

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : : Covid et Europe, des effets en sens opposés

Tout en lui infligeant la plus forte récession économique depuis la Guerre, la Covid-19 aura simultanément cimenté l'Europe de la zone euro, du moins à en croire les marchés financiers. En effet, l'écart de taux d'intérêt – ou « spread » – entre l'Allemagne et les pays « faibles » de l'Union monétaire, Grèce en tête, a fondu. Cela signifie que les prêteurs ne craignent plus une implosion de l'euro, une crainte encore extrêmement vive il y a encore moins de dix ans, se sont évanouies. Aujourd'hui, le taux d'intérêt auquel l'Etat hellénique se finance est inférieur à celui dont doivent s'acquitter les Etats-Unis, alors que les obligations à long terme de l'Oncle Sam sont usuellement considérées comme un actif refuge.

Mais est-on si sûr que la Covid-19 a fortifié la construction européenne ? Si, en règle générale, répondre de manière nuancée à une question se fait au prix d'une perte de clarté de la réponse, ici, il y a de quoi être très nuancé ... et donc de quoi devoir ne pas être clair ! Il est en effet parfaitement possible d'avancer que la Covid-19 a renforcé l'Europe, comme les marchés nous indiquent le croire, et il est tout aussi possible de poser qu'elle en fragilise les fondements.

L'Italie, l'Espagne, le Portugal et la Grèce ont eu davantage à souffrir de la Covid que le nord de l'Europe pour différentes raisons :

- Les pays n'ont pas été égaux face à la pandémie, en particulier lors de la première vague, avec un Sud de l'Europe touché plus violemment ; ainsi, reviennent en mémoire les journaux télévisés décrivant l'enfer à Bergamo ;
- Les pays du Sud de l'Europe ont eu à en souffrir plus du fait d'un moins bon état de forme au moment du choc. L'image qui vient à l'esprit est celle d'une maladie qui fait plus de dégâts chez un individu affaibli que chez une personne en pleine santé, au meilleur système immunitaire. Ici, avec des niveaux de dette publique plus élevés, les pays du Sud ont, ceteris paribus, moins été à même de soutenir leur économie ;
- Le Covid-19 n'a pas touché tous les secteurs de la même manière, et la chute de l'activité touristique a été bien plus ressentie dans les pays du soleil.

Comment l'Europe serait-elle renforcée du fait de la Covid ? La réponse est largement politique. Trois niveaux peuvent être distingués :

- L'Union européenne (l'Europe des 27) a vu son budget fortement augmenter, et prendre une tournure plus solidaire, avec davantage de mutualisation, s'éloignant ainsi des exigences nationales de type « I want my money back » de M. Thatcher. Ce budget sera en effet réparti entre pays en fonction d'une clef qui n'est pas celle de leur contribution au budget. De plus, en vue s'assurer le financement dans la durée de ce budget, la Commission a pu avancer l'idée d'impôts européens. Il est question d'élargir le régime des permis de polluer (ETS) au

transport aéronautique et maritime, d'introduire une taxe environnementale sur les importations (« border tax adjustment ») et d'adopter une taxe les multinationales.

- Au niveau de l'Union monétaire, il ne doit plus y avoir autant de partisans qu'avant, en Grèce ou en Italie, pour quitter la zone euro ; les bénéfices d'appartenir à celle-ci sont devenus plus évidents dans la profonde récession de 2020 ;
- Au niveau de la Banque centrale européenne, la Covid l'a amenée à faire ce qu'elle avait dit qu'elle ferait, ne reculant pas devant les caractères d'inédit et d'hétérodoxe que la crise a rendus nécessaires ; ce faisant, ayant eu l'audace de joindre les actes à la parole, elle a gagné en crédibilité. De plus, le verrou du plafond de ce qu'elle peut détenir en termes de pourcentage d'une émission souveraine donnée, a sauté ; certes, à ce stade, cette libération est très partielle mais, quand le pied est dans la porte, le reste a tendance à suivre.

A ce stade, il importe de mettre en exergue un trait distinctif de la crise de la Covid par rapport à celle de la dette souveraine il y a une décennie. A l'époque, des jugements moraux faisaient florès : si la Grèce ou l'Italie faisaient face à de grandes difficultés, c'était de leur faute, du fait de problèmes de gouvernance interne. Et qui a envie d'aider celui qui va mal du fait de ses propres défauts ? Ici, point de responsabilité nationale à pointer du doigt pour expliquer pourquoi les pays du Sud souffrent davantage. L'empathie se manifeste plus aisément quand le faible est victime d'une difficulté additionnelle dans laquelle sa responsabilité n'est nullement engagée.

