

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Ne pas confondre conséquence et cause

« Ne pas confondre conséquence et cause », voilà un titre à l'envers : on s'attend a priori à lire les choses dans l'autre ordre, « ne pas confondre cause et conséquence ». Exprimer ainsi les choses à l'envers est pourtant intentionnel, et vise à traduire le fait que nombre d'observateurs prennent comme cause possible d'un ralentissement conjoncturel ce qui est d'abord la conséquence d'une conjoncture porteuse. Et cela à trois égards: la Chine, les pénuries et le resserrement monétaire. Examinons ces trois « peurs » tour à tour..

Chine

En témoigne la nette sous-performance boursière des marchés émergents, la Chine inquiète, et ce qui inquiète d'abord, ce sont les mesures prises par les autorités à l'encontre d'un certain nombre d'entreprises ou de secteurs, et pas que dans le domaine technologique. Non-respect de la vie privée, atteinte à la concurrence, activité indésirable (les jeux vidéos qualifiés de « opium mental »), dégradation de l'environnement, creusement des inégalités, endettement excessif, les motivations pour l'interventionnisme politique sont multiples.

Or, la Chine est devenue la deuxième puissance économique mondiale. Cela induit que si ce moteur de la conjoncture qu'est devenu l'Empire du Milieu venait à connaître des ratés, cela aurait de graves répercussions planétaires, tant sur l'activité économique que sur les marchés financiers.

Il convient de suivre ces développements avec tensions, mais à ce stade il nous semble inapproprié d'y voir l'annonce d'un brutal coup de frein conjoncturel. D'abord, même si des géants comme Alibaba ou DiDi sont directement concernés, cela n'affecte qu'une petite partie de l'économie chinoise. Ensuite, ne voyons pas cet interventionnisme comme nécessairement négatif. L'économie gagne à une bonne régulation publique. Bien sûr, une partie des mesures prises peuvent s'expliquer davantage par le désir d'envoyer un signal clair de suprématie du Parti communiste ... et de son leader Xi Jinping mais ceci n'est d'une certaine manière pas vraiment une surprise. Enfin, pour des raisons précisément de stabilité politique interne, les autorités ne prendront pas le risque d'un ralentissement trop brutal de l'économie. Et, au besoin, elles disposent des moyens nécessaires pour faire réaccélérer celle-ci. C'est parce que l'économie va bien que la Chine a pris de telles mesures, et non que l'économie va aller mal à cause d'elles.

Les pénuries

Qu'il s'agisse de la construction, de l'automobile ou d'autres secteurs, la question des pénuries et des délais de livraison auxquels les entreprises sont confrontées est omniprésente.

Bien sûr, l'économie n'a rien à gagner à des goulets d'étranglement mais ici encore sachons voir qu'ils sont la conséquence d'une économie qui a vivement rebondi plus qu'ils ne sauraient être la cause d'une rechute. D'abord, ici aussi, ces matières ne concernent que certains secteurs.

Ensuite, il faut tenir compte de l'effet auto-correcteur de la hausse des prix qui en résulte. Si un intrant devient plus onéreux, l'incitation à en produire plus s'accroît, de même que l'incitation à chercher à y substituer d'autres intrants, ou à en faire un usage plus parcimonieux. Enfin, l'acheteur, lui aussi, s'adapte, et reporte sa consommation sur un substitut. L'amateur frustré de ne pouvoir acquérir instantanément le nouveau vélo de ses rêves va peut-être patienter ... mais aussi, entre-temps, consommer davantage d'autre chose.

La politique monétaire

La troisième frayeur de l'heure, après la Chine et les pénuries, est celle d'un brusque resserrement de la politique monétaire, qui pourrait être motivé par une remontée jugée excessive de l'inflation. Mais ici, encore, cela semble être une inversion logique. S'il devait y avoir resserrement monétaire, c'est parce que l'économie serait jugée franchement dynamique par les banquiers centraux. Il ne faut donc pas avoir à l'esprit le scénario d'une contraction de l'économie du fait de taux d'intérêt relevés.

