

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Le prix de l'inflation

Le présent texte est une version condensée d'une note plus complète, disponible sur simple demande auprès de votre gestionnaire ou en s'adressant à info@orcadia.eu

La peur a changé de camp. Ce n'est plus la déflation à la japonaise qui fait office de mal macroéconomique absolu, mais l'inflation, une inflation qui, combinée à une atonie de l'activité économique, effraie sous le vocable de « *stagflation* » (voir Spotlight de mai dernier). Miner le pouvoir d'achat, saper la confiance des consommateurs comme des entrepreneurs, creuser les inégalités, alimenter le populisme, obliger les banques centrales à resserrer la politique monétaire, voilà ce que fait redouter le retour de l'inflation, avec, en lien avec son effet sur les taux d'intérêt, des effets patrimoniaux délétères, qu'il s'agisse de moins-values obligataires, de la baisse des bourses et du plomb dans l'aile de l'immobilier. Il va sans dire que nous nous réjouissons d'avoir vanté et pratiqué les vertus assurantielles de l'investissement en obligations indexées sur l'inflation, ce qui a adouci la peine des investisseurs et conduit à de sensiblement moins mauvaises performances de gestion.

Quel scénario pour l'inflation à moyen terme ? Formuler des prévisions exige beaucoup d'humilité, mais livrons-nous quand même à l'exercice, en revenant sur les causes de cette inflation récente.

Les causes

L'invasion de l'Ukraine par la Russie et les mesures de sanction prises en réponse sont une cause importante de l'inflation actuelle, mais elle n'est pas la seule. La Covid s'estompe, mais ses effets macroéconomiques restent perceptibles, sous forme de perturbation de la production en Chine, de demande différée de 2020 et 2021 ou de glissement dans les préférences des acheteurs. Ces trois phénomènes sont de nature inflationniste. La Covid a aussi révélé une aspiration à une meilleure qualité de vie de la part de nombre de salariés, avec, à la clef, un phénomène qualifié aux Etats-Unis de « *Great resignation* », de démissions à large échelle, en vue d'un emploi plus satisfaisant, voire d'un retrait du marché du travail. Ceci a fait redouter une spirale prix/salaire mais qui n'est pas perceptible, même aux Etats-Unis. En Europe, la dépréciation de l'euro et, dans une moindre mesure, le Brexit ont aussi contribué à alimenter l'inflation. Dans les secteurs plus polluants, les entreprises qui se savent condamnées à changer se montrent prudentes en termes d'investissement de capacité, ce qui contribue aussi à l'inflation en comprimant la réponse de l'offre.

A cette liste des facteurs explicatifs de l'inflation, d'aucuns ajouterons les politiques monétaires extrêmement accommodantes que les banques centrales ont menées depuis bien longtemps. Ce serait avoir fait tourner la planche à billets à un rythme effréné qui, in fine, aurait conduit au retour de

l'inflation. Cette explication se heurte toutefois à une double objection, le délai entre l'assouplissement monétaire et ce retour, et la présence de tous les autres facteurs explicatifs susmentionnés.

Perspectives

Etablir un scénario sur l'évolution de l'inflation, quand on sait combien le seul prix du gaz est tributaire de tensions géopolitiques, de la conjoncture et de spéculations de traders, est délicat. Néanmoins, aujourd'hui, il apparaît sage de tabler sur une inflation supérieure au rythme très modéré observé jusqu'il y a peu, et cela pour toute une série de raisons :

- La transition environnementale passera par des taxes et des réglementations qui tireront les prix à la hausse, tandis que les dérèglements environnementaux réduiront les rendements agricoles, pèseront sur la productivité des travailleurs et conduiront à des coûts assurantiels démultipliés ;
- L'offre de la part des entreprises sera contrainte par la crainte des actifs échoués et des procès en responsabilité environnementales, et les chaînes de valeur devront être diversifiées pour atteindre plus de résilience, induisant des coûts de production plus élevés ;
- La compression des salaires réels est un phénomène qui ne peut pas être extrapolé ad infinitum, et certainement dans un environnement sans dynamisme démographique interne ;
- L'inflation a des vertus, à commencer pour les banques centrales, alors plus agiles dans la gestion des taux d'intérêt, et pour les pouvoirs publics, très endettés, et dont la situation financière, avec la transition environnementale et démographique, n'est pas appelée à s'améliorer.

