

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Des maux et des mots

Le message des indicateurs de conjoncture est on ne peut plus explicite : l'Europe est entrée en zone de contraction de l'activité économique. Et comme cette réalité est appelée à durer au moins deux trimestres, le mot de récession est de rigueur. Mais attention, si la rigueur intellectuelle demande de regarder les faits de manière crue, elle demande aussi de la nuance dans leur interprétation. Et aussi dans l'expression. Nous oserions dire que de mauvais mots pour les maux aggravent les maux. Les mots des maux d'aujourd'hui sont récession, stagflation, resserrement monétaire ou encore vague de faillites mais utiliser ces mots-là, sans nuance, exagèrent les maux à leur tour, en termes de confiance et de politique économique. Il y a une dimension auto-entretenu dans les crises : amplifier la perception du sérieux d'un creux conjoncturel pourrait altérer le comportement des agents économiques et, de ce fait, risque de l'exacerber. L'expression « jeu de mots » est connue, et en effet les mots peuvent faire rire mais jouer avec les mots dans le sens de « mal nommer la réalité » peut aussi être dangereux. Ne clamons pas « *tout va très bien, Madame la Marquise* », bien sûr, et prenons la mesure des choses, avec une juste mise en perspective.

Récession

Le Fonds Monétaire International (FMI) vient de publier ses nouvelles prévisions. Pour la zone euro, il est question d'une croissance réelle, hors inflation, de 3,1% en 2022 et de 0,5% en 2023. Le ralentissement à venir est plus marqué que ce qui était attendu en juillet dernier. Il y a trois mois, la croissance pour 2023 était en effet encore pronostiquée à 1,2%. Notons toutefois que l'année en cours a, elle, été revue à la hausse, de +2,6% à +3,1%.

Si, aujourd'hui, les analyses convergent, c'est doublement : pour annoncer une récession ... mais aussi pour annoncer une récession limitée, en durée comme en amplitude. Et ici les mots peuvent donc induire en erreur, en poussant à un décryptage binaire : soit nous serions en croissance, et tout irait pour le mieux, soit nous serions en récession, et là ce serait terrible. Ce n'est pas correct, car il y a récession et récession, comme il y a croissance et croissance. Une croissance liée à des facteurs non soutenables, telle une gabegie budgétaire, n'est pas à confondre à une croissance résultant d'un meilleur fonctionnement de l'économie. Et il en va de même avec la récession à venir, qu'il faut qualifier à trois égards : sa durée vraisemblable, son amplitude vraisemblable et ses causes vraisemblables.

Crier au loup

A entendre nombre de voix, et notamment dans le monde des fédérations patronales, nous entrerions dans une zone de très hautes turbulences en regard de laquelle la crise liée à la Covid serait modérée. Les indicateurs avancés et les modèles dont disposent les économistes ont montré depuis leur origine leur faiblesse prédictive mais, à aujourd'hui, il y a tant de facteurs qui plaident en sens opposé qu'il n'y a pas de base pour avancer

que la récession devrait être particulièrement longue et sévère. Ainsi, les représentants du monde de l'entreprise crient au loup, évoquant, comme en 2020, « un tsunami de faillites », mais, sur le terrain, les chiffres agrégés révèlent que les entreprises cherchent à engager et à investir. On est aux antipodes, par exemple, de 2008, quand le crédit bancaire s'est évanoui et que les sociétés ont cherché à sauver leur trésorerie en gelant les dépenses non immédiatement nécessaires.

Oui, nous nous sommes lourdement trompés, collectivement et individuellement, en annonçant il y a un an, fin 2021, que tout concordait pour faire de 2022 une année de croissance vive. L'épargne des ménages, l'excellente tenue du marché du travail, le besoin des entreprises d'investir, la faiblesse des taux d'intérêt réels ou l'accommodement budgétaire devaient, avec aussi un effet de base favorable, conduire à une croissance vigoureuse. L'année 2022 ne se terminera pas comme elle a commencé, mais les arguments avancés il y a douze mois restent pertinents. L'erreur n'a pas été dans les facteurs étudiés mais dans la non-anticipation de l'escalade brutale des tensions géopolitiques. « *Payer le prix de la guerre* », tel est le titre de la dernière étude semestrielle de l'OCDE, et ce titre est excellent non parce qu'il donnerait une excuse bon marché mais car il dit bien ce que vivent nos économies.