Toutefois, il y a aussi à voir que la Covid-19, par ses effets sectoriels différenciés, a accentué l'hétérogénéité entre pays de l'Union européenne. Ainsi, malgré l'activisme budgétaire de l'Allemagne, avec un effort qui est de l'ordre de 4 fois plus que lors de la Grande Crise Financière, le niveau de l'endettement public, en pourcentage du PIB, va y augmenter nettement moins qu'en Italie ou qu'en France, pour se limiter au trio des économies les plus importantes de la zone. Les fortes différences sectorielles entre pays vont aussi jouer. Qu'il s'agisse de secteurs ayant eu à particulièrement pâtir, comme le tourisme évoqué ci-dessus, ou, au contraire de secteurs s'en sortant bien de la crise de la Covid, tels la technologie ou la pharmacie, leurs poids respectifs sont loin d'être homogènes entre pays de la zone euro, et ce sont les pays faibles qui ont une surreprésentation des secteurs affaiblis par la crise.

Il y a un autre risque pour le projet européen en lien avec la Covid, à savoir une fois encore servir de bouc émissaire pour canaliser le mécontentement populaire. Ce n'est évidemment pas que « Bruxelles » soit responsable de la Covid ... mais « Bruxelles » pourrait se voir reprocher le, il est vrai, pas bon bulletin intermédiaire des pays européens face à la gestion de la Covid. En dépit d'un système de santé se voulant exemplaire, la Covid y aura conduit à un coût élevé, en termes de santé,

pour un coût élevé en termes économiques. Il est évidemment trop tôt pour dire quel sera le bulletin final, et, quel qu'il sera, il ne relèvera pas au premier chef de la responsabilité des instances européennes. Il faut toutefois craindre que ceci nuise à l'estime collective pour l'Europe.

Pourquoi écrire ce qui précède dans le cadre d'une publication d'une société de gestion ? Pour la raison suivante. Les marchés semblent certains que le risque souverain de la Grèce ou de l'Italie ne peut que diminuer davantage. Notre position à nous, qui avons été longtemps largement investis en dette

souveraine italienne, espagnole et portugaise, est qu'un retour de tensions au sein de l'Union monétaire ne peut être exclu. Cela pourrait venir d'un retour en grâce d'un discours monétaire et budgétaire plus orthodoxe dans l'un ou l'autre pays du Nord de l'Europe ou au sein de la Banque centrale européenne. Réduire le poids des obligations souveraines du Sud de l'Europe alors que leurs « spreads » ont fortement diminué nous semble dès lors une sage précaution de gestion.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

L'économie plus résiliente que redouté ...

Au cours du dernier trimestre 2020, la seconde vague de la pandémie a frappé le monde occidental comme un tsunami. Cela a contraint à prendre de nouveau des mesures de précaution plus strictes, et dont la rigueur a même été accentuée en fin d'année. Sur la base de l'expérience du deuxième trimestre de l'année dernière, les économistes craignaient un impact sévère sur l'activité, quoique dans une moindre mesure qu'au printemps. Heureusement, un soulagement est venu avec **la publication des premières estimations de croissance économique au dernier trimestre de 2020. Tant l'économie que la population se sont montrées plus résilientes que redouté.** Aux **États-Unis**, la **croissance** a atteint pas moins que **4%**. En **Allemagne** (+ 0,1%) et en **Espagne** (+ 0,4%), la croissance a été minime, mais toujours **moins mauvaise que la baisse significative attendue.** En **France** - où la liberté de circulation a été limitée par un couvre-feu strict pendant une grande partie du trimestre - le PIB a baissé. Néanmoins, la baisse (-1,3%) a été sensiblement plus faible que ce que les économistes anticipaient (-4%).

... et les perspectives restent plutôt favorables...

Les perspectives économiques pour les trimestres à venir restent plutôt favorables. Grâce à une campagne de vaccination qui semble désormais vraiment décoller, **le monde de l'entreprise regarde au-delà des difficultés immédiates.** Cela ressort clairement des principaux **indicateurs PMI**, qui **restent à un niveau élevé** en Europe, en Chine et aux États-Unis. Les banques, bien qu'elles restent sensiblement plus strictes qu'avant la crise, se montrent un peu moins frileuses en matière de crédit aux entreprises, et cela alors qu'une vague de faillites pèsera sur leurs résultats dans les mois à venir.

... surtout si les surcroûts accumulés seront dépensés...

