

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Crime et châtement

Dans une lettre à son éditeur, Mikhaïl Katkov, Dostoïevski annonce le « pitch » de ce qui deviendra un de ses chefs-d'œuvre, « *Crime et châtement* », présenté comme le compte rendu psychologique d'un crime. Il écrit ceci : « *L'action est actuelle, de cette année même. Un jeune homme, exclu de l'Université, de modeste origine et vivant dans une extrême pauvreté, par légèreté, par manque de fermeté dans les principes et sous l'influence de ces « idées mal digérées », bizarres qui sont dans l'air, a résolu de sortir d'un coup de sa triste situation. Il a décidé de tuer une vieille femme, veuve d'un conseiller titulaire, faisant métier d'usurière. La vieille est bête, sourde, malade, avide, elle pratique des taux de juifs, elle est mauvaise et dévore son prochain, tourmente et exploite sa propre sœur cadette. « Elle ne sert à rien », « pourquoi vit-elle ? », « est-elle utile à quiconque ? », etc. Ces questions font perdre la raison au jeune homme. Il décide de la tuer, de la dévaliser»*

Il ne saurait être question de dire que la littérature a devancé l'histoire en voyant Vladimir Poutine marchant dans les pas du jeune homme et l'Ukraine dans la peau de la vieille dame, mais cela met l'accent sur les ressorts psychologiques du Président russe. Ne sachant cerner ses motivations, nous sommes bien en peine d'anticiper ce qui va advenir, même si nous savons que la diplomatie devra in fine reprendre le dessus, avec son lot de choix qu'un camp au moins percevra comme des concessions.

Un conflit qui va durer

L'idée d'une prise de contrôle rapide du pays et de l'élimination presque sans coup férir des autorités ukrainiennes, si elle était de mise à Moscou, semble s'être évanouie, et cela non pas du fait de l'engagement des amis de Kiev mais de la résistance ukrainienne et de la faiblesse de l'armée russe. En même temps, un cessez-le-feu qui gèlerait les positions territoriales actuelles est peu vraisemblable, les acquis par rapport à la situation d'avant le 24 février, quand Moscou contrôlait déjà le Donbass et la Crimée, apparaissant comme trop minces pour que Poutine puisse légitimer l'invasion qu'il a décidée. Il faut donc s'attendre à ce que la guerre d'invasion perdure. Et quand bien même un arrêt des hostilités interviendrait, il est difficile de concevoir que les flux énergétiques, mais aussi alimentaires et d'autres matières premières se normaliseraient.

L'inflation mine la confiance

Ce qui inquiète les entrepreneurs comme les consommateurs semble ne pas tant être de possibles velléités expansionnistes de Poutine au-delà de l'Ukraine ou le recours à des armes de destruction massive, que la hausse des prix et les perturbations des chaînes d'approvisionnement. Ces problèmes d'offre viennent ébranler la confiance envers ce qui devait être un moteur de la croissance, à savoir le dynamisme de la consommation des ménages. Celui-ci était porté par :

- l'accroissement de l'épargne privée par rapport à la situation d'avant la pandémie ;

- les plus-values financières engrangées, tant mobilières qu'immobilières ;
- la pénalisation de l'épargne prudente au travers d'une inflation largement supérieure au taux d'intérêt
- la faiblesse du taux de chômage, comprimant les craintes de chômage et donc la nécessité de garder une poire pour la soif.

Aujourd'hui, l'inflation vient changer la donne, en ce compris dans les pays qui pratiquent l'indexation automatique des salaires. En effet, la hausse des salaires, même si elle est significative, et c'est le cas aux Etats-Unis, ne suit pas la hausse des prix, ce qui réduit le pouvoir d'achat. En outre, l'inflation a induit une augmentation des taux d'intérêt, ce qui, amplifié par l'invasion russe, a pesé sur les performances financières ; il en résulte un effet richesse négatif.