Ce que les données disent des trimestres à venir, c'est une récession imminente et une croissance faiblarde ensuite, mais au total pour des difficultés qui ne seront ni longues, ni profondes. Et ce que l'analyse ajoute est qu'à tout prendre les causes sont à voir positivement. La crise de la Covid est « une crise pour rien », car nous ne l'avons pas reliée à des comportements humains à changer. En revanche, la crise de l'énergie est « une crise de transition » qui, de manière bien sûr trop violente, accélère des changements que nous savions indispensables.

La vérité des marchés

N'est-il pas un peu facile pour les prévisionnistes d'avancer que leur erreur ne relève pas de l'analyse des fondamentaux économiques mais de phénomènes exogènes ? La chute des marchés financiers, qui, regardant le long terme, ne devraient pas être trop influencés par de tels phénomènes exogènes que l'on pense forcément temporaires, n'invalide-t-elle pas le dédouanement des économistes ? En d'autres termes, la donne macroéconomique n'aurait-elle pas radicalement changé, et c'est cela qui aurait fait chuter les marchés, et c'est ne pas l'avoir vu qui devrait être reproché aux économistes ?

Non, nous ne le pensons pas ! Des changements brutaux sont possibles, mais soyons prudents avant de parler de disruption systémique. Les consommateurs ont un appétit de consommation qui est là, les aéroports en ont témoigné cet été, malgré l'urgence de la transition environnementale, et ils ont – dans une moyenne qui cache la dispersion – les moyens pour cela. Le marché du travail affiche des taux de chômage au plancher et des vacances d'emploi au plafond. Dans leur

ensemble, les entreprises publient des résultats qui contredisent le discours anxigène ambiant, et, de plus, elles maintiennent leurs investissements, réalisant qu'elles doivent participer activement à la mue vers un monde plus durable. Les pouvoirs publics continuent de tirer parti de taux d'intérêt réels proche de 0%, voire négatifs, et ce coût de financement écrasé montre que les banques centrales restent crédibles et cela sans que, malgré les hausses récentes et celles à venir, elles ne doivent devenir punitives.

Enfin, s'il est parfaitement légitime que des entrepreneurs s'inquiètent de l'envolée des prix de l'énergie, la hausse des salaires, de nouvelles réglementations environnementales ou la suppression d'avantages fiscaux spécifiques, et l'expriment avec vigueur, il faut voir que leur intérêt particulier ne correspond pas à l'intérêt des investisseurs de long terme détenteurs d'un portefeuille diversifié. En effet, pour ces

derniers, il est à souhaiter que la pollution soit chère, que les gains de productivité soient mieux répartis, que le cadre de vie et la santé soient mieux pris en compte et que la fiscalité soit plus efficace. Ils ont à le souhaiter car leur performance patrimoniale dans le temps dépend de la taille future du gâteau économique global.

Conscient que le décryptage de la présente analyse puisse apparaître comme trop positif, si pas naïf, il convient, pour terminer, de redire qu'elle peut être balayée par l'usage d'armes de destruction massive ainsi que par d'autres menaces, qu'elles soient environnementales, sanitaires, technologiques, idéologiques ou même physiques. Et ces menaces justifient, en termes d'investissement, de pondérer le propos apaisé sur la gravité du ralentissement conjoncturel.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

les conditions pour consommer...

Les principaux déterminants de la consommation des ménages sont les revenus, la sécurité, des revenus – qui équivaut généralement à la sécurité de l'emploi –, et la situation patrimoniale, reflet à la fois de l'épargne accumulée et de l'endettement des ménages.

Endettement bas...

Le **ratio d'endettement des ménages américains** (effet de levier ou dette nette sur actifs) **n'a plus été aussi bas depuis belle lurette**. Cela est dû d'abord à une **diminution de la dette nette pendant** la crise de la Covid, expliquée à la fois par le soutien du gouvernement et par l'épargne forcée pendant cette période. Cela résulte également de **l'augmentation significative de la valeur des actifs** des ménages (actions, obligations et immobilier). Certes, la baisse récente du cours des actifs mobiliers et la stabilisation, voire la baisse, attendue des prix de l'immobilier, combinées à la baisse du taux d'épargne, augmenteront à nouveau le levier des ménages, mais celui-ci restera néanmoins largement inférieur à ce qu'il était à la veille de la crise financière.

