

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Autres temps, autres mœurs monétaires

Un consommateur qui consomme, un entrepreneur qui entreprend, un environnement monétaire et budgétaire accommodant qui le reste même si les bilans des banques centrales cessent de gonfler et même si les déficits publics se contractent, et des profits des entreprises cotées qui continuent d'enfler. Tels étaient les ingrédients de base à la fois de notre scénario macroéconomique et de notre regard sur les marchés financiers.

A en juger par le début 2022 plus que chahuté sur les marchés financiers, nous devrions d'urgence revoir et le scénario et le regard. Quitte à paraître obstiné, ce n'est pas le cas.

Ukraine

A en juger par les commentaires et, en amont, par les nouvelles qui secouent les marchés, ce sont les bruits de botte en Ukraine et le resserrement de la politique monétaire américaine qui inquiètent. Pour nous, ceci n'est pourtant pas de nature à altérer substantiellement l'environnement économique et les perspectives financières. Notre plus-value dans l'examen des tensions avec la Russie est proche de zéro, mais nous considérons que même le scénario d'une invasion militaire russe ne mérite pas, sur le strict plan financier, une large dépréciation des bourses. Il y a bien sûr la question de l'approvisionnement énergétique de l'Europe ou celle de la mobilisation de ressources pour des fins de défense nationale, des dépenses que l'économiste qualifiera souvent d'improductives, mais cela ne doit pas conduire à anticiper une amputation autre que très limitée des bénéfices des entreprises à l'échelle planétaire.

Taux d'intérêt

Une remontée des taux d'intérêt réels à long terme, où le terme réel signifie « après déduction de l'inflation », est d'une autre nature. Si elle devait être marquée, cela aurait un impact sévère sur la valorisation non seulement des obligations mais aussi des actions – et, incidemment, plus encore de l'immobilier. Une certaine remontée de ces taux est inéluctable, et est donc reflétée dans les prix des actifs actuels. Quand l'inflation passe de 2 à 6% et que les taux d'intérêt nominaux montent de 0,5%, comme cela été le cas au fil des trimestres récents, les taux réels baissent de 3,5 points de pourcentage. Personne, même avant les récentes turbulences boursières, ne s'attendaient à ce que les taux réels restent aussi bas, tout simplement parce que personne ne s'attend à ce que l'inflation demeure à 6% tout au long de 2022. Donc, une certaine remontée des taux réels était déjà intégrée dans les cours quand ils étaient au plus haut.

Pour que la baisse récente de la bourse soit rationnelle, il faudrait que la hausse des taux réels soit plus marquée que ce qui était anticipé. Cela pourrait être le cas, certainement, mais selon notre analyse, ce ne sera pas le cas dans une telle mesure que la prudence envers l'investissement en actions deviendrait de mise. En un mot, nous considérons que l'inflation d'aujourd'hui n'est pas de même nature que celle des années 70 et que Mr Powell, le dirigeant actuel de la banque centrale américaine, ne sera pas un nouveau Paul Volcker, son prédécesseur entre 1979 et 1987 qui est passé dans les livres d'histoire monétaire pour avoir cassé l'inflation, « quoi qu'il en coûte », et, de facto, au prix d'une fameuse récession.

« Quoi qu'il en coûte »

Aujourd'hui, le « quoi qu'il en coûte » a changé de camp ! Il est dans celui de la stabilisation de l'activité économique, et ici, au prix de l'orthodoxie tant budgétaire que monétaire. Dans notre esprit, inflation est associé à récession, car cela a caractérisé les années 70, qui ont commencé avec les effets différés des politiques expansionnistes américaines et se sont terminées avec la crise iranienne et le « second choc pétrolier », et cette association se syncrétise dans le néologisme de « stagflation ». Aujourd'hui, les circonstances sont différentes et l'inflation, loin d'être le mal économique absolu, a des vertus. En comprimant les taux réels, elle stimule l'activité économique, favorise l'investissement, finance la transition environnementale et allège le fardeau des dettes publiques et privées. Certes, l'inflation a des coûts. En particulier, elle diminue le pouvoir d'achat d'une partie de la population et elle rend l'accès à la propriété immobilière plus difficile. Parce que ces dommages collatéraux ont un impact politique et parce que ne pas réagir pourrait nuire à sa crédibilité, la Federal Reserve américaine se doit d'amender son discours, mais en inférer un changement radical dans les conditions financières est aller beaucoup trop loin. Dans les circonstances actuelles, calmer l'inflation au travers d'un resserrement monétaire serait peu efficace. Il faudrait donc infliger un coût économique disproportionné.