Dans la **population** s'observe clairement une « lassitude corona » et la **volonté de pouvoir à nouveau « s'amuser et dépenser ».** Bien qu'il faille veiller à ne pas raisonner en ne considérant que l'incidence moyenne de la crise, sans égard particulier pour les segments de la population qui auront le plus souffert, il est certain **qu'il y a de l'argent qui ne demande qu'à être dépensé.** Le taux d'épargne n'a jamais été aussi élevé aux États-Unis (cf. graphique), et le reste du monde n'est pas différent.

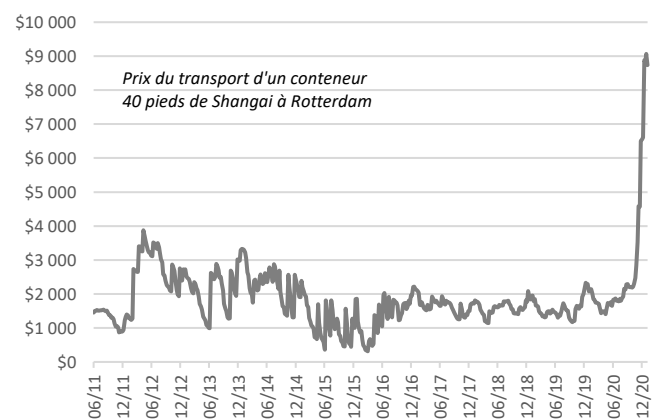


Source : Bloomberg

L'explication en est le soutien massif déjà accordé, sans parler des injections budgétaires imminentes. Aux États-Unis, **Joe Biden** voudra imprimer sa marque le plus rapidement possible avec le nouveau « **package** » de soutien. **À plus long terme**, des investissements seront réalisés via les « **nouvelles donnes vertes** » qui se profilent aux États-Unis et dans l'Union européenne. L'aspiration à recouvrer « une vie normale » et la disponibilité de réserves d'épargne, qui plus est à la rémunération quasi nulle, peuvent inciter les gens, une fois qu'ils pourront dépenser librement, à le faire à concurrence d'une part importante des surcroûts accumulés depuis un ans. Dans ses « Perspectives de l'économie mondiale » de janvier, le FMI met donc en avant des taux de croissance en rebond. Pour cette année, elle attend 4,2% pour la zone euro et pas moins de 5,1% pour les États-Unis. L'an prochain, la zone euro (+ 3,1%) devrait faire un peu mieux que les États-Unis (+ 2,5%).

... ce qui pourrait conduire à une accélération de l'inflation

Si l'augmentation de la demande du consommateur, affranchi des contraintes et des peurs actuelles, se heurte à une offre insuffisante, cela pourrait conduire à une accélération de l'inflation. Ainsi, les constructeurs automobiles ont communiqué qu'ils ne trouvaient pas assez de puces pour répondre à la demande et les entreprises de construction ont fait savoir qu'il y a une pénurie de matériaux isolants, dont les prix ont fortement augmenté. De plus, le prix de revient du transport de conteneurs a explosé ces dernières semaines.



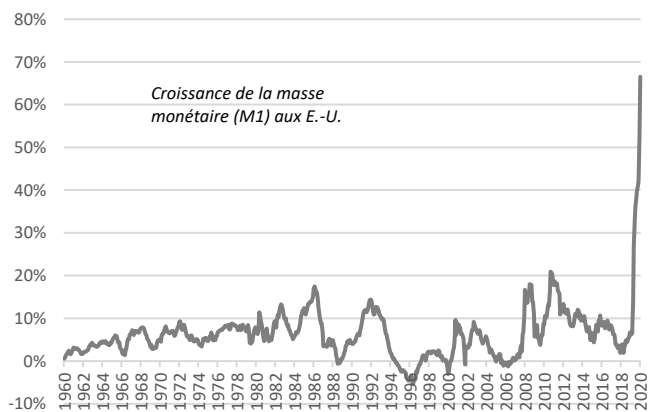
Source : Bloomberg

Ce sont bien entendu des éléments anecdotiques et de telles situations peuvent changer assez rapidement, mais le volet « prix payés » de l'enquête menée auprès des responsables d'achat dans les entreprises montre clairement que le **coût des produits semi-finis a tendance à augmenter.** Dans le passé, il s'agissait d'un **indicateur fiable de la hausse des prix à la production**, qui à son tour **se traduit par des chiffres d'inflation plus élevés avec le temps.**

À moyen terme, il semble que la très faible inflation de la dernière décennie appartienne au passé. **Le déclin de la population active** dans « l'atelier du monde », la **Chine**, renforce le pouvoir de négociation des travailleurs et pourrait éventuellement conduire à une hausse des salaires. La **relocalisation et la diversification** pour rendre la production moins vulnérable peuvent également peser sur les coûts de

production, et ceci se répercuterait sur les prix de la consommation finale. **La doctrine de la banque centrale**, Federal Reserve américaine en tête, est également **en train d'opérer sa mue**, passant d'un objectif d'inflation en instantané à un objectif de moyenne sur un cycle économique. Cela signifiera que les banques centrales seront moins susceptibles de fermer le robinet de l'argent gratuit.