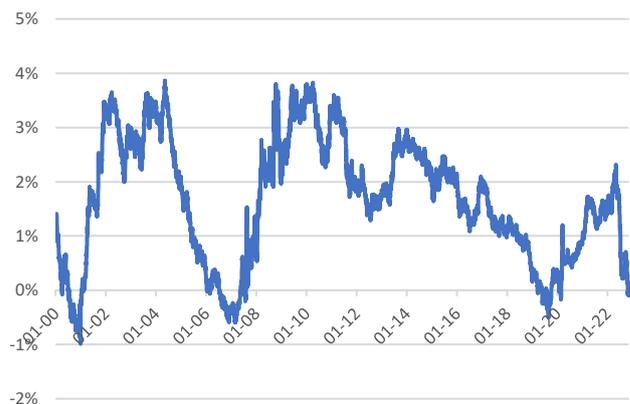
... et sécurité des revenus font consommer les ménages...

En termes de **sécurité d'emploi**, la situation de l'Américain moyen n'a **pas été aussi favorable depuis des décennies**. Le **taux de chômage** reste - malgré le net ralentissement de l'économie - à un niveau **historiquement bas** et le **nombre d'offres d'emploi** demeure à un niveau **historiquement élevé**, et cela en dépit de la baisse récente. La perte de pouvoir d'achat induite par le fait que les prix à la consommation augmentent beaucoup plus rapidement que les salaires, est couverte par les ménages en puisant dans l'énorme « bas de laine » accumulé pendant la crise du coronavirus. Ceci maintient la consommation, et cela peut encore durer un certain temps.

... ce qui amène de la confiance chez les entreprises

Il n'y a donc pas lieu de s'étonner que, malgré les hausses de taux d'intérêt marquées et répétées visant à refroidir l'économie, les **indicateurs PMI avancés** pour l'industrie (50,2) et les services (54,4) **indiquent toujours une croissance économique**. En raison de la hausse sensiblement plus rapide des taux d'intérêt à court terme par rapport aux taux d'intérêt à long terme, **la courbe des taux s'est inversée**. Dans le passé, cela s'est avéré être un **indicateur fiable d'une récession imminente**. **Toutefois, sur la base de l'analyse qui précède, nous pensons qu'une éventuelle récession devrait être limitée aussi bien dans son ampleur que dans sa durée**.

Etats-Unis : Taux long (10 ans) - taux court (3 mois)



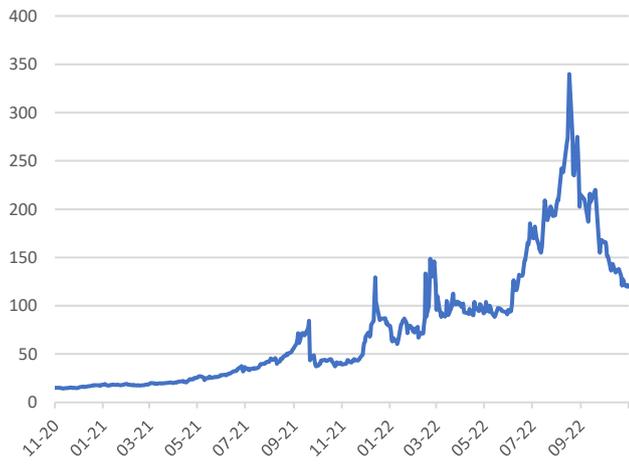
Source: Bloomberg, Orcadia AM

Les éléments de soutien sapés par la guerre

En Europe aussi, les trois éléments sont réunis pour pouvoir rendre compte d'une situation plutôt favorable pour le consommateur moyen. Certes, la **confiance des consommateurs est au plus bas**, mais l'explication est évidente, **c'est la guerre à nos frontières et l'immense incertitude qu'elle engendre**. **L'impact psychologique** d'une éventuelle nouvelle escalade de la guerre ne peut être ignoré. **Et la hausse des prix de l'énergie a aussi un impact psychologique, en plus de ses effets tangibles**. L'augmentation des prix à la pompe et, plus encore, pour le chauffage et l'électricité non seulement évince d'autres dépenses mais, en outre, inquiète. C'est la peur de la facture de régularisation, c'est la crainte de la fin des contrats à prix fixes, c'est l'incertitude sur la durée des soutiens publics et c'est le doute sur les approvisionnements. **Les indicateurs économiques avancés pour les producteurs européens**, et notamment allemand (PMI de 45,1), **sont de mauvais augure pour l'économie européenne**.

