

## CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Un mal pour un bien

L'agression de l'Ukraine par la Russie est évidemment un événement dramatique majeur, aux lourdes conséquences économiques. Hausse des prix de l'énergie, menaces sur l'alimentation, tarissement possible des livraisons d'intrants non directement substituables, et, au-delà, anxiété affectant le comportement des consommateurs et des producteurs, l'incidence est lourde, et cela alors que le poids de la Russie dans l'économie mondiale est limité.

Toutefois, si les marchés financiers ont souffert depuis la fin de l'année dernière, c'est vraisemblablement davantage dû à la sensible augmentation des taux d'intérêt, dans le sillage d'une inflation qui a quitté ses eaux quasi mortes, et cela dans le courant de l'année 2021, c'est-à-dire bien avant l'invasion de l'Ukraine. Le scénario de taux d'intérêt aura donc une influence déterminante sur la gestion des portefeuilles, et en particulier les taux américains, les Etats-Unis continuant de donner le la au monde de la finance.

Aujourd'hui, la Federal Reserve, la banque centrale américaine, est sur le banc des accusés. Nombre d'observateurs lui reprochent d'avoir réagi trop mollement face aux signaux de réaccélération de l'inflation, et après avoir déversé tant de liquidités. Elle l'aurait fait par dogmatisme, rejetant tout lien de cause à effet entre masse monétaire et inflation, ou pour stimuler encore davantage l'activité économique. Rappelons que certains économistes, à commencer par Joseph Stiglitz, mais aussi Lael Brainard, ont fait l'an dernier l'apologie de la surchauffe économique comme condition nécessaire pour permettre l'intégration sur le marché du travail de groupes sociaux discriminés.

Oui, l'attitude, qu'il s'agisse de ses décisions ou de ses annonces, de la Federal Reserve a radicalement changé, et la lutte contre l'inflation est revenue au tout premier plan. La motivation de ce virage à 180 degrés est certainement la crainte d'un « désancrage » des attentes d'inflation et d'une perte de crédibilité de la Banque centrale. Nous ne pouvons exclure une lecture plus sociale et plus politique. En 1997, l'économiste Robert Shiller en 1997 avait mis en garde : l'inflation conditionne le comportement dans l'isolement. Et c'est vrai que l'inflation mine le pouvoir d'achat, c'est encore le cas actuellement aux Etats-Unis, malgré un taux de chômage particulièrement comprimé. Sans que cela soit une indication qu'elle serait « pro-Biden », la Federal Reserve pourrait légitimement se soucier d'une inflation alimentant le malaise social, vu que celui-ci ne sert en rien l'objectif sociétal qui est le sien.

Ce faisant, la banque centrale américaine est-elle brusquement devenue une ennemie des bourses, elle qui en avait été un

grand soutien ? Nous ne le pensons pas, et cela affecte notre vue des marchés et donc la stratégie d'investissement. L'expression « *Greenspan put* » est devenue célèbre dans les années 90. Elle a servi à dénoter une perception que la banque centrale américaine, dont le gouverneur était alors Alan Greenspan, loin de chercher à prendre les marchés financiers à contre-pied, allait chercher à éviter les creux de marché. Avec la popularité, Outre-Atlantique, des fonds de pension largement investis en actions, on a même pu penser que la banque centrale allait chercher à soutenir l'économie en soutenant les cours de bourse, histoire de générer un « effet-patrimoine » ou un « effet-richesse » positif : si la valeur de son fonds de pension augmente, l'Américain consommera davantage. Ce n'est évidemment pas le cœur de la stratégie de la Federal Reserve mais il est vrai que la politique monétaire accommodante qu'elle a menée pour soutenir l'activité économique, au bénéfice des consommateurs et des entreprises, ainsi que des pouvoirs publics fort endettés, a eu pour effet collatéral de générer des plus-values, tant en actions qu'en obligations.

