

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Vivent certains problèmes

C'est parce que l'économie va bien que nous connaissons certaines difficultés, notamment des pénuries ponctuelles, et non parce que nous connaissons ces difficultés que l'économie va aller mal. Tel était notre message optimiste il y a deux mois. Sous le titre « Ne pas confondre conséquence et cause », nous avons évoqué ces pénuries, ainsi que les mesures de rérégulation de l'économie en Chine. Cet optimisme n'a pas été directement partagé, à en juger par le recul des bourses en septembre, mais au mois d'octobre celles-ci ont affiché une belle progression.

Chine

Notre vision sur les mesures restrictives prises en Chine n'a pas changé en deux mois. Si les autorités se permettent de prendre de telles dispositions « à rebrousse-poil », c'est parce qu'elles sont convaincues non seulement de leur bien-fondé mais aussi de la vigueur sous-jacente de l'économie nationale ou, à défaut, de la capacité à restimuler cette dernière au cas où les mesures en question auraient un effet conjoncturel négatif trop marqué.

Loin de nous inquiéter des difficultés de la société immobilière Evergrande, nous considérons qu'il s'agit là de la conséquence d'un tour de vis salutaire. Tant mieux que la Chine ose enfin s'en prendre à la vive croissance de l'endettement privé, un danger majeur sur lequel le FMI a attiré l'attention depuis des années. Il vaut mieux payer le prix d'une faillite plus ou moins contrôlée maintenant que laisser la bulle résidentielle enfler de plus belle, dont l'explosion inévitable ferait des dégâts démultipliés.

Nous pouvons ici faire référence au mot, célèbre dans les milieux de la politique monétaire, de William McChesney Martin, président de la Federal Reserve, la banque centrale américaine, de 1951 à 1970. Il voyait son institution comme « *le chaperon qui doit ordonner de retirer le bol de punch alors que la soirée commence à s'animer* ». Une autre image vient à l'esprit : jeter du sable dans les engrenages est un moindre mal quand la machine s'emballe.

Prix de l'énergie

L'inflation a fortement accéléré ces derniers mois, tirée à la hausse par le renchérissement du gaz, du pétrole et de l'électricité. Il s'agit bien entendu d'immuniser le pouvoir d'achat des personnes à moindres revenus, mais cette inflation énergétique est à la fois une conséquence d'un fait heureux et le passage obligé d'un changement que nous nous permettons de qualifier d'existentiel. Le fait heureux, c'est la vigueur de la reprise économique, avec une activité mondiale qui dépasse le niveau d'avant la pandémie. Et le changement, c'est bien sûr celui de la réduction de notre consommation énergétique et le développement des énergies renouvelables.

La transition environnementale passe bien sûr par d'autres canaux, tels l'information, la sensibilisation ou le progrès technologique, mais le rôle des prix relatifs, mécanisme économique de base, reste fondamental. Avec un prix plus élevé pour l'énergie fossile, nous renforçons l'incitation à mieux isoler nos logements, à produire et consommer localement, à rendre produits et processus de production moins énergivores, à augmenter la durée de vie des biens que nous acquérons, et aussi à investir dans de nouvelles technologies, durables.

Le prix des énergies fossiles va être influencés par trois paramètres environnementaux. Le premier est la réduction des investissements dans le secteur. Le tout récent World Energy Outlook de l'Agence Internationale de l'Energie réaffirme que le double objectif de zéro émission nette en 2050 et un réchauffement limité à 1,5° interdit tout nouveau développement dans les énergies fossiles. Les compagnies pétrolières et gazières sont donc dès maintenant confrontées au risque d'actifs échoués, ou « *stranded assets* », à savoir disposer d'équipements inutilisés avant d'avoir été amortis. Ce premier facteur va limiter l'offre, mais il en est un deuxième qui va jouer en sens opposé. Si vous êtes un pays disposant de réserves pétrolières ou gazières, la perspective de ne pouvoir les exploiter à un horizon de 30 ans maximum va vous inciter à essayer d'en commercialiser le plus possible tant que c'est possible. Ceci va rendre la discipline de contingentement de l'offre au sein de l'OPEP encore plus difficile à tenir. Le troisième facteur est la fiscalité, de type « permis de polluer » ou taxe carbone, qui va tirer la demande vers le bas. Notre scénario est que le prix de l'énergie pour l'utilisateur doit et va augmenter mais que le prix obtenu par les producteurs, lui, va être sous pression. Incidemment, cette inflation énergétique sera doublement bénéfique pour les Etats : elle est associée à des taxes additionnelles et elle réduit le poids réel de la dette publique.