Nous le savons, les taux d'intérêt sont anormalement bas ... mais l'étonnement face à cette situation doit s'accompagner d'un second étonnement, celui que cet état de fait n'a pas provoqué les dommages collatéraux que l'on aurait pu redouter. Ainsi, il n'y a pas de « révolte » des épargnants prudents contre la perte de pouvoir d'achat liée à un taux d'intérêt sensiblement inférieur au taux d'inflation et il n'y a pas d'emballement spéculatif du crédit hypothécaire.

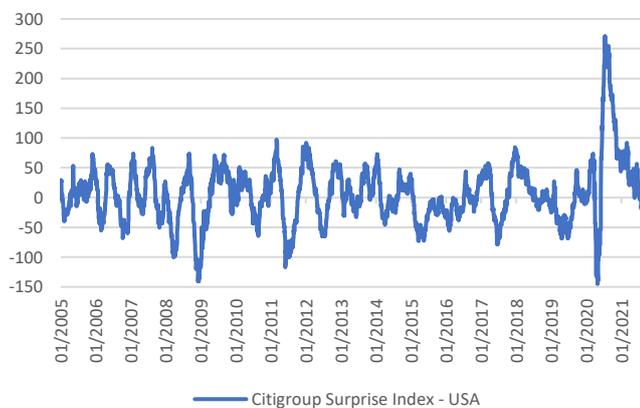
On ne peut exclure un certain retour en grâce du discours « ordo-libéral » à la banque centrale européenne mais le pragmatisme est plus fort. « Mourir pour des idées, d'accord, mais de mort lente », a dit le poète. Nos économies gagneraient à connaître un peu plus d'inflation et nos Etats ont besoin de voir les taux d'intérêt réels effectifs sur leur dette publique rester au plancher. Quitte à avoir encore plus de financement monétaire de cette dette ou à envisager un compartimentage du marché obligataire, avec des taux d'intérêt « de faveur » pour les emprunts souverains.

En conclusion, il apparaît que la Chine, les pénuries et le resserrement monétaire, souvent présentés aujourd'hui comme les grands risques d'inflexion conjoncturelle, ne doivent pas inquiéter à l'excès. L'économie connaît des effets stabilisateurs, et c'est une bonne chose. Tant mieux que certains prix montent et que certaines pénuries se manifestent quand tout va bien, cela envoie des signaux qui contribuent à une meilleure allocation des ressources disponibles. Et tant mieux si les autorités prennent des mesures restrictives quand les choses vont bien. Cela ne signifie pas bien entendu qu'il n'y aura plus jamais d'accident conjoncturel. Non, il y aura encore des creux, mais il est des sources de danger qu'il convient de mettre en perspective.

ALLOCATION & STRATEGIE

L'économie américaine tourne à plein régime ...

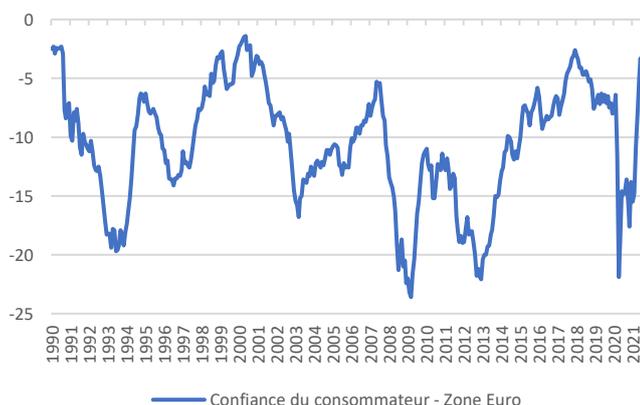
Les statistiques économiques publiées cet été ont atteint des niveaux qui n'avaient plus été mesurés depuis des années. Aux États-Unis, **les consommateurs ont utilisé avec empressement les chèques de relance** reçus au début du deuxième trimestre et **le taux d'épargne est revenu à la normale**. En conséquence, les dépenses personnelles ont augmenté d'un peu moins de 12 % en rythme annualisé, égalant la performance du premier trimestre. À l'exception de ce qui a trait aux nouveaux bâtiments, **l'investissement des entreprises a également été dynamique**. Certes, ces données ont été, comme le montre l'indice de surprise de Citigroup, inférieures aux attentes des économistes, mais cela ne nous inquiète pas. Après avoir été trop prudents durant des mois, les conjoncturistes ont ici fait montre d'un peu trop d'optimisme.