Donc, oui, par leur politique, les banques centrales, à commencer par la Federal Reserve, ont été un fameux adjuvant pour les bourses jusqu'il y a peu mais il serait totalement erroné de considérer que désormais elles vont leur nuire. En effet, qu'est-ce qui est le plus important pour la bourse ? C'est facile : c'est la bonne santé, dans la durée des entreprises. Et quel est le premier déterminant de cette bonne santé dans la durée ? C'est tout aussi facile : c'est la bonne santé de l'économie. Bien sûr que l'autorité monétaire peut avoir fait et encore faire des erreurs d'analyse et être sujettes à des biais analytiques, mais ne contestons pas qu'en agissant comme elle agit aujourd'hui, la Federal Reserve a en tête un objectif de moyen terme, celui de la croissance tendancielle. L'an dernier, nous avons écrit qu'il ne fallait pas s'inquiéter mais se réjouir des mesures prises par les autorités chinoises face à la bulle du crédit immobilier. C'est du même ordre ici ! Certes, toute mesure pénible n'est pas nécessairement utile, tout mal ne débouche pas forcément sur un bien, mais ici la lutte contre l'inflation et la normalisation monétaire sont plus que vraisemblablement bénéfiques.

Voir les banques centrales relever les taux d'intérêt et réduire la taille de leur bilan, voilà qui n'est pas ce qui, à court terme, est le plus plaisant mais, au lieu de se plaindre, il faut se réjouir de voir l'autorité monétaire prendre les marchés à rebrousse-poil. Ils n'ont pas l'air de le réaliser, mais c'est pour le bien, et c'est donc aussi pour leur bien !

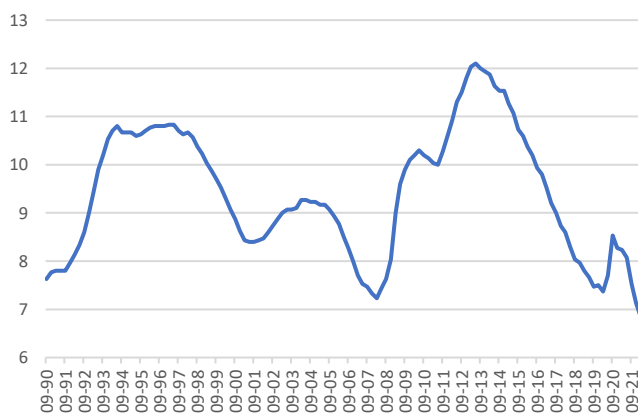
Etienne de Callatay – [etienne.decallatay@orcadia.eu](mailto:etienne.decallatay@orcadia.eu)

## ALLOCATION & STRATEGIE

### L'économie Européenne ne tourne pas si mal...

A lire la grande presse, nous serions dans une situation économique fort négative. Certes, il est indéniable que la **classe moyenne inférieure** en Belgique et dans nos pays voisins connaît des **difficultés considérables du fait de la hausse des prix de l'énergie**, mais en conclure que nous sommes confrontés à une récession en Europe, ou plus généralement dans le monde, va clairement trop loin. Bien entendu, la prévision de croissance économique de la zone euro pour 2022 a été nettement revue à la baisse depuis le début de l'année (de 4,5% à 2,6%), mais ce niveau reste parmi les plus élevés de ces dix dernières années et la situation devrait nettement se dégrader avant de parler d'une entrée en récession. **La confiance des consommateurs a souffert** en raison de la hausse de l'inflation – et en particulier des prix des carburants, du chauffage et de l'électricité – et aussi du retour de la guerre en Europe mais cela **ne se traduit pour l'instant pas dans une chute des ventes au détail**. Le **taux de chômage**, qui est à son plus bas niveau depuis 30 ans est probablement un **facteur explicatif important**.

Taux de chômage en zone Euro



Source : Eurostat, Bloomberg

La **confiance des producteurs**, pour sa part, reste à un niveau très élevé et l'indicateur PMI avancé tant pour l'industrie que pour les services **indique une croissance légèrement supérieure à la moyenne**.

### ... l'économie Chinoise réaccéléra...

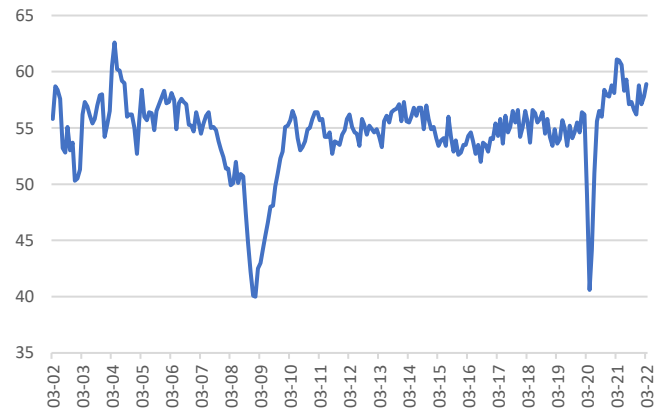
L'économie chinoise souffre actuellement clairement des mesures de confinement liées à la Covid. Il est probable qu'elles seront progressivement desserrées, et à court terme, maintenant que le nombre de cas diminue ; cela devrait donner du répit à l'économie. Nous remarquons également que la PBoC, la banque centrale chinoise, contrairement à ses consœurs occidentales, fait à nouveau croître la masse monétaire bien plus rapidement. De plus, le dénommé « credit impulse », un indicateur qui s'est montré fiable dans le passé, rebondit, indiquant que la croissance chinoise va reprendre.