Il convient d'être bien compris : l'analyse rassurante ci-dessus de ce qui inquiète aujourd'hui beaucoup d'observateurs, à savoir le ralentissement de la croissance en raison du coup de frein chinois et l'accélération de l'inflation, cocktail qui fait penser à la « stagflation » des années 70, n'a pas pour motivation l'envie d'être original ni pour cause un optimisme à tout crin. Non, toute mauvaise nouvelle ne cache pas une bonne nouvelle ! Un examen rationnel s'impose face à tout facteur de risque. Il se fait qu'à ce stade, tant pour la Chine que pour l'énergie, l'évaluation est clairement apaisante.

ALLOCATION & STRATEGIE

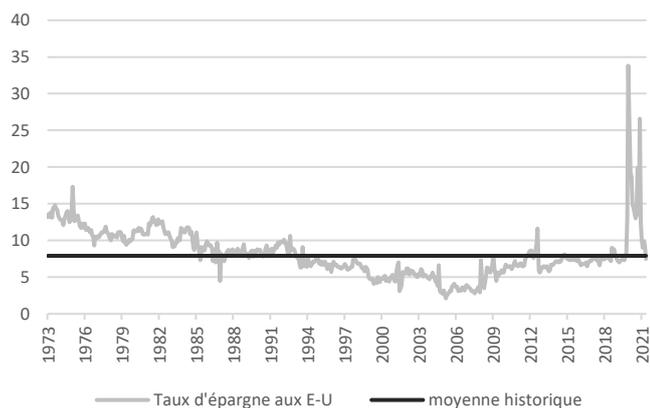
La confiance des producteurs atteint des sommets en Occident

Les indicateurs macroéconomiques restent bien orientés. La **confiance des producteurs** est très élevée tant dans la zone euro qu'aux États-Unis. Dans la **zone euro, nous sommes au-dessus des sommets que nous avons atteints au cours des 40 dernières années** et **aux États-Unis, l'indicateur précurseur ISM Services atteint son plus haut niveau depuis sa création il y a environ 25 ans**. Et tandis que l'indicateur ISM manufacturier a un peu baissé ces derniers mois, nous sommes toujours à des niveaux proches des sommets précédents.



...tout comme la confiance des consommateurs...

Le consommateur reste également confiant. Le fait qu'il paie plus cher ses biens et services ne semble pas trop le gêner pour le moment. La combinaison d'une hausse des prix des logements, avec « l'effet richesse » associé et de la facilité de trouver un nouvel emploi a conduit à une **normalisation du taux d'épargne**.

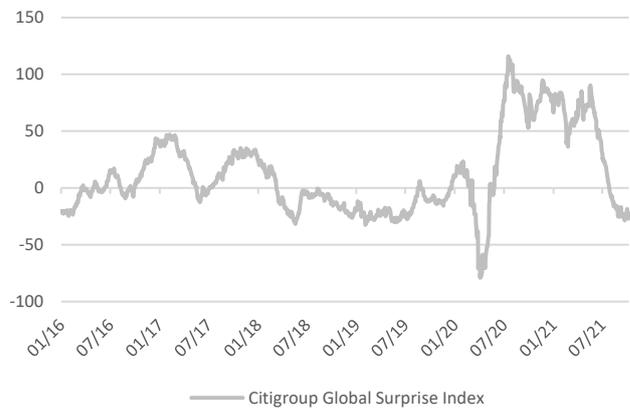


Si le taux d'épargne s'est normalisé, il reste que **l'épargne « excédentaire »** qui s'est accumulée pendant la pandémie, n'a **pas encore été entamée**. JP Morgan estime que la tirelire constituée depuis le début de la pandémie représente environ 7 % du PIB dans la zone euro et jusqu'à 12 % aux États-Unis. Il est probable qu'elle sera dépensée, au moins partiellement, au cours des prochains trimestres. Ceci, combiné à la nécessité de reconstituer les stocks qui se sont raréfiés, tant en Europe qu'aux États-Unis, garantira que **l'économie continuera de bien performer au cours des prochains trimestres**. Cela

encouragera à son tour les entreprises à investir, ce qu'elles ont fait trop peu au cours de la dernière décennie.

