

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Où va le doux commerce ?

Trois ans après le Brexit, l'évaluation économique de celui-ci est celle d'un bilan largement négatif. Inflation, commerce, productivité, mobilité des personnes, les indicateurs sont sévères, et dans les prévisions que vient de publier le Fonds Monétaire International, le Royaume-Uni fait vraiment figure de pire élève de la classe. Certes, en 2022, la bourse britannique s'est relativement bien tenue, mais ceci s'explique par la composition sectorielle de l'indice britannique, pas par la vigueur sous-jacente de l'économie nationale. Après « Brexit », un nouveau mot-valise a même fait son apparition, celui de « Bregret ». Les sondages indiquent qu'une majorité se dégagerait aujourd'hui en faveur d'un retour dans l'Union européenne. Bien sûr, tous les maux Outre-Manche ne s'expliquent pas par le Brexit, mais la réapparition d'entraves au commerce avec l'Europe fait partie de leurs causes.

Moins de commerce international, cela signifie-t-il une économie en récession ? L'incidence macroéconomique négative du Brexit pourrait contribuer à alimenter une telle inquiétude, et cela d'autant plus que les échanges mondiaux semblent effectivement menacés. N'est-il pas fréquemment question ces derniers temps d'une dé-globalisation et d'une nouvelle poussée du protectionnisme ? Regardons cela rapidement, avant, dans un second temps, d'en cerner les possibles effets.

Menaces sur le commerce international

Il y a bien sûr l'effet des sanctions et contre-sanctions en lien avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie, même si nous savons qu'une partie du commerce avec l'agresseur continue d'avoir lieu. Le commerce mondial ne diminue pas si les exportations fossiles russes se redirigent de l'Europe vers l'Inde, avec pour double effet que les Européens s'approvisionnent là où les Indiens se fournissaient et que les Européens achètent aux Indiens ce que ceux-ci acquièrent des Russes.

L'idée d'une déglobalisation vient également de la réappréciation de la fiabilité du pays devenu « l'atelier du monde », à savoir la Chine. Qu'il s'agisse de s'approvisionner en masques buccaux, en semi-conducteurs, en terres rares ou en médicaments, avec la Covid et les perturbations des chaînes de production qui lui ont été liées, nous avons pris conscience de notre perte de résilience et de notre dépendance stratégique vis-à-vis d'un pays qui pourrait se montrer aussi belliqueux à l'extérieur qu'il est violent à l'intérieur de ce qu'il considère ses frontières. Montesquieu a parlé du « doux commerce », où les humains voient qu'ils ont plus intérêt à échanger qu'à se faire la guerre, mais Poutine a montré – ou rappelé – que la rationalité de l'intérêt économique national n'était pas toujours le premier critère de décision, et encore moins dans les régimes non démocratiques.

Enfin, ce scénario de déglobalisation a aussi gagné du terrain avec la politique industrielle de la transition environnementale adoptée par les Etats-Unis de Joe Biden, une politique de nature explicitement protectionniste puisque conditionnant de

grands avantages budgétaires à des clauses de production locale. Loin de tourner le dos au « America First » de Donald Trump, Joe Biden s'est inscrit dans ses pas, ceux du « Buy American ». Et, en réaction, des voix se sont élevées en Europe pour répondre, « tit for tat », avec une perspective d'escalade dans le protectionnisme. Par ailleurs, les mesures environnementales prises par l'Europe, en particulier le mécanisme fiscal d'ajustement aux frontières visant à taxer les biens importés en Europe ayant bénéficié de réglementations environnementales plus laxistes, devraient également peser sur le commerce.

Vers une déglobalisation marquée ?

Les jours de la vive croissance du commerce international sont derrière nous. C'est une réalité, et même, quitte à surprendre, une réalité qui commence à dater. Cela fait une quinzaine d'années, maintenant, que les indicateurs en la matière, basés sur les investissements directs à l'étranger et la valeur des importations et exportations en pourcentage du PIB, montre une forme de stagnation du commerce international en regard de la taille de l'économie mondiale.

Cette stagnation n'est-elle qu'une première étape, qu'une inflexion annonciatrice d'une contraction à venir ? Un tel scénario, sans pouvoir être exclu, reste hautement improbable. Certes, il est des secteurs, de la santé à la technologie en passant par la défense, l'alimentation et l'énergie, où une relocalisation (« reshoring ») est à envisager, une relocalisation qui pourrait se faire « à la maison » ou dans un pays perçu comme plus stable ou plus fiable (« friendshoring » ou « allyshoring »). Toutefois, le différentiel de coûts salariaux entre pays développés et pays émergents, et plus encore par rapport aux pays pas encore reconnus comme émergents (les frontier markets), notamment en Afrique, laisse penser que les entreprises continueront à faire produire ailleurs tout ce qui est possible ... et avec un soutien au moins implicite des autorités. En effet, celles-ci ne souhaitent pas que l'accès aux biens bon marché, les jouets « made in China » n'étant qu'un tout petit exemple, soit rendu plus difficile, car cela alimenterait l'inflation et mécontentement populaire.