### ... avec aux Etats-Unis une croissance supérieur à la moyenne

Aux États-Unis, les **indicateurs PMI avancés indiquent une croissance économique supérieure à la moyenne**. Les consommateurs continuent de consommer et bien que les taux

d'intérêt ont augmenté par rapport à l'année dernière, les **conditions de crédit** accordées par les banques **restent attractives**.

Conditions de crédit (plus haut est plus favorable)



Source : Bloomberg

Contrairement à la zone euro, les **ménages américains font preuve de confiance**. Plusieurs éléments y contribuent. Premièrement, **le nombre de chômeurs n'a jamais été aussi bas** et le pourcentage de la population au travail se rapproche à nouveau de l'ère pré-Covid. Le fait qu'il y ait 1,9 emploi disponible par chômeur (soit nettement plus que le 1,2 emploi mesuré en février 2020) annonce que le phénomène dit de « grande démission » («*great resignation*»), à savoir que le nombre d'Américains donnant leur démission a fortement augmenté, ne s'évanouira pas. Deuxièmement, **les salaires augmentent**, ce qui est bien sûr une conséquence directe de l'inflation et du marché du travail très tendu. Le fait que ce soient les salaires les plus bas qui augmentent le plus a un double effet positif d'un point de vue économique. Cela réduit les inégalités, de qui contribue à la cohésion sociale. De plus, les classes sociales inférieures dépensent une part plus importante du revenu supplémentaire que la classe moyenne supérieure.

Augmentations des salaires



Source : Bloomberg

Enfin, il y a la **forte baisse du taux d'endettement moyen** (par rapport aux actifs), qui donne confiance aux consommateurs.

### *L'inflation continue de grimper...*

Si les chiffres publiés sur la croissance et les anticipations de croissance sont plutôt favorables, il n'en va pas de même pour l'inflation qui, ces derniers mois – après avoir fortement augmenté aux États-Unis – est désormais également en nette hausse en Europe. Un **point de basculement a peut-être été atteint aux États-Unis**, les données les plus récentes ayant montré une légère accalmie, mais à un niveau encore élevé. Étant donné qu'aux États-Unis, les prix à la production (PPI) augmentent à peu près au même rythme que les prix à la consommation (IPC), cela n'est pas une surprise totale et nous pensons **que l'inflation diminuera à nouveau vers la fin de cette année ou au début de l'année prochaine. En Europe, l'écart entre les deux indicateurs de prix reste élevé, augurant une prolongation des pressions sur les prix au détail dans les mois à venir.** Il est toutefois important de noter que, contrairement aux États-Unis où l'inflation s'est propagée à tous les services et biens, les hausses de prix européennes s'expliquent actuellement en grande partie par la hausse des prix de l'énergie. En d'autres termes, il suffit que les prix de l'énergie se stabilisent aux niveaux élevés actuels pour que l'inflation baisse significativement en Europe.

### *... et impose aux banques centrales d'agir...*

Le niveau élevé de l'inflation, mais surtout le fait qu'elle se propage à l'ensemble de l'économie et que les salaires commencent clairement à augmenter, ne laissent guère le choix à la FED, la **banque centrale américaine**. Nous avons déjà observé une **première hausse des taux de 0,5 % et des hausses similaires devraient suivre dans les mois à venir.** En outre, la FED procédera à un resserrement quantitatif avec une **contraction de son bilan** d'environ 95 milliards de dollars par mois, et cela en ne réinvestissant pas les obligations arrivant à échéance et même, si nécessaire, en vendant des obligations. Contrairement à il y a quelques mois, nous prévoyons maintenant également des hausses de taux d'intérêt en 2022 dans la zone euro, et il est devenu vraisemblable que d'ici peu, après une période de huit ans, les taux d'intérêt reviendront positifs. Cependant, nous pensons que la BCE sera nettement moins agressive que la FED. Après tout, dans la zone euro, les prix de l'énergie expliquent environ la moitié de l'inflation, l'inflation n'est pas encore aussi répandue qu'aux États-Unis et nous n'assistons pas à une forte hausse des salaires. De plus, contrairement aux États-Unis, l'économie ralentit également clairement en raison de l'invasion de l'Ukraine.