S'agissant d'un resserrement monétaire violent, nous dirions ceci : n'ayons pas peur de ce que nous ne pouvons pas nous permettre !

Etienne de Callatay – etienne.decaltatay@orcadia.eu

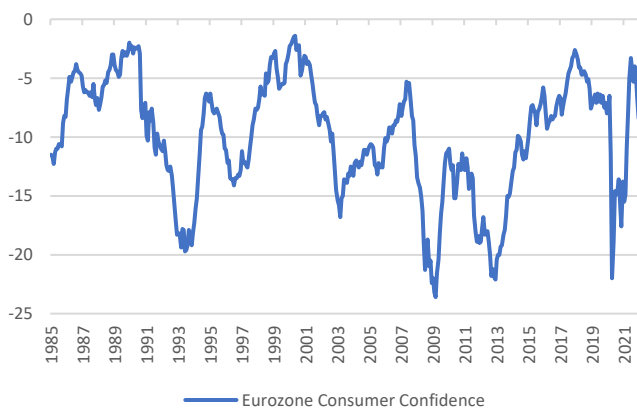
ALLOCATION & STRATEGIE

Une belle croissance économique...

L'année 2021 s'est terminée sur une note positive d'un point de vue économique. **Le PIB américain a augmenté de 6,9 % en rythme annualisé** au quatrième trimestre, **bien mieux que les 5,5 % attendus** par le consensus. Abstraction faite de la hausse exceptionnelle après les confinements, due uniquement aux effets de base, il faut remonter au milieu des années 1980 pour observer une telle croissance. Dans la zone euro, les chiffres ne sont pas encore publiés, mais 2021 sera également une bonne année, malgré le fait qu'Omicron ait pu peser sur la croissance au dernier trimestre.

... et des indicateurs précurseurs prometteurs...

Sur la base des indicateurs avancés en Europe et aux États-Unis, **2022 devrait être une autre année de grand cru** - du moins au niveau économique. Les vacances d'emploi abondent, chez nous comme outre-Atlantique, et les consommateurs ont à peine utilisé la tirelire constituée pendant le confinement. Il n'est donc guère surprenant que la confiance des consommateurs continue de monter en flèche.



Source: Bloomberg

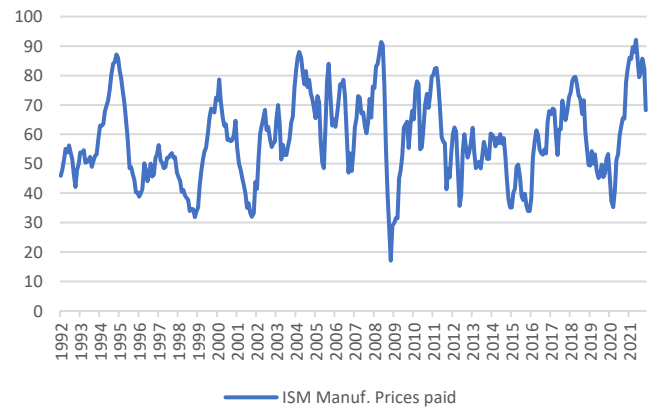
Les producteurs restent également positifs et investissent dans des capacités de production supplémentaires, ce qui n'était pas le cas après la crise financière. Cela rendra l'économie plus productive et soutiendra la croissance économique. Pour les prochains trimestres, s'y ajoutera la reconstitution des stocks, de sorte que la capacité de production continuera de tourner à plein régime.