Impact limité pour l'économie

A priori, le commerce international fait gonfler la taille du gâteau économique, c'est un des enseignements de base de l'économie classique, remontant au XIX^{ème} siècle et à David Ricardo. Toutefois, il ne faut pas exagérer l'impact du commerce international. Les vicissitudes britanniques sont loin d'être exclusivement attribuables au Brexit. Autre pièce au dossier, les estimations de l'impact qu'aurait eu le Partenariat transatlantique de commerce et d'investissement (ou TTIP en anglais) entre Europe et Etats-Unis, TTIP, indiquaient un effet positif cumulé sur 15 ans d'à peine 0,5 point de PIB.

Il faut aussi voir que le commerce international a un coût social et un coût environnemental. Sur le plan social, il y a que, même

s'il fait croître l'activité, il fait des perdants, en particulier là d'où les emplois sont partis, souvent des emplois stables et relativement bien payés. Et cette réalité du commerce est donc aussi celle d'une détérioration du climat social, d'une perte de cohésion sociale, d'une méfiance envers l'avenir et envers autrui, de la montée du populisme. Moins de délocalisation ne serait donc pas forcément une mauvaise chose. En termes environnementaux, la contraction du commerce n'est pas forcément une mauvaise chose. Si elle est le reflet d'une moindre consommation de gaz et de pétrole, ou si elle est le reflet de coûts de transport aérien ou maritime plus en phase avec les dégâts environnementaux que ces transports occasionnent, il n'y a en rien lieu de pleurer ou de redouter une baisse du commerce international !

Enfin, faut-il regretter cette politique verte américaine au ton très protectionniste ? Les défis du monde sont tels et nos

interdépendances sont telles que nous préférerions voir les deux grandes zones démocratiques de la planète, Etats-Unis et Europe, œuvrer main dans la main. A cet égard, le repli américain est certainement une déception. Toutefois, ces USD 370 milliards de subventions vertes ne doivent pas être vues comme un mal, mais comme un bien sous-optimal. Ce n'est pas un mal car le mal aurait été que les Etats-Unis ne fassent rien pour la transition. Ces subventions vont dans la bonne direction, même si on eut préféré les voir aller aux meilleures solutions, pas qu'aux solutions américaines.

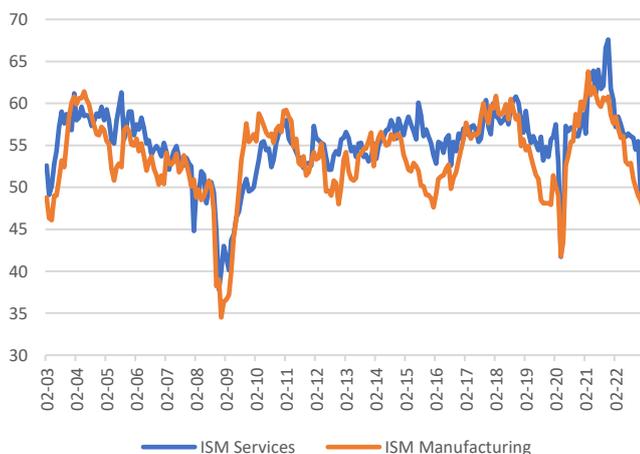
Au total, nous ne percevons pas les nuages actuels sur les relations économiques internationales comme une menace sérieuse pour l'activité économique à moyen terme.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

Plusieurs indicateurs indiquent une récession aux Etats-Unis ...

Aux États-Unis, de plus en plus de signaux d'un net ralentissement de l'économie sont perceptibles, laissant penser que celle-ci se dirige potentiellement vers une récession. En raison de la série ininterrompue de hausses des taux d'intérêt officiels et de la baisse récente du taux d'intérêt à 10 ans, l'écart entre ce dernier et le taux d'intérêt à court terme (3 mois) est devenu négatif. Dans le passé, cette inversion de la courbe des taux s'est révélée être un indicateur fiable d'une récession imminente. On constate également qu'après l'indice ISM manufacturier, celui des services a désormais lui aussi nettement baissé en décembre pour rebondir aussi vite en janvier. Question clé est maintenant lequel des deux est le cas isolé.



Source: Bloomberg

Au sein de l'indice manufacturier, le sous-indice des nouvelles commandes est particulièrement inquiétant. Au cours des 40 dernières années, cet indice est rarement tombé en dessous de son niveau actuel, et une récession a suivi à chaque fois. Nous remarquons également que les banques deviennent plus prudentes dans l'octroi du crédit, ce que l'on observe souvent à la veille d'une récession.