Pas de stagflation

L'OCDE a publié récemment une estimation de l'incidence de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Il en résulterait, au niveau mondial, une amputation du PIB de l'ordre de 1 point de pourcentage et une accélération de l'inflation de 2,5 points de pourcentage. Pour la seule zone euro, les variations seraient de -1,4 point pour l'activité et +2 points pour l'inflation.

La BCE a également actualisé ses prévisions. Elle table, pour l'Union monétaire, sur une croissance qui atteindrait quand même 3,7% en 2022, et 2,8% en 2023. En cas de scénario dit « sévère », la croissance ne serait plus de 2,3%, tant en 2022 qu'en 2023. Pour ce qui est de la variation des prix, la Banque centrale s'attend à 5,1% d'inflation en 2022 et à 2,1% en 2023 dans son scénario central. Au scénario « sévère » correspond une inflation de 7,1% en 2022.

De ceci, il ressort que l'inflation sera bien plus marquée, et plus longtemps, que ce qui avait été initialement escompté par les autorités et par les marchés, et cela s'est, bien entendu, traduit dans une belle performance des obligations indexées sur l'inflation dans les portefeuilles. En revanche, et les indicateurs avancés de la conjoncture vont dans le même sens, il n'y a pas lieu, à ce stade, de considérer comme « central » un scénario de stagnation, en dépit de l'invasion russe, de taux d'intérêt nominaux plus élevés ou des mauvaises nouvelles sanitaires en provenance de Chine. Même si certaines d'entre elles seront directement affectées par les mesures de rétorsion prises à l'encontre de la Russie, les bénéfices des entreprises n'apparaissent pas comme devant être, dans la durée, revus significativement à la baisse du fait des tensions géopolitiques entre superpuissances.

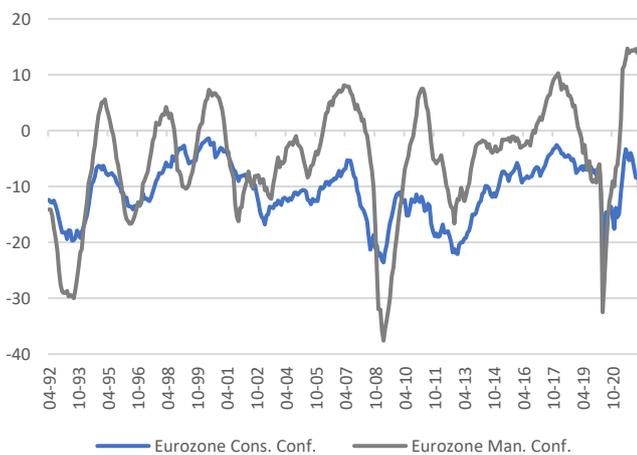
Sans que ce ne soit en rien une négation des atrocités commises en Ukraine par l'envahisseur, les marchés ont raison de garder la tête froide face à la guerre froide.

ALLOCATION & STRATEGIE

L'impact de l'invasion se limite à la confiance du consommateur

Au début 2022, les économistes s'attendaient à une croissance dans le monde occidental proche de 5 % cette année et que l'inflation resterait, certes, inconfortablement élevée pendant quelques mois encore mais qu'en raison d'effets de base, elle reculerait ensuite rapidement. Et nous n'avons pas fait exception. Du fait de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, ces perspectives très favorables se sont transformées en une situation nettement moins rose ces dernières semaines. Ces événements font que la presse parle de plus en plus d'un scénario de stagflation mondiale, comparable aux années 1970. Ici, nous disons clairement ne pas partager une telle vue.

Il est indéniable que la guerre et la hausse des prix de l'énergie dans la **zone euro** ont gravement **ébranlé la confiance des consommateurs**, mais ce n'est pas le cas pour l'industrie.