... ont mis l'inflation sous pression...

La forte demande des consommateurs et des entreprises signifie que la production est sur-demandée. Il va sans dire que l'absentéisme dû aux quarantaines n'aide pas, et les goulots d'étranglement dans les – souvent longues – chaînes d'approvisionnement non plus. Ces facteurs ont poussé l'inflation à des niveaux plus vus depuis, parfois, des décennies. S'il ne peut être exclu que l'inflation reste élevée au cours des prochains mois, il est raisonnable de supposer **que les pressions sur les prix s'atténueront au cours de l'année. La raison en est ce que nous appelons les effets de base.** Un exemple rend cela plus clair. Supposons que le prix d'un litre d'essence augmente de 50 centimes deux années de suite, de 1 € l'année 1 à 1,5 € l'année 2 et à 2 € l'année 3. Une même

augmentation se traduit par un recul de l'inflation, en décélération de 50% à 33%.

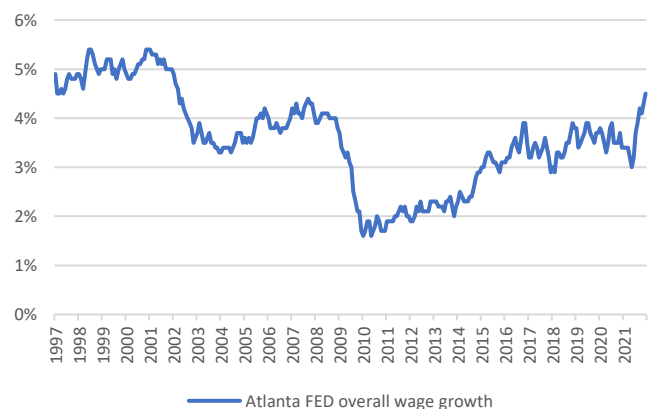
Pour le moment, les prix à la production continuent d'augmenter. Cependant, on constate que l'indicateur avancé « prix ISM payés » (calculé en additionnant le pourcentage de répondants qui disent avoir payé plus et la moitié du pourcentage de ceux qui disent payer des prix constants) est nettement inférieur, suggérant que **la pression sur les prix au niveau à des entreprises diminue.**



Source: Bloomberg

... mais nous n'observons pas une spirale inflation - salaires

La question clé est, bien sûr, de savoir si les anticipations d'inflation augmenteront de manière significative en raison de la hausse de l'inflation. Pour l'instant ce n'est pas le cas. Bien que nous constatons une **augmentation des salaires d'environ 4,5 %** d'une année sur l'autre, ce n'est pas sensiblement plus élevé que ce que nous avons vu ces dernières années et le chiffre reste également bien **en deçà de l'augmentation au niveau des prix.**



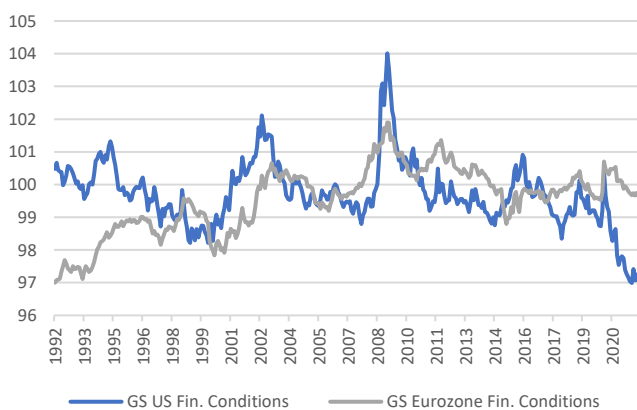
Source: Bloomberg

Une analyse détaillée des chiffres montre que les emplois les mieux rémunérés gagnent 3% en plus tandis que les moins rémunérés perçoivent environ 5,5% supplémentaire et que les plus de 55 ans ne voient leur salaire augmenter que d'environ 2% alors que les jeunes (< 24 ans) reçoivent des augmentations de salaire de plus de 10% sur une base annuelle. Il n'est bien sûr pas illogique que les salaires des jeunes augmentent plus