Source: Bloomberg

... tout comme l'économie de la zone euro

En outre, la pénurie de composants, à la suite de laquelle une partie de la demande ne peut être satisfaite, joue également un rôle. Un bon exemple en est la baisse de la production industrielle allemande en raison de problèmes de stocks et de manque de composants, ce qui, entre autres, entrave les usines automobiles. Cependant, cela **n'empêche pas les producteurs européens de rester positifs**. **Les consommateurs européens restent également très optimistes** et – malgré la résurgence de la pandémie due au variant delta – **affichent une propension à dépenser facilement**.



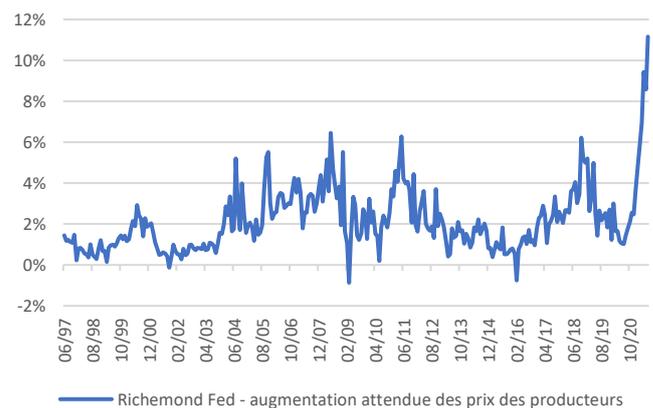
Source: Bloomberg

L'augmentation des prix de l'immobilier n'annonce pas une nouvelle crise...

Ces derniers mois, la **forte hausse des prix de l'immobilier en Europe et aux États-Unis** a été frappante. Les prix dans les 20 plus grandes villes métropolitaines des États-Unis sont en augmentation d'environ 20 % en glissement annuel, soit davantage que ce que nous avons vu il y a environ 15 ans, juste avant la crise des subprimes. Néanmoins, **nous ne pensons pas être de nouveau à la veille d'une crise immobilière**. Après tout, nous constatons **2 différences fondamentales** : d'une part, **l'absence de spéculation généralisée** par laquelle les prêts hypothécaires de débiteurs non solvables se répandent dans le monde bancaire international sous la forme de CDO et, d'autre part, le fait que ce qu'on appelle **l'accessibilité** – qui mesure la moyenne de la charge hypothécaire mensuelle par rapport aux revenus des ménages emprunteurs – reste supérieure à la moyenne, bien que le ratio ait évolué dans le mauvais sens ces derniers mois.

... mais elle aura un impact sur l'inflation...

L'augmentation des prix des logements et des loyers se traduira avec un certain retard par une pression supplémentaire sur l'inflation. Avec un poids d'environ 30 %, le **logement est de loin la composante la plus importante de l'indice CPI** (pour l'indice PCE, calculé différemment, la pondération est de 15 %). Depuis le déclenchement de la pandémie il y a un an et demi, on constate une **forte augmentation des prix des matières premières et des coûts de transport** (transport d'un conteneur de Chine vers l'Europe ou les USA a multiplié par 5 ou 6). **Les entreprises indiquent qu'elles répercuteront ces coûts et qu'elles augmenteront significativement les prix dans les prochains mois**.

