciter les pays à discuter d'une hausse de la production, probablement à la réunion de juin. Nous tablons sur un pétrole au-dessus de 80 USD. Les valeurs pétrolières devraient profiter de cet environnement. Les derniers entretiens que nous avons démontré l'amélioration de productivité des entreprises US depuis plusieurs années grâce aux différentes crises.

*Document non contractuel produit uniquement à titre d'information. Il ne doit pas être considéré comme une offre de vente ou de souscription. Avant d'investir, vous devez vous procurer et lire attentivement le document d'information clé pour l'investisseur (DICI) disponible auprès de Richelieu Gestion et sur le site [www.richelieugestion.com](http://www.richelieugestion.com). Richelieu Gestion décline toute responsabilité en cas de pertes, directes ou indirectes, causées par l'utilisation des informations fournies dans ce document. La valeur des parts des fonds peut aussi bien diminuer qu'augmenter. Les chiffres cités ont traités aux années écoulées et les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs. Conformément à l'article 321-116 du règlement général de l'AMF, vous pouvez recevoir sur simple demande des précisions sur les rémunérations relatives à la commercialisation des fonds.*