Certes, le « *stock* » mondial de travail inemployé ou sous-employé est loin d'être épuisé, ni chez nous, ni dans les pays à moindres salaires, la technologie pourrait – enfin – conduire à une accélération des gains de productivité, les marges des entreprises pourraient quitter leurs sommets actuels et les banques centrales pourraient se montrer intransigeantes dans la lutte contre l'inflation. Toutefois, il nous semble plus sage d'anticiper une inflation à 3% qu'un retour sous les 2%, retour dont le prix en termes conjoncturels, budgétaires, politiques et sociaux apparaît déraisonnable.

ALLOCATION & STRATEGIE

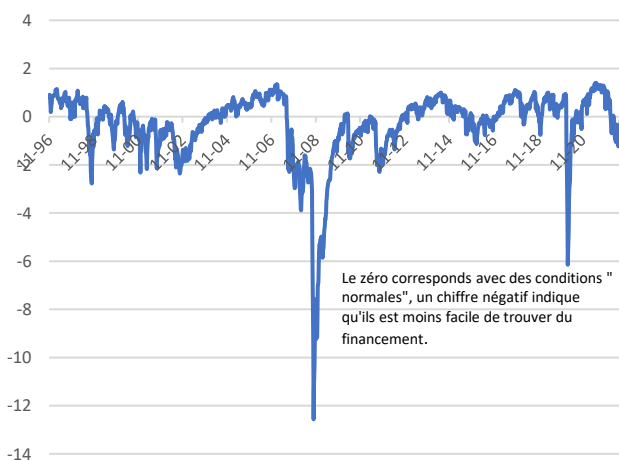
Ces derniers mois, il est devenu clair que, principalement en raison de la guerre en Ukraine, les perspectives économiques des trois grands blocs économiques, à savoir l'Europe, les États-Unis et la Chine – avec l'Asie dans son sillage – allaient diverger.

L'économie en Asie évolue dans la bonne direction

En partie grâce aux incitations gouvernementales et à l'assouplissement progressif du confinement en lien avec la politique « zéro Covid », **l'économie chinoise semble se redresser**. Ainsi, **l'indicateur PMI avancé a de nouveau dépassé les 50 points**, ce qui indique de la croissance. De plus, avec la banque centrale japonaise, la banque centrale chinoise est l'une des rares à ne pas resserrer (fortement) sa politique monétaire. Conclure que tout va bien en Asie serait aller trop loin, et nous pensons en particulier à l'état du secteur immobilier en Chine, mais la conjoncture évolue progressivement dans la bonne direction.

Les sociétés américaines restent positives...

La situation aux États-Unis est peu claire mais plutôt porteuse d'espoir. Les **indicateurs PMI avancés** pour l'industrie manufacturière et les services ont certes baissé ces derniers mois, mais les deux restent confortablement **au-dessus du seuil de 50**, ce qui rend peu probable une forte baisse de l'activité économique du côté des producteurs. Le Bloomberg Financial Conditions Index nous montre que pour les entreprises, malgré la baisse du marché et la hausse des taux d'intérêt, il n'est **pas plus difficile qu'en temps normal de trouver des financements** et donc de procéder à des investissements.