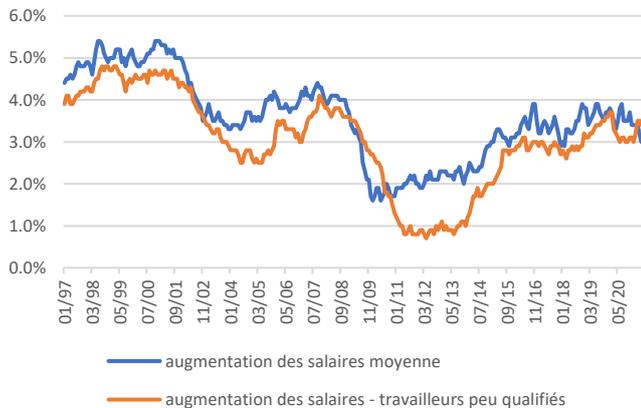


Source: Richmond Federal Reserve

... toutefois nous ne nous attendons pas à une spirale inflationniste

La hausse de l'inflation « Cleveland Trimmed Mean », qui exclut les 15 % des composantes d'inflation qui augmentent le plus rapidement et qui diminuent le plus dans le chiffre publié, indique que **la hausse du niveau des prix se généralise**. **Est-ce à dire qu'il faut craindre une spirale inflationniste ? Nous ne le pensons pas**. Certains des **effets de base**, tels que l'augmentation des prix du pétrole ou du prix des voitures d'occasion, qui a atteint jusqu'à 40 % aux États-Unis en raison de problèmes de production de voitures neuves,

s'estomperont durant les mois à venir. De plus, une spirale inflationniste n'est possible que si la hausse de l'inflation se traduit par des revendications salariales plus élevées. Or, malgré l'augmentation du nombre de postes vacants, ce n'est pas encore le cas car le taux d'emploi reste encore largement inférieur au niveau d'avant covid.



Source: Bloomberg

Prudence en obligations

Etant donné que l'inflation – y compris dans la zone euro où elle se situe actuellement à 3% – est bien supérieure à ce que nous avons vu au cours de la dernière décennie et pourrait même encore augmenter dans les prochains mois, **la prudence sur les obligations reste de mise. Leurs rendements nominaux faibles – et souvent négatifs en Europe – sont loin de compenser l'inflation.** Nous restons **favorables à la détention** d'une part significative du portefeuille obligataire au travers **d'emprunts indexés sur l'inflation** dont le principal et les coupons sont immunisés contre la hausse des prix. Ne perdons pas de vue

qu'il est tout à fait possible que, dans les années à venir, l'inflation effective dépasse l'inflation attendue par les marchés financiers.

Plus positif sur les actions malgré le risque de baisse temporaire

Si les **analystes** ont revu à la hausse leurs prévisions de bénéfices après les très bons résultats publiés au cours du premier trimestre, la publication des résultats et des ventes du **deuxième trimestre a montré qu'ils avaient été de nouveau trop prudents.**

	Croissance des ventes		Croissance du bénéfice	
	Attendue	Réalisée	Attendue	Réalisée
Etats-Unis	20.9%	25.5%	76.4%	92.8%
Europe	25.1%	28.4%	232.6%	258.7%

Source: Bloomberg

Cela signifie qu'ils **seront obligés de revoir à la hausse leurs anticipations**, de sorte que – malgré la belle hausse des marchés boursiers – les rapports cours / bénéfices n'augmenteront pas. Toutefois, ceci ne nous met **pas à l'abri d'une rechute temporaire. Les marchés actions sont en hausse depuis plus d'un an sans correction significative, ce qui est assez exceptionnel** d'un point de vue historique. Un **repli** serait une bonne **opportunité pour augmenter la pondération des actions** au sein du portefeuille, à condition que l'environnement ne change pas trop. En attendant, vous pouvez choisir de couvrir une partie du portefeuille par des options, car le coût de cette protection – même s'il n'est pas encore historiquement bas – est loin d'être exorbitant.

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.