Une hirondelle ne fait pas le printemps

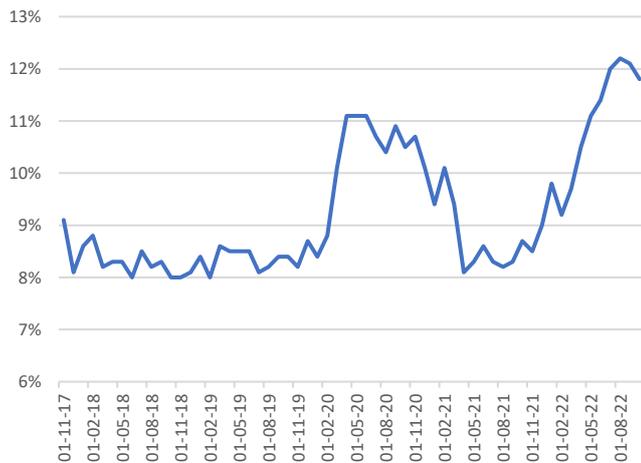
A cet égard, **la récente chute brutale des prix du gaz** et, par conséquent, aussi de ceux de l'électricité, due à la conjonction d'un temps exceptionnellement chaud et de comportements d'économie d'énergie dans le chef des ménages et des entreprises, **est clairement une bonne nouvelle**. Si le prix de l'approvisionnement en gaz se stabilise autour du niveau actuel durant cet hiver, il est bien possible qu'au lieu d'une lourde facture finale, les consommateurs reçoivent même une note de crédit de leurs fournisseurs d'énergie. **Attention toutefois à baisser la garde. Un hiver sévère ferait clairement remonter les prix, et pas seulement pour les mois qui viennent**. Une vague de froid plus longue réduirait fortement les stocks et les reconstituer ne sera pas évident. Au printemps 2022, nous les avons regarnis avec du gaz russe, ce qui ne sera pas le cas l'an prochain.



Source: Bloomberg – TTF Gas Future “Next Winter”

L'économie chinoise est stimulée

Nous prévoyons une accélération de l'économie chinoise dans les mois à venir. Beaucoup, si pas tout, dépendra bien sûr des politiques covid du pays mais - contrairement à l'Occident - **nous voyons la banque centrale essayer de stimuler l'économie**. Elle peut se le permettre car **l'inflation est plutôt trop faible que trop élevée** (l'inflation sous-jacente chinoise est à peine de 0,6 % et les prix à la production baissent). Pour illustrer ceci, voyons que la masse monétaire chinoise (M2) augmente à nouveau fortement. C'est de nature à avoir un effet positif sur l'activité économique.



Source: Bloomberg – M2 Chinois

Le pic de l'inflation est atteint aux États-Unis...

Que le consommateur américain continue de dépenser est une bonne nouvelle conjoncturelle, mais cela présente l'inconvénient de rendre le travail de la FED bien plus difficile. Après tout, elle essaie de refroidir l'économie en augmentant les taux d'intérêt, et cela afin de maîtriser l'inflation. Cependant, nous observons que **plusieurs indicateurs laissent entendre que le pic d'inflation aux États-Unis pourrait avoir été atteint**. La hausse des prix à la production se stabilise et, plus en amont, on voit baisser le prix de nombreuses matières premières. D'ici quelques mois, l'effet de base de la hausse des prix du pétrole disparaîtra également. Le nombre d'entreprises prévoyant des augmentations de prix reste supérieur à la moyenne mais diminue rapidement. En raison de la composition du panier de prix aux États-Unis – les loyers effectifs et aussi les loyers notionnels des propriétaires occupants (*home owner equivalent rent*) représentent

ensemble environ un tiers de l'indice –, les prix à la consommation aux États-Unis sont fortement affectés par l'évolution des prix des logements. En raison de la très forte hausse des taux d'intérêt, le remboursement d'un prêt hypothécaire sur 30 ans pour l'achat d'un logement moyen (en tenant compte d'un apport propre de 20 %) a presque triplé en pourcentage du revenu de l'Américain moyen. Il est clair que cela déprime l'appétit pour les achats de logements neufs, entraînant un aplatissement, voire une baisse des prix des logements, ce qui, à long terme, aura un effet modérateur évident sur l'inflation aux États-Unis.