... mais également plusieurs qui indiquent le contraire

Simultanément, il existe également divers indicateurs qui indiquent le contraire. Les consommateurs continuent de dépenser (+2,1% sur un an au 4ème trimestre), même si les salaires n'ont pas suivi l'inflation. Ils ont pu le faire en utilisant l'excès d'épargne (les pics sur le graphique) de sorte que le taux d'épargne n'a jamais été aussi bas au cours des 30 dernières années. Et si les licenciements massifs chez les géants de la tech font l'actualité (mais il faut nuancer car en moyenne, même après les licenciements, ils ont encore plus d'employés qu'avant la pandémie), on constate que le taux de chômage reste historiquement bas. De plus, ces derniers mois, les créations mensuelles nettes d'emplois s'établissaient entre 200 000 et 250 000 (et le mois dernier même plus de 500 000).



Source: Bloomberg – Taux d'épargne Etats-Unis

L'indice JOLT, relatif au nombre de postes vacants, reste également historiquement élevé et a à peine diminué ces derniers mois, laissant environ 2 emplois disponibles par chômeur, un chiffre qui n'indique pas immédiatement une récession. La combinaison de tous ces éléments nous amène à conclure que l'économie américaine ralentit effectivement, mais qu'une récession majeure est peu probable et que le scénario le plus vraisemblable est celui d'un ralentissement de milieu de cycle significatif ou d'une récession technique limitée.

La situation économique européenne s'améliore

La situation en Europe est devenue nettement plus positive au cours du dernier trimestre. Maintenant que le printemps approche, la probabilité d'un hiver très dur, avec de possibles pénuries de gaz, une explosion des prix et une récession très sévère en conséquence, semble limitée. Parce que les ménages et les entreprises ont adapté leur comportement, la consommation de gaz est sensiblement plus faible et les stocks (à des périodes similaires) n'ont jamais été aussi élevés (> 70 % de la capacité maximale selon Gas Infrastructure Europe). Cela s'est traduit par une chute spectaculaire du prix du gaz (le prix actuel est environ 6x inférieur au pic de fin août). Néanmoins, une récession en Europe reste fort probable. L'indicateur PMI industriel avancé à 48,8 points, s'il s'est nettement rétabli depuis le plus bas d'octobre, pointe toujours vers une baisse de l'activité. Et si la confiance des consommateurs s'est quelque peu améliorée ces derniers mois, nous sommes toujours à des niveaux observés lors de récessions sévères. On note également que les banques sont devenues bien plus strictes dans l'octroi de nouveaux crédits. De plus, la demande de prêts est sous pression en raison de la hausse des taux d'intérêt. Cela pèsera sans aucun doute sur l'économie européenne dans les mois à venir.



Source: Bloomberg – Confiance des consommateurs en zone euro

En revanche, **le marché du travail demeure en bonne santé**. Le taux de chômage est resté inchangé à 6,6 % en décembre, le niveau le plus bas enregistré depuis le début de la série de données en 1995. Nous tablons donc, en supposant que la situation géopolitique et énergétique reste inchangée, sur un lent rétablissement du moral des agents économiques en Europe se rétablira, et certainement si pour une bonne fraction des consommateurs, le règlement de la facture énergétique se montrera moins douloureux que ce qu'on aurait pu craindre il y a quelques mois.

L'économie chinoise accélèrera...

Le gouvernement ayant récemment changé le fusil d'épaule face à l'épidémie de la Covid, l'économie chinoise devrait reprendre, dès que le pic du nombre d'infections sera derrière nous. Nous voyons **plusieurs raisons** à cela. Premièrement, il y a la **politique monétaire** qui, contrairement à l'Occident, est **expansionniste**. La PBoC peut se le permettre car, en termes d'inflation, sa situation est à l'opposé de la nôtre. Avec une inflation sous-jacente d'à peine 0,6%, également orientée à la baisse, la banque centrale craint la déflation plutôt que l'inflation. Nous avons pu observer une forte augmentation de la masse monétaire et du crédit, ce qui devrait doper l'économie chinoise dans les mois à venir.



Source: Bloomberg – Masse monétaire (M2) chinoise

Deuxièmement, comme les Européens et les Américains, les Chinois ont **accumulé "un excédent d'épargne"** pendant le confinement, représentant selon une étude de la Société Générale environ 7% du PIB. Si même qu'une partie de cette

somme est dépensée au cours des prochains trimestres, cela alimentera clairement la croissance chinoise.