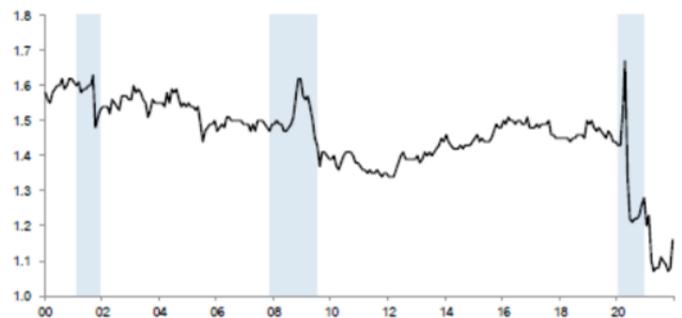
Source: Bloomberg

... et qu'en Europe...

Aux **États-Unis**, selon les sondages du Conference Board, on peut conclure que malgré une légère baisse, **la confiance des consommateurs demeure élevée**. Il en va de même dans le **secteur manufacturier** américain, où malgré une légère baisse de l'indicateur ISM avancé, il n'y a toujours **aucun signe de recul significatif de la confiance**. Sur cette base, on peut dire qu'un net ralentissement de la croissance est à prévoir en Europe, mais que l'impact aux États-Unis sera limité.

Facteur de soutien, au cours de la dernière période, nous avons constaté une diminution importante des stocks. Leur reconstitution soutiendra la production, même si les dépenses de consommation baissent, tout comme la nécessité de dépenser pour s'adapter à la transition environnementale.

US Retailers' inventories/sales



Source: JP Morgan

... et les perspectives étaient auparavant très favorables

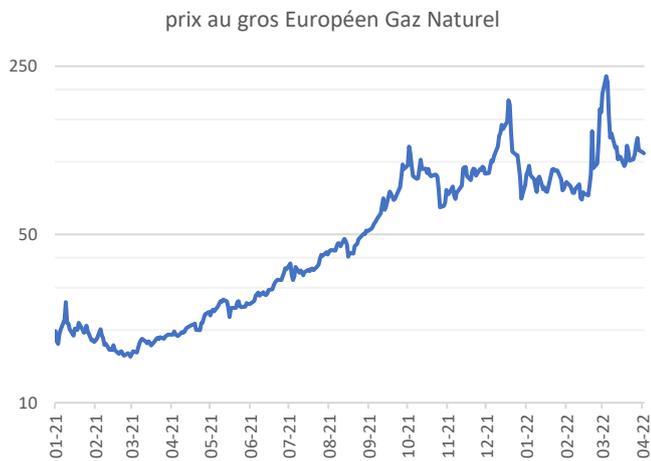
Pour évaluer la probabilité d'un scénario de stagflation, il convient de tenir compte du fait que les **perspectives étaient auparavant très favorables**. **Même avec une révision à la baisse marquée des attentes, la croissance économique – même en Europe – serait toujours en ligne avec la moyenne historique**. La situation géopolitique actuelle devrait se détériorer de manière encore plus significative avant qu'il y ait un risque significatif de récession en Europe, et a fortiori, au niveau mondial.

Impact du prix de l'énergie sur l'économie mondiale

Pour estimer la probabilité d'un « scénario années 70 », il faut non seulement tenir compte du point de départ élevé de la croissance économique attendue, mais aussi de l'ampleur et de l'impact de la hausse des prix du pétrole. Avant l'embargo arabe sur le pétrole au début des **années 1970**, le **prix moyen du pétrole** était de 3 à 3,5 dollars le baril. À la fin des années 1970, le prix avait grimpé à 40 \$, soit plus que **décuplé**. Comparé au prix moyen du pétrole **au cours des 5 dernières années**, le prix du pétrole a **doublé** suite à l'invasion russe. De plus, pour déterminer l'impact du choc pétrolier sur la croissance économique, il faut tenir compte du fait que **l'intensité énergétique de l'économie mondiale a nettement diminué au cours des 50 dernières années**. Au cours des 30 dernières années, l'énergie nécessaire pour produire une unité de PNB a diminué d'environ un tiers et pourrait avoir diminué de plus de moitié depuis les années 1970. Il semble donc largement prématuré de conclure que nous nous dirigeons à grande vitesse vers un scénario de stagflation.