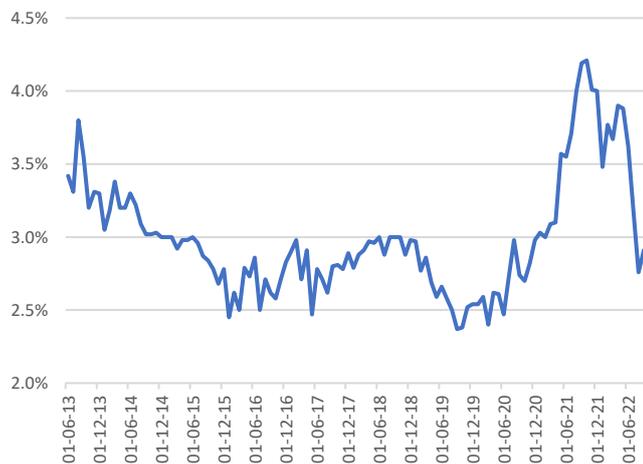
Source: FED/FRED database, Orcadia AM

... et probablement proche en Europe...

En Europe, l'inflation est actuellement poussée à la hausse principalement par la hausse des prix de l'énergie et des produits alimentaires. L'inflation devrait donc se calmer d'ici quelques mois, quand les effets de base commencent à jouer à la baisse. Mais cela prendra plus de temps qu'aux États-Unis car les prix des matières premières sont libellés en dollars et l'euro s'est nettement affaibli face au dollar depuis le début de l'année. Chez nous, les variations des prix à la production sont également sensiblement plus élevées que celles des prix à la consommation, ce qui signifie que le pic d'inflation n'a peut-être pas encore été atteint. En Europe nous voyons également, dans une moindre mesure qu'aux États-Unis, une augmentation de ce que l'on appelle « l'inflation sous-jacente ». Comme les augmentations salariales observées sont pour l'heure nettement inférieures à l'inflation, il y a tout lieu d'anticiper que la demande d'augmentations salariales va se faire de plus en plus forte.

...Mais toutefois encore des augmentations de taux à attendre

Ce n'est pas parce que le pic d'inflation est atteint (États-Unis) ou proche (zone euro) que les Banques Centrales ne vont plus remonter les taux d'intérêt. La différence entre l'objectif officiel (2%) et l'inflation actuelle est tout simplement trop grande pour être compatible avec la sécurisation de leur crédibilité. En outre, le risque d'une spirale prix-salaires réel, même s'il ne se manifeste pas pour l'instant. C'est, d'ailleurs, une très bonne nouvelle que les anticipations d'inflation aux États-Unis reviennent à la normale. **Nous nous attendons à ce que le rythme auquel les taux d'intérêt à court terme augmentent se modère tant aux États-Unis que dans la zone euro.**



Source: Bloomberg – NY FED Survey: attentes d'inflation 3 ans

Sous-pondérer les obligations ... mais moins qu'avant

S'il n'est pas exclu que les taux d'intérêt à long terme continuent de remonter quelque peu, **une diminution de la très forte sous-pondération des obligations, tant en termes de poids que de sensibilité aux taux d'intérêt, semble appropriée. Nous maintenons notre préférence pour les obligations d'Etat**, notamment en zone euro, car les spreads sur les obligations d'entreprises et en particulier les obligations à haut rendement pourraient s'écarter considérablement si, par exemple, un hiver sévère devait nous plonger dans une sévère récession.

Sous-pondérer les actions ... mais pas chaque région

Compte tenu de résultats des entreprises globalement meilleurs que prévu pour le trimestre écoulé, de perspectives économiques mondiales, qui - à l'exception, peut-être, de l'Europe - sans être bonnes ne sont pas franchement mauvaises, et de valorisations devenues plus attrayantes, nous **maintiendrons une sous-pondération limitée des actions**. L'enquête mensuelle de Bank of America auprès des investisseurs professionnels révèle qu'en moyenne, ceux-ci sont fortement sous-investis en actions, de sorte que la moindre nouvelle moins défavorable peut faire rebondir les prix. Au niveau régional, nous préconisons **une surpondération des États-Unis et une pondération neutre des marchés émergents**, où les anticipations de reprise économique du poids lourd chinois sont tempérées par les risques politiques associés à la concentration du pouvoir en une seule personne. En dépit d'un écart de valorisation entre Europe et États-Unis exceptionnellement élevé, nous **sous-pondérerions** le Vieux Continent. En **Europe**, non seulement la croissance attendue des bénéficiaires (qui affecte le ratio P / E à la baisse) semble plutôt optimiste, mais **il y a tout simplement ces facteurs** - il suffit de penser à une nouvelle escalade de la guerre en Ukraine ou à un hiver sévère - **qui auraient un impact sévère sur l'activité économique et sur les actifs à risque**. Cela impose une certaine prudence.

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.