



**Lettre hebdomadaire HPC n°208, Lundi 13 juin 2022**

**Jean-Noël VIEILLE- Chief Economist pour HPC, membre du Groupe OTCex**

### **Inflation ou croissance : il faudra choisir !**

Le contexte des marchés est toujours difficile et la visibilité faible. La question de l'inflation est l'élément préoccupant car la poussée inflationniste contraint les banques centrales à agir et fait craindre une erreur de politique monétaire qui conduirait à une entrée en récession. La remontée des taux crée de fortes tensions sur la partie obligataire, qui au cours de ce premier semestre, en relatif, a le plus souffert. La forte baisse actuelle des marchés en est une illustration, causée par le discours de la BCE et par l'inflation US, +1% en mai après +0,3% en avril. Sur un an, la hausse de l'inflation US est de +8,6%, le plus haut taux depuis 1981.

L'autre facteur déterminant est l'évolution de l'économie chinoise. La mise en place d'un confinement généralisé pour lutter contre l'épidémie du covid affaiblit les perspectives de croissance économique de la deuxième puissance mondiale. La Chine construit des centaines de milliers d'installations permanentes de test de coronavirus et agrandit les centres de quarantaine dans plusieurs de ses plus grandes villes dans le cadre de sa politique zéro Covid. Les habitants de Shanghai ont appris que des mesures de confinement et des tests de masse seraient effectués dans le district de Minhang, qui abrite plus de 2 millions de personnes, pendant au moins deux jours. Des restrictions sévères dans des dizaines de villes ont conduit le pays au bord de la récession pour la deuxième fois en trois décennies. Si les mesures ont été assouplies, les experts estiment que le programme du gouvernement est conçu pour maintenir les politiques de test de masse et de quarantaine jusqu'en 2023. Les 31 provinces et régions du pays suivent les ordres de Pékin pour préparer de nouveaux hôpitaux et installations de quarantaine en cas nouvelles infections à Shanghai.

**Au 10/06/2022**

Indices	Perf 2022	Perf sem	Perf Mai	Perf 2021
Cac 40	-13,5%	-4,6%	-1,0%	28,9%
Eurostoxx 50	-16,3%	-4,9%	-0,4%	21,0%
DAX	-13,4%	-4,8%	2,1%	15,8%
Dow Jones	-13,6%	-4,6%	0,0%	18,7%
Nasdaq	-27,5%	-5,6%	-2,1%	21,4%
Nikkei	-3,4%	1,3%	1,6%	4,9%

Ainsi, dans ce contexte plus délicat, la Banque Mondiale vient de modifier ses prévisions économiques. En venant s'ajouter aux dégâts causés par la pandémie de COVID-19, l'invasion russe de l'Ukraine accentue le ralentissement de l'économie mondiale, qui entre dans ce qui pourrait devenir une période prolongée de croissance faible et d'inflation élevée, selon la Banque mondiale. Il en résulte un risque grandissant de stagflation, ce qui conduirait à des conséquences délétères tant pour les pays à faible revenu que pour ceux à revenu intermédiaire. La croissance mondiale devrait chuter de 5,7 % en 2021 à 2,9 % en 2022, nettement moins que les 4,1% prévus en janvier dernier. Ce rythme de croissance devrait perdurer jusqu'en 2023-2024, dans un contexte marqué par la guerre en Ukraine, qui perturbe fortement l'activité, l'investissement et le commerce à court terme. En raison des dommages conjugués de la

**La situation chinoise inquiète.**

**Ralentissement de la croissance mondiale : 2,9% contre 4,1% initialement prévus, selon la Banque Mondiale.**

pandémie et de la guerre, le niveau de revenu par habitant dans les pays en développement sera cette année inférieur de près de 5 % à la tendance pré-COVID.

### **La BCE fait plonger les marchés**

La réunion du conseil des gouverneurs de la BCE a eu lieu jeudi et a entériné les premières mesures pour mettre fin à sa politique de taux d'intérêt négatifs et arrêter son programme d'achat d'obligations. Cela va intervenir dans un contexte européen plus compliqué sur le plan politique. L'agenda climatique du bloc a subi un revers puisque le Parlement européen a affaibli certains des projets de loi à venir concernant le climat. Des dissensions apparaissent aussi sur l'analyse du conflit Ukrainien et surtout sur le rapport de l'Europe à Poutine. Nous terminerons cette note sur une appréciation des élections françaises qui pourraient aussi fragiliser l'Europe tant politique qu'économique.