... mais n'arrivent pas à atteindre les attentes

Nous pensons que le fait que les **chiffres macroéconomiques publiés soient néanmoins restés en deçà des attentes tient à deux choses**.

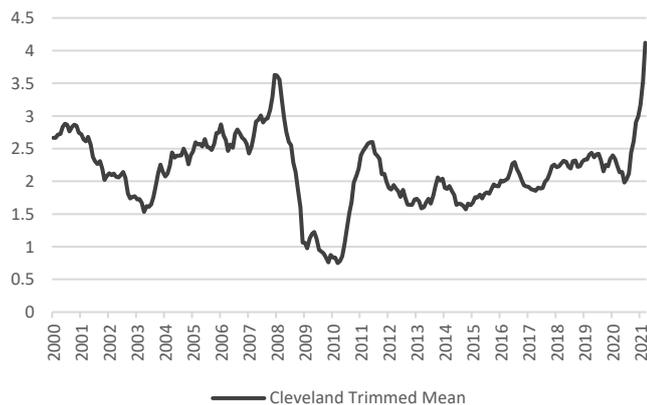


Premièrement, le fait que les **économistes** sont peut-être devenus un peu **trop optimistes** après avoir couru après les faits pendant des mois et, **deuxièmement, les problèmes d'approvisionnement** auxquels l'économie est confrontée. Ceux-ci existent depuis un certain temps, mais la résurgence de la pandémie ne lui fait évidemment aucun bien. Une étude récente du CDC américain (Center for Disease Control) indique que les personnes non vaccinées sont 5 fois plus susceptibles de contracter le corona et près de 30 fois plus susceptibles de se retrouver à l'hôpital. Dans le monde occidental, où le taux de vaccination est élevé à très élevé, un nouveau confinement semble très improbable. Donc la demande restera soutenue. En Asie, où sont fabriqués une large part des produits consommés en Occident, le taux de vaccination est considérablement plus faible, ce qui signifie que l'approvisionnement est davantage perturbé. **Ces goulets d'étranglement ont une influence évidente sur la croissance**. En France et en Italie, le PIB a augmenté respectivement de 3 et 2,6% au troisième trimestre, tandis que la croissance en Allemagne, où la production de biens - il suffit de penser à l'industrie automobile - et la grande exportation pèsent plus lourdement sur l'activité économique, à 1,8% était bien plus faible.

L'inflation s'accroît...

Une forte demande qui se heurte à une offre limitée est une recette pour une inflation plus élevée. Il n'est donc guère surprenant qu'elle a nettement augmenté ces derniers mois, en partie parce que les consommateurs étaient prêts à payer des prix plus élevés. **Dans la zone euro, les prix à la consommation ont augmenté d'environ 4 % en glissement annuel et aux États-Unis même de plus de 6 %**. **Jusqu'à récemment, ces hausses pouvaient s'expliquer par des phénomènes exceptionnels** - et donc logiquement temporaires -, tels le prix du bois qui a plus que doublé ou celui des voitures d'occasion, en lien avec la pénurie de voitures

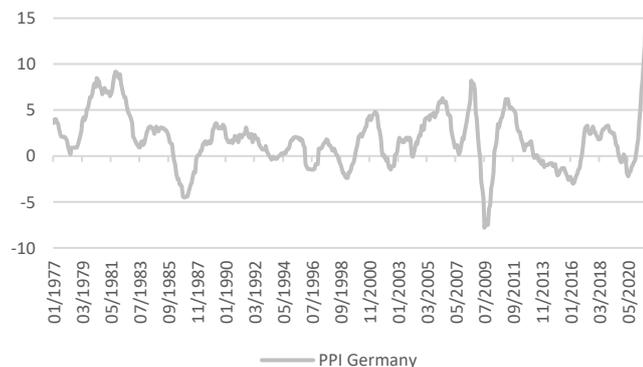
neuves. **Ce n'est plus le cas.** Comme le montre le graphique – qui montre l'évolution moyenne des prix sans tenir compte des extrêmes (8% de part et d'autre) – les hausses de prix se généralisent.



