

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Quand la cause importe plus que la conséquence

C'est, dit-on, un principe éducatif d'importance : ne pas réagir à une bêtise commise par un enfant en fonction des conséquences de son comportement, mais en fonction de la cause. Une mauvaise intention doit amener une réaction plus forte qu'une imprévoyance et, a fortiori, qu'un accident fortuit, même si le résultat de la mauvaise intention est moins grave que celui de l'accident. La cause importe donc plus que la conséquence. Il en va de même sur les marchés financiers, où bien réagir au comportement des marchés demande de remonter aux facteurs qui l'expliquent. Et il y a une ressemblance additionnelle entre les deux situations : nous ne sommes jamais certains des intentions des enfants – et nous sommes tous de grands enfants – et nous ne savons jamais avec certitude pourquoi les marchés montent ou baissent.

Sur les marchés, le trait marquant du mois de février aura été la nette remontée des taux d'intérêt à long terme, à commencer par ceux des obligations souveraines américaines. La stratégie d'investissement doit évidemment intégrer ce fait nouveau mais elle se doit aussi d'en comprendre le pourquoi car, en fonction de la réponse qui sera donnée, l'ajustement à implémenter dans la structure des portefeuilles sera radicalement différent. Incidemment, voilà qui réjouit le conjoncturiste du secteur financier. Mis, lui aussi, en chômage technique au printemps dernier, quand les marchés montaient alors que l'activité s'effondrait, il trouve ici un beau terrain d'analyse.

Attention danger

Une hausse des taux d'intérêt à long terme peut occasionner de graves dégâts financiers, au travers des canaux suivants :

- Induire des moins-values sur les obligations détenues ;
- Générer des inquiétudes sur la santé financière des opérateurs endettés, à commencer par les Etats, induisant méfiance et emballement des taux ;
- Entraver l'activité économique, en pénalisant l'investissement des entreprises et la consommation, ce qui peut aussi avec des effets de cercle vicieux avec les taux d'intérêt ;
- Comprimer la valeur actualisée des bénéfices futurs des entreprises cotées et donc conduire à une perte d'attrait, en termes absolus, pour les actions ;
- Rendre l'investissement en actions moins attractif en termes relatifs, par rapport aux titres à revenus fixes.

Une manière, si besoin était, de percevoir le danger d'une hausse des taux longs est dans un effet miroir, quand la baisse des taux se révèle bénéfique. Si les bourses ont traversé la récession majeure liée à la Covid-19 sans trop avoir eu en souffrir – comme en Europe – ou même en progressant –

comme aux Etats-Unis et dans les marchés émergents – c'est pour des raisons diverses, sur lesquelles les observateurs placent des accents différents, mais il fait l'unanimité que l'attitude des banques centrales a joué un rôle de premier plan. Avec des taux en hausse, il en aurait été tout autrement.

Risque limité

La remontée des taux d'intérêt peut être très dangereuse ou relativement bénigne, selon ce qui l'occasionne. Si la hausse récente des taux venait d'une brutale perte de confiance du public envers la capacité des autorités publiques à contrôler la situation ou de l'anticipation d'un revirement de la politique monétaire, associé à un retour en grâce de l'orthodoxie classique parmi les banquiers centraux, le signal serait très inquiétant. Nous pourrions alors être confronté à une triste combinaison entre activité en berne et taux d'intérêt élevés.

Notre lecture des événements est toutefois d'une autre nature. Si les taux remontent, c'est dans la foulée du débat sur l'amplitude du programme de soutien budgétaire annoncé par le nouveau Président américain Joe Biden. Deux économistes de premier plan, Larry Summers et Olivier Blanchard, tout en reconnaissant que les temps n'étaient évidemment pas à promouvoir l'austérité, ont mis en avant le risque de surchauffe de l'économie. L. Summers a mis en avant qu'en regard de la sous-utilisation de l'économie (« *output gap* »), les mesures aujourd'hui sur la table sont de l'ordre de 6 fois plus importantes que celles avancées pour sortir de la Grande Crise Financière d'il y a une douzaine d'années et que pour nombre de ménages l'aide allait faire que leur pouvoir d'achat aura augmenté par rapport à la situation d'avant Covid. Pour O. Blanchard, sauf à supposer que les ménages épargneront la plus grande part des transferts budgétaires reçus et à recevoir, l'économie ne pourra pas répondre à la demande débridée des consommateurs. Ce qui se dessine est alors un risque d'inflation en arrière-plan d'une économie qui, loin d'être atone, serait en fait sur-vitaminée.

La remontée des taux ne participe donc pas d'une logique de méfiance collective où la banque centrale devient impuissante ou choisit de se rendre impuissante mais, à l'opposé, d'un scénario de reprise trop vigoureuse de la consommation finale. Ceci n'est évidemment pas sans influencer les portefeuilles. Si, dans le premier cas, il aurait fallu réduire le poids des actions au profit des liquidités, ce n'est pas le cas dans le second cas, où là, en outre, il faut veiller à avoir une part significative des obligations protégées contre une résurgence de l'inflation.

Etienne de Callatay – etienne.decaltatay@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.