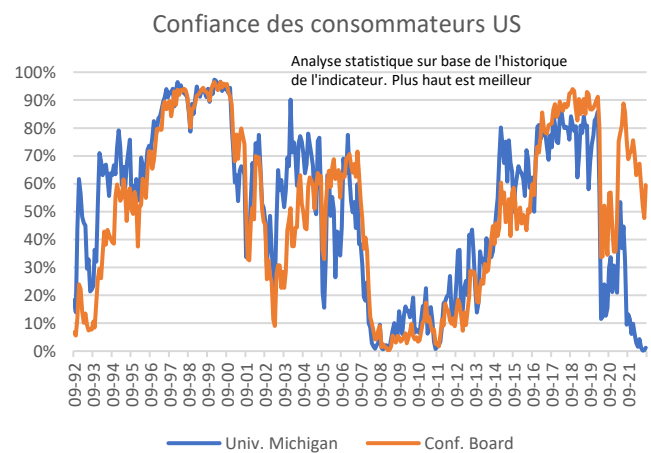


Source: Bloomberg – Bloomberg US Financial Conditions Index

... et le consommateur continue de consommer

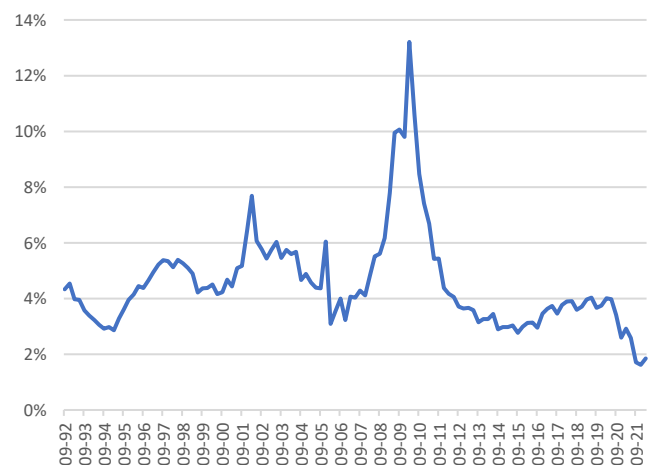
C'est moins clair pour les consommateurs, où deux importantes enquêtes de confiance les concernant envoient des signaux contradictoires. Selon l'Université du Michigan, la confiance des consommateurs est, même après son récent rebond, inférieure à ce qu'elle était pendant la Grande Crise financière, tandis que le Conference Board considère la confiance comme normale. Si l'indicateur de l'Université du Michigan s'est révélé fiable par le passé, il est – du moins pour

l'instant – démenti par ce que **font pour l'heure les consommateurs, à savoir consommer**.



Source: Bloomberg

Cela peut s'expliquer par la combinaison d'un **taux de chômage historiquement bas (3,6%)**, de **créations massives d'emplois** ($\pm 530\ 000$ en juillet), du **nombre record de postes vacants** (quasi 2 par chômeur) et de l'important **excédent d'épargne** accumulé pendant la période de la Covid. Les banques signalent également que les défauts de paiement sur les cartes de crédit restent historiquement faibles, ce qui indique que les **consommateurs ne connaissent pas de problèmes financiers**.



Source: Bloomberg – US Net Charge Offs on Credit Cards

Sur la base des données des producteurs et des consommateurs, nous pensons que les **États-Unis se dirigent vers un ralentissement de milieu de cycle ou une légère récession, avec des dommages économiques qui ne devraient pas être trop importants**. Une question importante ici est, bien sûr, l'agressivité avec laquelle la Federal Reserve (FED) continuera d'augmenter les taux d'intérêt et donc dans quelle mesure l'économie ralentira davantage. Celle-ci dépendra à son tour de l'évolution de l'inflation.

Europe est frappée par une tempête énergétique...