Source: Bloomberg

... tout comme les prix à la production

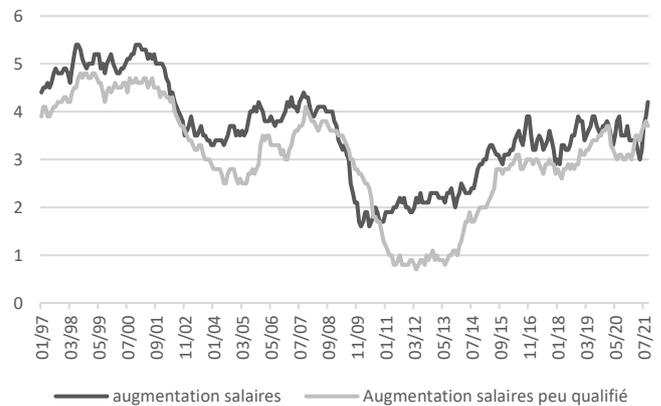
Les prix à la production sont également en forte hausse tant en Europe qu'aux États-Unis. En Allemagne, ils ne se sont jamais autant appréciés depuis 1977.



Source: Bloomberg

... mais en ce moment pas de spirale inflationniste

La combinaison de la hausse des prix à la production et à la consommation **pourrait faire craindre que l'inflation ne devienne incontrôlable. Cette crainte nous semble excessive** pour le moment. **D'abord**, parce qu'un certain nombre **d'effets de base commencent à servir d'ancrage** : récemment, après leur très forte hausse, les prix des transports et de l'énergie ont commencé à se stabiliser, voire à baisser légèrement. Nous voyons quelque chose de similaire avec les métaux industriels. De plus – et c'est bien plus important – il n'y a **actuellement aucune spirale d'inflation des salaires**. S'il est indéniable que les salaires augmentent aux États-Unis, ils n'augmentent (pour l'instant) pas plus vite que ce que nous avons vu ces dernières années.



Source: Bloomberg

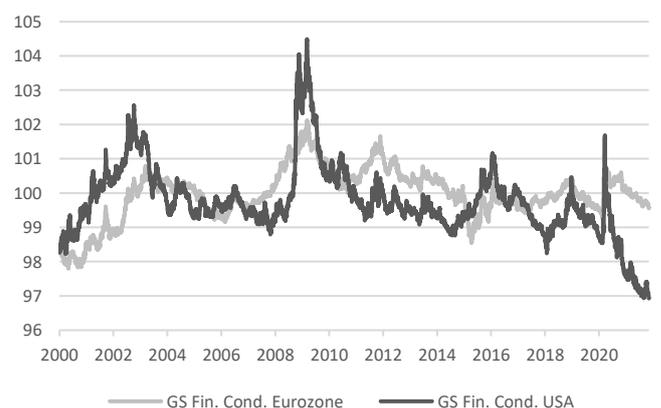
En Europe, nous voyons une image similaire : en Allemagne, les syndicats ont demandé une augmentation de salaire moyenne de 5%, mais se sont finalement satisfaits d'une moyenne de 2,3%. Il est clair que les travailleurs des deux côtés de l'Atlantique s'attendent à un retour à la normale de l'inflation. Les économistes s'attendent à quelque chose de similaire : d'ici 2023, l'inflation devrait avoisiner 1,5% dans la zone euro et un peu plus de 2% aux États-Unis.

La FED annonce le « tapering »...