vite, mais l'écart entre les deux n'a pas été aussi élevé depuis plus de 20 ans. Ces chiffres profitent non seulement à la cohésion sociale, mais aussi à la croissance économique. Après tout, les jeunes et les personnes à faible revenu dépensent une plus grande partie de leur revenu, tandis que les personnes âgées et les hauts revenus épargnent davantage.

Des taux américains en hausse ...

La hausse de l'inflation force – ne serait-ce que pour ne pas mettre en péril sa crédibilité – **la banque centrale américaine à relever ses taux d'intérêt** et éventuellement à réduire quelque peu un bilan bien inflaté. Cependant, **il est important de mettre ces hausses de taux d'intérêt en perspective**. Sur la base du soi-disant dot-plot, on peut déduire que **le taux d'intérêt à court terme attendu à moyen terme est d'environ 2,5 %, c'est-à-dire à peine supérieur aux cibles d'inflation**. Par ailleurs, il ne faut pas oublier que **les conditions financières restent attractives**.



Source: Bloomberg

... mais la BCE ne suivra pas

Ce graphique indique également qu'il y a moins besoin de resserrement monétaire dans la zone euro car les conditions globales y sont déjà moins clémentes. De plus, la politique de taux d'intérêt de la BCE doit concilier le faible taux d'endettement du Nord avec le taux d'endettement élevé du Sud. Une flexibilité insuffisante pourrait rapidement poser problème et mettre la cohésion de la zone euro sous pression. Un risque que la BCE n'est peut-être pas disposée à prendre.

Les obligations subissent l'inflation ...

Nous nous **attendons à une hausse - bien que relativement limitée - des taux d'intérêt cette année, ce qui rend l'investissement en obligations plutôt peu attrayant**. Nous continuons donc de plaider pour **une nette sous-pondération à la fois en poids et en maturité moyenne**. **Les obligations indexées sur l'inflation peuvent encore nous intéresser** car elles offrent une bonne protection si l'inflation – contrairement aux attentes – reste élevée ou même augmente plus longtemps que prévu. Nous choisissons ici la zone euro et non plus les États-Unis car l'inflation implicite actuelle dans la zone euro est plus faible, car la FED sera plus agressive que la BCE et enfin parce que, dans le passé, la FED a acheté des quantités importantes de TIP (inflation-linked treasuries). La cession progressive de ces positions pourrait exercer une pression sur les prix. Nous préconisons également la prudence à l'égard des obligations des marchés émergents. Comme les banques centrales y ont souvent moins de crédibilité que dans les pays développés, elles seront obligées d'agir plus agressivement si les pressions inflationnistes persistent, ce qui n'aidera évidemment pas les prix des obligations. Nous continuons également **d'opter pour les obligations d'État plutôt que pour les obligations d'entreprises ou à haut rendement**. **La rémunération un peu plus élevée ne compense pas suffisamment le risque** et nous préférons prendre le risque là où il est mieux rémunéré, notamment sur les actions.

... là où les actions aident à la battre

A moyen terme, les actions restent la classe d'actifs privilégiée pour nous protéger contre l'inflation. **Un portefeuille largement diversifié offre une immunisation presque complète**. Il est donc conseillé dans une perspective de long terme d'être surpondéré en actions plutôt que sous-pondéré, tout en respectant son profil de risque. Bien que l'incertitude géopolitique actuelle et plus encore celle relative aux taux d'intérêt puissent provoquer des turbulences, nous voyons plutôt **les baisses de marché comme une opportunité** d'aligner les pondérations des actions sur la pondération souhaitée à long terme.

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.