Les effets de bases : retardés mais pas d'abandon

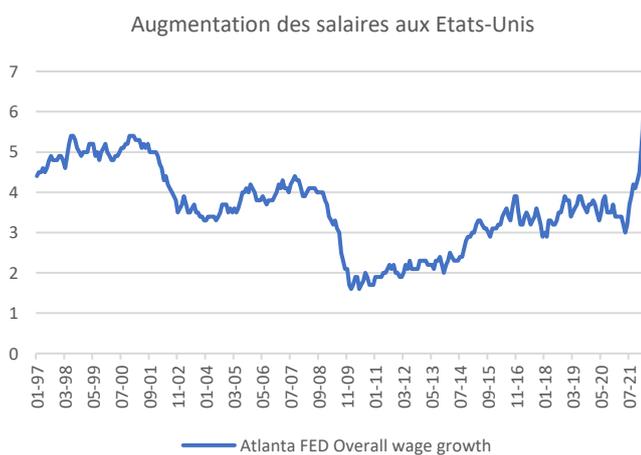
Toutefois, on ne peut nier que l'inflation s'est accélérée ces derniers mois et que la hausse des prix des matières premières exercera une nouvelle pression à la hausse. Il semble donc qu'il faudra plus de temps pour que les effets de base commencent à faire reculer le taux d'inflation. Pourtant, l'évolution est souvent moins dramatique qu'on ne le croit généralement. Prenons les prix du gaz en Europe, par exemple. Bien qu'ils soient 20 à 30 % plus élevés qu'au début de l'automne, il n'est pas (plus) question d'un doublement ou triplement des gros. Les lecteurs belges doivent aussi percevoir que la hausse des prix énergétiques a été beaucoup moins marquée chez leurs voisins que chez eux.



Source: Bloomberg

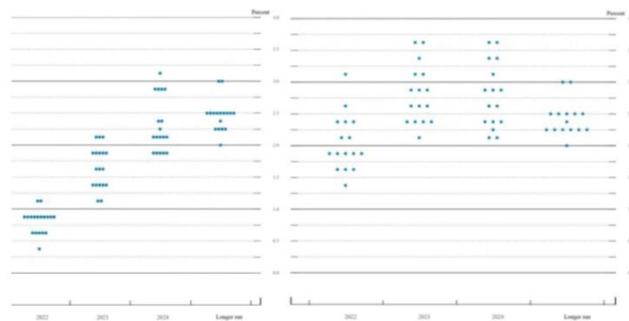
La politique monétaire américaine se resserre...

Contrairement à la zone euro, **les salaires aux États-Unis** sont clairement **sous pression**, maintenant que le marché du travail commence à se resserrer sensiblement et que la population active en pourcentage de la population totale n'est plus très éloignée des niveaux d'avant la Covid.



Source: Bloomberg

Des revendications salariales plus élevées, combinées au fait que le dénommé "**IPC à prix rigide**" (l'indice des prix à la consommation, ou IPC, des biens qui changent lentement de prix – que ce soit vers le haut ou vers le bas) a également **augmenté ces derniers mois**, obligent la banque centrale américaine à ajuster la politique monétaire. La première **hausse**, le mois passé, **des taux d'intérêt à court terme de 25 points de base** n'a pas surpris. Le fait que le président de la FED ait laissé entendre que **la prochaine hausse des taux pourrait bien être de 50 points de base**, un mouvement que nous n'avons pas vu depuis 2000, a, en revanche, étonné. Du « dotplot » publié en mars (à gauche du graphique), on peut déduire deux choses : premièrement, que les taux d'intérêt devraient être significativement plus élevés pour les trois prochaines années par rapport au trimestre précédent, alors que les anticipations à long terme sont restées inchangées et, deuxièmement, que la dispersion des anticipations de taux d'intérêt a nettement augmenté, indiquant qu'il existe un désaccord au sein de la banque centrale sur ce qui devrait être actuellement le niveau approprié.