En raison de la montée de l'inflation, J. Powell, le président de la banque centrale américaine, avait déjà indiqué en septembre qu'un « tapering » du QE était imminent. Ainsi, la nouvelle qu'à partir de novembre les achats d'obligations diminueront de 15 milliards de dollars (10 milliards de dollars d'obligations d'État et 5 milliards de MBS, des obligations adossées à des hypothèques) chaque mois, avant de s'éclipser complètement d'ici le milieu de l'année prochaine, **n'a donc pas été une surprise**. De plus, J. Powell a indiqué que la FED pourrait « accélérer ou ralentir » si nécessaire. Il est également devenu clair du procès-verbal que la FED maintiendrait les taux d'intérêt à court terme actuels jusqu'à ce que l'emploi et l'inflation maximum de 2% soient atteints dans la durée. Sur la base des anticipations des gouverneurs de la FED (approche dite DOT plot), le taux d'intérêt à court terme ne serait que de 1% fin 2023, ce qui reste très bas d'un point de vue historique.

... en zone euro, une augmentation des taux est improbable

En zone euro, le resserrement monétaire de la BCE semble plus éloigné. Sur la base de l'indice des conditions financières de Goldman Sachs, nous pouvons conclure que, **contrairement aux États-Unis, il est moins nécessaire de serrer les rênes**.



Source: Bloomberg

De plus, une **réduction trop brutale du QE pourrait entraîner un élargissement significatif des spreads pays**, ce que la BCE préférerait éviter. Enfin, la stratégie monétaire récemment ajustée crée un triple verrou de conditions à une hausse des taux d'intérêt. L'inflation doit dépasser les 2% dans les 18 mois selon le bureau d'étude de la BCE. De plus, elle doit y rester au moins 18 mois. En outre, l'inflation «sous-jacente», qui exclut les prix plus volatils de l'énergie et de l'alimentation, devrait également être suffisamment proche de l'objectif de 2%. Pour le moment, il semble donc peu probable que la BCE suive ses collègues de Norvège et du Canada.

Continuer de sous-pondérer les obligations...

Récemment, les taux d'intérêt dans la zone euro ont quelque peu augmenté et les spreads pays se sont élargis, notamment en Italie. Une nouvelle augmentation limitée ne peut être exclue, mais une **forte augmentation semble peu probable**, en partie parce que la BCE continuera de mener une politique très souple. Des portefeuilles très fortement sous-pondérés en obligations peuvent profiter de cette hausse des taux d'intérêt pour acheter des obligations d'État italiennes. Néanmoins, **une sous-pondération des obligations aussi bien en termes de poids qu'en termes de maturité moyenne reste appropriée**. La remontée récente des taux d'intérêt réels, qui restent cependant toujours clairement négatifs, peut être utilisée pour acheter des obligations indexées sur l'inflation. Si le scénario d'inflation venait à changer de manière inattendue, ils protégeraient contre une forte hausse de l'inflation. **Au sein du segment obligataire, nous continuons d'opter pour les obligations d'État** car le rendement supplémentaire offert par les obligations d'entreprise et en particulier les obligations à haut rendement est trop faible pour justifier le risque supplémentaire

... et surpondérer les actions

Au total, **les actions restent la classe d'actifs la plus appropriée** à l'heure actuelle, en partie en raison du manque d'attractivité des alternatives. Un portefeuille suffisamment diversifié doit pouvoir compenser au moins une part significative de l'inflation à moyen terme. Lors de la publication des résultats du

troisième trimestre, les chefs d'entreprise ont indiqué qu'ils n'avaient pas trop de problèmes pour répercuter l'augmentation des coûts des intrants sur leurs clients. **L'augmentation marquée de la différence entre les augmentations de prix et les augmentations de salaires**, qui est une estimation approximative de l'évolution de la marge brute, **suggère que**, comme au cours des trimestres précédents, **les profits continueront d'évoluer positivement**.



Source: JP Morgan

En raison de la forte augmentation des bénéfices des entreprises, **les actions**, et donc malgré la bonne tenue des marchés, **sont devenues meilleur marché au lieu de plus chères** depuis le début de l'année. La combinaison de tous ces éléments nous amène à conclure qu'une surpondération limitée des actions reste appropriée. En cas de correction – dans des circonstances par ailleurs inchangées – le poids des actions peut encore être augmenté. **La volatilité** actuelle relativement **limitée** des actions **fait de l'achat d'options de vente une piste intéressante pour protéger le portefeuille contre une correction temporaire**, ce qui n'est pas à exclure compte tenu de la hausse quasi continue de l'année écoulée.

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.