Christine Lagarde va mettre fin à l'ère de l'argent bon marché de la zone euro. La plupart des 25 membres des gouverneurs de la BCE se sont accordés sur la nécessité d'augmenter les coûts d'emprunt, l'inflation ayant atteint un record à +8,1% en mai, le double du précédent record et le quadruple de l'objectif de la banque centrale. Cependant, de profondes divisions subsistent quant à la rapidité et à l'ampleur de la hausse des taux pour ramener l'inflation sous contrôle. La BCE, qui a longtemps été l'une des banques centrales les plus accommodantes au monde, a signalé jeudi qu'elle pourrait relever son principal taux de dépôt au-dessus de zéro en septembre. Elle a également déclaré mettre fin aux achats nets de la dette des États membres, suscitant des craintes de tensions financières pour les économies les plus faibles du bloc. Le rendement des obligations grecques à 10 ans a augmenté pour atteindre 4,1%, dépassant son niveau au début des turbulences du marché provoquées par le coronavirus en mars 2020. Le rendement des obligations italiennes à 10 ans a dépassé 3,6 %, soit plus du triple de son niveau au début de l'année. L'écart entre les rendements obligataires italiens et allemands à 10 ans s'est creusé à 2,3%, au plus haut niveau depuis mai 2020. La BCE se montre plus belliciste que prévu et effraie les acteurs du marché en évoquant en septembre une hausse des taux de 0,5%.

BlackRock, un des plus grands fonds d'investissement américain, pense toutefois que les difficultés économiques de la zone euro limiteront la capacité de la BCE à relever les taux d'intérêt au cours des 18 prochains mois, la flambée des prix de l'alimentation et de l'énergie pesant trop sur les consommateurs de la zone euro. Ainsi, les investisseurs sont peut-être allés trop loin en anticipant une série de hausses de taux agressives qui porteraient le taux de dépôt de la BCE à 2% d'ici la fin de 2023, par rapport au plus bas historique actuel de -0,5%. La banque centrale a raison de lutter contre l'inflation mais une économie fragile et la sensibilité des coûts d'emprunt pour les gouvernements très endettés de la zone euro sont susceptibles de ralentir le rythme de contraction. La baisse des perspectives de croissance, une tolérance limitée à des taux d'intérêt plus élevés et le pessimisme des consommateurs et des investisseurs devraient être pris en compte par la BCE ultérieurement.

### **Hausse des exportations chinoises en mai**

Les exportations chinoises ont dépassé les attentes en mai, selon les données des douanes, la reprise mondiale ayant donné un coup de pouce à l'économie du pays touchée par le Covid. Les exportations ont augmenté de 16,9% en mai par rapport à la même période un an plus tôt, dépassant les 8% prévus par les économistes. Les importations ont également augmenté plus que prévu, de 4%. La valeur totale des exportations pour mai s'est élevée à 308,3 Md\$ et les importations à 229,5 Md\$, soit un excédent commercial de 78,8 Md\$ pour le mois. La Chine a également importé moins de pétrole brut et de charbon en volume entre janvier et mai que

**Une politique et une économie européenne fragile**

**Lagarde doit apporter des réponses sur plusieurs points précis.**

**Forte hausse de l'excédent commercial chinois.**

**Fragmentation des votes qui peuvent empêcher une majorité.**

l'année dernière. Les importations de carburants ont chuté de 1,7 % à 217 millions de tonnes et de 13,6 % à 95,9 millions de tonnes, respectivement. Le prix de la tonne de chaque carburant a toutefois augmenté de manière significative. Alors que l'augmentation des exportations en mai reflétait un assouplissement provisoire de certains des blocages généralisés qui avaient frappé l'économie le mois précédent, les indicateurs d'activité dans les secteurs de la fabrication et des services montrent toujours des contractions par rapport à avril. Le rebond des exportations résultait en grande partie d'une reprise des installations portuaires de Shanghai ce mois-là.