### *... vers le niveau neutre*

Aux États-Unis, le président de la FED, Jerome Powell, a déclaré que les taux d'intérêt à court terme seraient bientôt ramenés au « niveau neutre », à savoir le niveau tel que la politique monétaire ne stimule ni ne ralentit l'économie. Celui-ci est estimé entre 2,25% et 2,5% aux États-Unis. J. Powell a également précisé que, si nécessaire, les taux d'intérêt seront relevés au-delà de ce niveau. Dans la zone euro, la marche vers ce niveau neutre, qui y est estimé à environ 1 %, sera sensiblement plus lente et la probabilité que nous le dépassions est sensiblement plus faible.

### *Augmenter par petit pas le poids des obligations*

Sur la base de ce scénario, il n'est pas exclu que les taux d'intérêt à long terme augmentent encore tant aux États-Unis qu'en Europe. Néanmoins, nous pensons que **la plus grande**

**partie de la hausse des taux est derrière nous** et que des **hausse supplémentaires pourraient être utilisés pour réduire la sous-pondération des obligations** que nous recommandons depuis très longtemps. La récente baisse des anticipations d'inflation implicite a rendu les **obligations indexées sur l'inflation plus attrayantes** comme contrepoids si l'inflation, contrairement à nos attentes, devait rester élevée pendant une période prolongée. L'élargissement des spreads rend les **obligations d'entreprises plus attractives**. Cependant, en particulier en Europe, nous préférons **rester sélectifs** et opter pour des émetteurs de qualité, car les entreprises aux bilans plus faibles pourraient rencontrer des problèmes en cas de ralentissement plus marqué de la croissance.

### *Des résultats meilleurs que ce qu'on pourrait craindre*

Maintenant que la saison des résultats est entièrement derrière nous, nous pouvons conclure que, malgré l'affaiblissement des perspectives économiques et la guerre en Ukraine, les résultats publiés au premier trimestre étaient loin d'être mauvais. Tant aux États-Unis qu'en Europe, ils affichent une hausse d'environ 10 % par rapport à l'année dernière. C'était nettement mieux que prévu (4,5 % de mieux aux États-Unis et 10 % de plus que les faibles attentes en Europe). Ce qui est frappant, c'est que les résultats nettement meilleurs que prévus n'ont guère été récompensés par la hausse des cours, tandis que les déceptions ont été lourdement pénalisées.

### *Légèrement surpondérer les actions...*

La combinaison de bénéfices en hausse et de baisses des marchés boursiers **ramène les valorisations « cours/bénéfices » vers les moyennes historiques**, tandis que les taux d'intérêt, malgré la hausse récente, restent historiquement bas. Cela plaide en faveur d'une surpondération globale des actions, un biais renforcé par le fait qu'une enquête de Bank of America montre que les **gestionnaires de fonds mondiaux détiennent désormais plus de liquidités** qu'à tout moment depuis le 11 septembre 2001. Dans le passé, cela s'est avéré être une indication que les managers sont devenus (trop) négatifs. Cependant, nous **garderions la surpondération modérée** en raison de deux observations critiques par rapport au raisonnement ci-dessus. La première est le fait que **l'environnement plus incertain** (Ukraine, inflation, croissance) **justifie une prime de risque plus élevée**. La seconde est qu'une **partie des liquidités détenues par les allocataires d'actifs globaux peut refléter la prudence à l'égard des obligations.**

### *... mais pas en Europe*

Au sein du segment des actions, nous préférierions être surpondérés aux États-Unis et dans les marchés émergents et sous-pondérés en Europe. Le choix pour les États-Unis s'explique par une économie qui continue de bien performer et le poids important des sociétés de croissance dont les valorisations sont redevenues plus raisonnables ces derniers mois. Dans les marchés émergents, la réouverture de la Chine devrait soutenir les économies asiatiques et les attentes sont faibles après plusieurs années de sous-performance. L'allocation plus prudente aux actions européennes s'explique par la plus grande incertitude entourant les perspectives économiques et, bien sûr, l'impact de la guerre aux frontières de l'Europe.

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](mailto:info@orcadia.eu)

Editeur responsable : Eric Lobet – [Eric.Lobet@orcadia.eu](mailto: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.