Source : Federal Reserve – "Dot Plot"

... et celle de la BCE de façon très limitée

Dans la zone euro également, nous avons constaté que la **banque centrale est devenue un peu moins flexible** dans sa politique monétaire et a décidé de **mettre un terme à son programme d'achat d'obligations plus rapidement que prévu**. Toutefois étant donné que les achats de soutien – quoique réduits – se poursuivent et que les **taux d'intérêt à court terme sont toujours à -0,5 %**, on ne peut que conclure que **la politique monétaire demeure très accommodante, surtout dans le contexte inflationniste actuel**.

Reduction de notre prudence au niveau des obligations...

En raison de l'attente selon laquelle la FED augmentera les taux d'intérêt à plusieurs reprises cette année, les taux d'intérêt américains ont augmenté de manière significative. Par effet de contagion, les taux d'intérêt dans la zone euro, malgré la guerre ukrainienne en cours, ont terminé le trimestre en nette hausse.



Source: Bloomberg

La **position sous-pondérée en obligations** que nous prônions depuis un certain temps a porté ses fruits. Aujourd'hui, nous **maintenons** une sous-pondération, mais faisons déjà les **premiers pas pour la réduire un peu**. Ainsi, il peut être indiqué d'acheter des **obligations d'entreprises à échéances courtes**, où – bien que les spreads se soient à nouveau resserrés très récemment – le rendement excédentaire par rapport aux obligations d'État a augmenté. En outre, nous commencerions également progressivement à acheter des **obligations d'État allemandes**. Leurs rendements ne sont toujours pas attractifs, mais ils ont nettement augmenté au cours des derniers mois et le rendement excédentaire de l'alternative - les obligations d'État de la périphérie - a récemment baissé. En outre, ils afficheront des performances supérieures à la moyenne en cas de turbulences imprévues sur les marchés. Depuis le début de

l'année, **les obligations indexées sur l'inflation ont particulièrement bien performé**. Contrairement aux obligations nominales, elles ont réalisé des rendements positifs au cours du trimestre. Cela reflète la forte augmentation des anticipations d'inflation, en particulier sur les échéances les plus courtes. Néanmoins, **nous ne retirerions pas les obligations indexées sur l'inflation du portefeuille**, car elles offrent une protection en cas de nouvelle hausse de l'inflation. Cependant, nous remplacerions les obligations à court terme par des échéances légèrement plus longues car les anticipations implicites d'inflation y sont plus raisonnables.

... et surpondération limitée en actions

En actions, nous plaiderions pour une surpondération limitée. À l'heure actuelle, alors que la saison des résultats approche à grands pas, nous ne voyons **pratiquement aucune révision à la baisse des bénéfices** – même en Europe – ce qui indique que les analystes s'attendent à ce que l'impact économique du conflit soit limité. **Plus que jamais, nous soutiendrions une large diversification entre les secteurs et les régions**. Nous n'y prévoyons pas de récession, mais surpondérer nettement

l'Europe apparaît excessif. Depuis la remontée de la mi-mars, le marché européen n'a plus vraiment baissé et le continent est, quand même, le plus confronté à l'incertitude résultant de l'invasion russe. Nous nous limiterions donc à une surpondération légère. Le marché américain s'est très bien comporté l'an dernier et il est difficile de dire qu'il est bon marché. Néanmoins, nous ne sous-pondérerions pas la région, bien au contraire. L'économie américaine continue de bien à très bien se comporter et ne devrait pas être trop affectée par ce qui se passe en Ukraine. Le fait que leur bourse soit plus chère que le reste du monde s'explique en partie par l'importance du secteur technologique, où il n'est pas illogique de payer une prime pour une croissance plus élevée. Enfin une certaine surpondération des marchés émergents se justifie également, après la faible performance de l'année dernière et vu les premiers signes en provenance de Chine indiquant que le Parti pourrait à nouveau être prêt à adopter une position légèrement plus favorable au marché.

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Eco parc 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.