D'aucuns avancent que l'inflation ne reviendra pas plus maintenant qu'elle n'est revenue avec le Quantitative Easing d'après crise financière. Cela ne nous convainc pas pour deux raisons. D'abord, la masse monétaire a augmenté beaucoup plus fortement maintenant qu'à l'époque.



Source : Bloomberg

Ensuite, une grande partie de la masse monétaire supplémentaire avait alors été absorbée par une augmentation de ce qui est appelé « les réserves excédentaires » et, ce faisant, n'a pas abouti dans l'économie réelle. C'est maintenant clairement différent. Les pays ont poursuivi et poursuivent une politique budgétaire active pour soutenir les entreprises et les consommateurs. L'argent qu'ils ont reçu et qu'ils recevront encore sera - au moins en partie - dépensé. Attention, ce n'est pas que nous nous attendions à une inflation galopante. Si cela devait prendre cette tournure, les banques centrales inverseraient la vapeur. Toutefois, il nous semble possible que les banques centrales non seulement s'accommodent d'un peu plus d'inflation mais cherchent même à provoquer cette accélération, et donc **que l'inflation dans les années à venir soit plus élevée que ce qui est actuellement attendu par le marché.**

Le rentier paiera la facture

La combinaison de **taux d'intérêt qui resteront longtemps bas**, du fait de l'action des banques centrales, et d'une **inflation qui augmentera quelque peu** poussera les **taux d'intérêt réels plus**

profondément dans le rouge, ce qui devrait maintenir la hausse du taux d'endettement de nos économies gérable. Cette **répression financière** par la banque centrale, similaire à ce que nous avons vu après la Seconde Guerre mondiale, aura **un double effet**. Premièrement, la valeur actualisée des bénéfices futurs augmentera en raison de la poursuite de la baisse du taux d'actualisation réel. En combinaison avec le caractère inintéressant de l'alternative obligataire, cela garantit que **le risque de correction boursière importante diminue**. Le second effet est que le « rentier », l'investisseur prudent qui ne participe pas à la croissance économique au travers d'investissements en actions, **paiera la facture**. Il verra la valeur de son patrimoine être érodée par l'inflation. Compte tenu de ces effets, les investisseurs devraient se regarder dans le miroir et se demander si, dans une perspective de plus long terme, ils ne sont pas sous-exposés aux actions. Bien entendu, il faut veiller à ce que le risque pris reste proportionnel à l'appétit pour le risque et à la tolérance envers celui-ci.

Un optimisme modéré semble approprié

La conclusion ci-dessus ne signifie pas que le risque global au sein d'un portefeuille doit être augmenté brusquement. La réaction positive du marché après l'heureuse nouvelle des vaccins en novembre dernier est logique. Néanmoins, cela est allé très vite ces dernières semaines, et le nombre d'excès de marché et de spéculation semble augmenter. **Une correction limitée - ne peut donc être exclue**. Cela **pourrait offrir une opportunité** d'augmenter le poids des actions. Les investisseurs plus avertis voudront peut-être profiter de la volatilité encore élevée pour percevoir les primes d'assurance liées à la vente d'options.

Les **obligations** restent généralement **inintéressantes** dans le scénario décrit ci-dessus. Comme il nous semble plutôt improbable, malgré les émissions massives attendues, que les taux d'intérêt aux **États-Unis** augmentent significativement, la **petite hausse de taux d'intérêt récente peut être utilisées pour acheter des bons du Trésor** supplémentaires. Cependant, il faut s'assurer que le risque dollar n'augmente pas trop. Les **obligations protégeant contre une hausse de l'inflation peuvent, à notre avis, encore être achetées** compte tenu de l'inflation implicite actuelle à 10 ans ($\pm 1,2\%$ sur la base du Bund). Sur les obligations d'entreprises, nous resterions prudents sur le segment plus spéculatif (high yield). **Nous préférons prendre des risques sur des actions de qualité plutôt que sur des obligations anciennement qualifiées de « pourries », traduction de « junk bonds ».**

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.