... tout comme ceux des autres pays asiatiques

Selon le FMI, l'amélioration de la croissance ne se limiterait pas à la **Chine** (où ils s'attendent à une croissance de **5,9 %** pour cette année) mais se manifesterait également en **Inde** (croissance de **7 %**) et dans le reste de **l'Asie émergente** (croissance de **6,2 %**). Ce serait **également une bonne nouvelle pour l'Allemagne** puisqu'il s'agit de l'un de ses principaux marchés d'exportation. De plus, cela **affectera** sans aucun doute **les prix des matières premières**, rendant la tâche des banques centrales occidentales de contenir l'inflation plus difficile.

L'inflation européenne diminue finalement

Pour la première fois depuis longtemps, à l'instar des États-Unis, nous recevons de bonnes nouvelles sur l'inflation en Europe. Cela s'explique **principalement par la baisse de l'inflation énergétique**, qui est tombée à 17 % en janvier après un pic de 41 % en octobre. **Au fil du temps**, du fait des effets de base, **l'inflation énergétique deviendra négative**. **Des nouvelles moins bonnes sont venues des prix de l'alimentation, qui continuent de grimper fortement** (+14% sur un an).

La fin des augmentations de taux aux États-Unis en vue

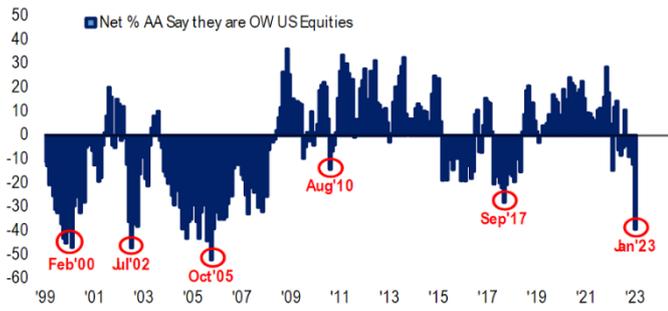
L'inflation a déjà baissé aux États-Unis et nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive. **L'indice sous-jacent** (hors prix de l'énergie et de l'alimentation) devrait également **commencer à baisser clairement dans les mois à venir**. La **raison principale** en est la stagnation, voire la baisse des prix de l'immobilier, qui va **freiner voire annuler la hausse du home owner equivalent rent**. **Cela permettra à la FED de mettre un terme au cycle de hausse des taux**. La modération des hausses de salaires, qui restent négatives en termes réels malgré la décélération récente de l'inflation, et le retour à la normale des anticipations d'inflation à moyen terme des consommateurs américains sont des éléments importants à cet égard.

... mais pas encore en Europe

Dans la zone euro, nous avons vu **l'inflation sous-jacente** remonter légèrement dans certains pays ces derniers mois. Comme elle continue d'être **nettement au-dessus de l'objectif de la BCE** et que la Banque centrale européenne a commencé bien plus tard à relever ses taux, nous nous attendons à ce que **la hausse de 0,5 % en début février ne soit pas la dernière**.

Allocation en actions : pas trop dévier de la norme

Compte tenu de la révision des perspectives économiques, et dans le cadre d'une **allocation globalement neutre en actions**, nous **ne surpondérerions plus les États-Unis**. Les valorisations sont nettement plus élevées que dans d'autres régions et les marges proches des sommets pourraient se trouver sous pression. D'autre part, le pic des taux d'intérêt à long terme aux États-Unis est probablement derrière nous, ce qui est positif pour la valorisation des valeurs de croissance qui sont en moyenne plus présentes sur le marché américain. En outre, le marché boursier américain a nettement sous-performé ces derniers mois et jamais au cours des 15 dernières années autant de gestionnaires de fonds n'ont été aussi négatifs à l'égard de la région. D'un point de vue contrarian, cela rend attrayantes les actions outre-Atlantique.



Source: Bank of America global fund manager survey janvier 2023

Aussi en Europe, nous ne prendrions plus d'écarts significatifs par rapport à la norme maintenant que le risque d'une grave récession ne semble plus présent. Cependant, il faut toutefois

tenir compte de la volatilité que peut apporter la situation géopolitique. S'il s'avère que **l'écart de croissance économique entre les marchés émergents et les pays développés se creuse effectivement, cela favoriserait l'investissement dans les premiers, surtout en combinaison avec l'affaiblissement du dollar.** Le contre-argument que les actions y ont déjà fortement progressé au cours des derniers mois est, selon nous, contrecarré par les performances relatives à moyen terme. **En outre, des économies liées aux matières premières comme le Canada ou l'Australie peuvent bénéficier de l'accélération de la croissance dans les marchés émergents,** car une demande plus élevée est susceptible de faire grimper les prix des matières premières, ce qui augmentera les bénéfices sur les bourses de ces pays.

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.