### **Faiblesse du parti majoritaire après le premier tour des élections législatives**

D'après les projections d'Ipsos-Sopra Steria, la coalition présidentielle risque, avec 255 à 295 députés, de ne pas bénéficier de la majorité absolue à l'issue du second tour, dont le seuil est fixé à 289 sièges. Un tel scénario constituerait une première depuis 1988, quand Michel Rocard, premier ministre de François Mitterrand, devait gouverner le pays avec, à sa disposition, une simple majorité relative. La déconvenue est d'ores et déjà manifeste si l'on compare le score des macronistes aux 32,33 % qu'ils avaient obtenus au premier tour des législatives de 2017. Les candidats d'Ensemble ! ne parviennent même pas à égaler le résultat du chef de l'Etat au premier tour de la présidentielle, il y a moins de deux mois (27,85 %). Un dévissage précoce, qui envoie un signal d'alarme sur la conduite des cinq années à venir. Cette configuration est à mettre au crédit du retour des forces de gauche jusque-là moribondes. On savait que ce deuxième mandat serait difficile, tant pour beaucoup de questions sociétales non résolues que pour des questions économiques et internationales, mais l'absence de majorité claire pourrait encore plus compliquer son exécution. Cela aura aussi des répercussions négatives pour la politique européenne. Finalement François Mitterrand avait peut-être raison quand il déclarait en janvier 1996 « je suis le dernier des grands présidents. Après moi, il n'y aura plus que des financiers et des comptables ». L'histoire pourrait ainsi retenir d'Emmanuel Macron qu'il a été un bon financier mais un « politique » assez faible.

Inflation, taux d'intérêt, croissance économique et situation géopolitique mondiale sont les déterminants fondamentaux suivis par les investisseurs. Pour l'instant la visibilité sur ces questions est faible à court terme, mais notre sentiment reste une amélioration progressive avec en particulier une atténuation à venir de l'évolution de l'inflation. Cela ne signifie pas forcément de prendre plus de risques, mais de choisir les bonnes thématiques très défensives.

#### **Avertissement**

Cette publication n'est pas destinée aux clients particuliers ou individus privés mais est destinée exclusivement à des Clients Professionnels ou des Contreparties Eligibles au sens de la directive UE 2014/65 dite MiFID II. Elle a été préparée par HPC SA, un prestataire de service d'investissement autorisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Régulation (ACPR) sous le numéro 11478 et régulée par l'Autorité des Marchés (AMF). Elle a une vocation d'information générale et ne tient pas compte de la situation ou des objectifs financiers de ses lecteurs. Elle ne constitue pas, directement ou indirectement, une offre ou une sollicitation pour la souscription, l'achat ou la vente d'instruments financiers, ni pour tout autre type de transaction. Aussi, les informations qui y sont contenues ne devraient pas être considérées comme un conseil, une recommandation ni une recherche au sens de la directive UE 2014/65 dite MiFID II et de ses règlements délégués. Il s'agit d'une communication à caractère promotionnel d'information économique, financière et de marché.

Les informations contenues dans cette publication ont été obtenues à partir de sources réputées fiables, mais ces informations n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante de la part de HPC. En conséquence, HPC ne garantit pas leur exactitude, exhaustivité ou fiabilité, et décline dès lors toute responsabilité y afférente. Les opinions, estimations et projections exprimées dans cette publication sont celles de ses différents contributeurs à la date de diffusion de cette communication. Elles ne reflètent pas nécessairement les opinions d'HPC et peuvent être modifiées sans avis préalable. HPC n'est pas dans l'obligation de mettre à jour, modifier ou amender le contenu de cette communication ou d'informer son destinataire dans le cas où des opinions, estimations et projections émises venaient à changer ou devenaient inexacts. Toute perte financière ou autres conséquences découlant de l'utilisation des informations contenues dans cette publication relève de la responsabilité unique et exclusive de l'investisseur et HPC décline toute responsabilité en relation avec une telle perte ou autres conséquences. Les prix et la disponibilité des instruments financiers peuvent changer sans préavis.