En **Europe**, frappée par une tempête énergétique presque parfaite, la **situation est nettement moins rose**. Les prix du gaz ont atteint des sommets stratosphériques en raison de l'étranglement des approvisionnements en provenance de Russie et des achats désespérés pour reconstituer les approvisionnements hivernaux. Le fait que le Rhin soit déjà à un niveau historiquement bas (normalement le plus bas annuel est atteint en octobre) rend le transport du charbon pour les centrales électriques plus difficile, plus cher et plus lent, ce qui a également un impact sur les prix du gaz en Europe. A un moment donné, le prix de gros pour une livraison de 1000 kWh pendant l'hiver était d'environ 350 €. Converti par équivalent énergétique, cela équivaut à un prix d'environ 500 dollars le baril de pétrole brut. En raison du fonctionnement du marché de l'électricité (le producteur marginal qui équilibre l'offre et la demande - actuellement les centrales au gaz - détermine le prix de l'électricité pour tous les producteurs, quel que soit le mode de production), les prix de l'électricité ont également explosé. En Allemagne, par exemple, les prix ont été plus de 10 fois plus élevés que leurs moyennes historiques ces derniers jours.

...qui impacte aussi bien consommateurs que producteurs

Il va sans dire que **cela affecte l'esprit des consommateurs**, où la classe moyenne inférieure risque désormais d'être confrontée à des difficultés budgétaires.



Source: Bloomberg

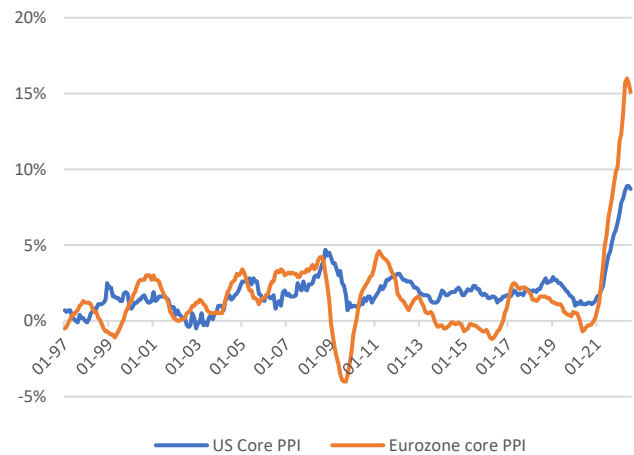
La forte hausse des prix de l'énergie **pèse également sur l'industrie et plusieurs entreprises énergivores** ont récemment annoncé qu'elles limiteraient, voire arrêteraient, leur production. Compte tenu de la détérioration des perspectives, les banques deviennent également plus prudentes dans leurs prêts, ce qui n'est pas bon pour l'économie non plus.

La combinaison des facteurs ci-dessus rend une **récession en Europe presque inévitable** et il y a de fortes chances que nous soyons déjà dedans. La question clé est de savoir jusqu'à quel point elle deviendra grave, et cela dépend de l'évolution des prix de l'énergie au cours de l'hiver à venir.

L'inflation continue d'augmenter...

Il est maintenant bien connu que les prix de l'énergie influent sur l'inflation. En effet, **l'inflation actuelle se diffuse en 3 phases** : la première impulsion est donnée par les prix des **matières premières**, qui à leur tour se traduisent en **prix à la production (IPP)** et finissent par atteindre le **consommateur (IPC)**. Ce qui est ignoré, en revanche, c'est **qu'au cours des**

derniers mois, à l'exception notable des prix du gaz et de l'électricité en Europe (voir ci-dessus), les prix des matières premières (y compris le pétrole) sont **devenus sensiblement moins chers**. A terme, à l'exception de l'Europe, **cela aura des effets de pression baissière sur les prix à la production**. Actuellement, aux **États-Unis**, la variation des prix à la production de base (hors prix volatils de l'énergie et de l'alimentation) est à peu près au même niveau que celle des prix à la consommation, de sorte que l'on peut s'attendre à ce que **les prix à la production fassent peu pression sur les prix à la consommation**. Malheureusement, nous ne sommes pas encore dans une situation comparable en Europe. L'IPP « Core » de la zone euro est actuellement supérieur à 15 %.



Source: Bloomberg

En d'autres termes, nous devons toujours nous attendre à une pression à la hausse sur l'IPC. De plus, la zone euro a vu sa devise se déprécier, ce qui est bon pour notre compétitivité mais en même temps tire à la hausse l'inflation.

En résumé, nous pensons que les prix à la consommation ont peut-être atteint un sommet aux États-Unis, mais qu'ils risquent de continuer à augmenter dans la zone euro au cours des prochains mois.

Les banques centrales continueront d'augmenter les taux...

La combinaison des éléments ci-dessus place la **BCE dans une position peu enviable. Une hausse agressive des taux d'intérêt plonge l'économie européenne plus profondément dans la récession, mais en faire trop peu pourrait conduire à une spirale salaires/prix** où une haute inflation risque de devenir structurelle. Nous nous attendons donc à ce que la BCE poursuive ses hausses de taux. **Nous nous attendons également à de nouvelles hausses des taux d'intérêt aux États-Unis car**, malgré le fait que l'inflation semble se stabiliser là-bas, elle demeure inconfortablement élevée. Le président de la FED, J. Powell, a clairement indiqué dans son discours de Jackson Hole qu'une période de croissance plus faible, un marché du travail plus faible et "une certaine pénibilité" pour les ménages et les entreprises était inévitable.

... ce qui mettra de la pression sur les cours des obligations

Pour l'avenir, nous **restons prudents sur les obligations**, car les taux à long et à court terme pourraient encore augmenter. Nous plaçons donc pour une **sous-pondération à la fois en poids et en durée** (sensibilité aux taux d'intérêt), mais les taux d'intérêt continuant à monter, nous oserons néanmoins acheter des obligations d'État au fur et à mesure de la hausse,

en ce compris en Italie où l'incertitude politique et la nervosité générale des marchés provoquent une augmentation significative des spreads. Indépendamment de qui dirigera l'Italie à l'avenir, la part italienne (200 milliards d'euros ou environ 12,5 % du PNB au cours des 5 prochaines années) du fonds de relance de l'UE, malgré les conditions qui y sont attachées, est une offre trop séduisante pour la laisser passer. En outre, la BCE a récemment été dotée d'une nouvelle arme monétaire, le « *Transmission Protection Instrument* », qui l'autorise à acheter sans limite des obligations d'un pays membre si elle estime que le spread n'est pas en phase avec les perspectives économiques. Compte tenu du scénario défavorable pour la zone euro, nous recommandons de rester prudents sur les obligations d'entreprises, et en particulier sur les obligations à haut rendement. Une augmentation des défauts nous semble inévitable.

Prudence en actions européennes

Au niveau des actions, nous pensons qu'une sous-pondération globale est temporairement appropriée compte tenu de l'affaiblissement de l'économie mondiale. Cependant, cette

vision cache des différences géographiques importantes. Sur la base des perspectives globales pas si défavorables et des valorisations qui ne semblent pas excessives par rapport aux taux d'intérêt, nous **maintiendrons les marchés émergents et américains à des positions neutres. L'Europe, en revanche, serait nettement sous-pondérée.** Les indicateurs avancés y pointent vers un net ralentissement de la croissance et les entreprises verront leurs marges bénéficiaires comprimées par l'explosion des prix de l'énergie. De plus, compte tenu des difficultés qu'elles ont éprouvées à recruter des employés au cours des 2 dernières années, les entreprises retarderont le plus longtemps possible les licenciements, ce qui pèsera également sur les marges bénéficiaires. Les actions européennes semblent bon marché, mais à notre avis, cette mesure est flattée par des attentes de bénéfice trop optimistes. Le consensus des analystes est qu'ils augmenteront fortement pour le reste de cette année, et continueront d'augmenter l'année prochaine. Les évolutions récentes rendent cela de plus en plus improbable.

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.