

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : *Cassandra*, où es-tu ?

Tous, nous les avons entendus, ces *Cassandra* qui, à l'automne dernier, nous prédisaient une récession aussi profonde qu'inéluctable. Un tsunami de faillites allait déferler, les PME fermer à la chaîne et les indépendants tomber comme des mouches.

Ce fut le discours de certains lobbies patronaux qui cherchaient, ainsi, à obtenir la prolongation ou l'adoption de nouvelles mesures de soutien. Cela se comprend de la part de tout groupement convaincu que son intérêt catégoriel spécifique sert l'intérêt général, mais il faut être conscient des biais de qui s'exprime, et donc il est indispensable pour l'observateur d'écouter l'influenceur avec un sens critique certain. Ce biais s'ajoute à un autre trait connu des conjoncturistes : les employeurs sont de mauvais prévisionnistes. Les enquêtes menées auprès d'eux sur comment évoluent leurs activités, en temps réel, présente une valeur ajoutée certaine mais ce qu'ils disent sur ce que sera l'activité dans 6 ou 12 mois le fait bien moins.

Pessimisme excessif

Mais ces derniers temps, l'erreur de prévision n'a pas été le seul fait des fédérations patronales. En octobre 2022, l'économiste en chef du FMI avait ajouté, à l'occasion de la publication de perspectives actualisées et révisées à la baisse, que « le pire est pourtant encore à venir ». C'était d'autant plus surprenant que les organisations internationales ont un biais volontariste dans leurs prévisions. En effet, comme elles formulent également des recommandations en matière de politique économique, elles sont amenées à penser que s'en inspirer aura directement un effet positif sur la conjoncture.

Quand, à la mi-décembre, et à propos de l'économie locale, le service d'étude de la Banque nationale de Belgique a annoncé n'attendre qu'un trimestre de croissance négative, et encore que de 0,1 point de pourcentage, et donc qu'il ne serait pas question d'une récession – définie usuellement comme une période d'au moins deux trimestres consécutifs de repli de l'activité –, les *Cassandra* ont donné de la voix pour rejeter ce scénario bien trop rose à leurs yeux ... ou à leur goût. Pourtant, c'était bien vu !

Le FMI a publié fin janvier une actualisation de ses prévisions, et le sens a clairement été celui d'un apaisement des craintes. La réouverture de la Chine, le dynamisme de l'emploi aux Etats-Unis et la décrue des prix de l'énergie en Europe là où le spectre de pénuries planait peu de temps auparavant, voilà les trois facteurs mis en avant par le FMI pour justifier ce retournement non de situation mais d'anticipation. Ce n'est pas que le pronostic soit devenu enthousiaste, mais c'est l'inflexion qui est notable. Il est question d'une croissance en 2023 d'à peine 0,7% pour la zone euro et 1,4% pour les Etats-Unis. En octobre, il était question, respectivement, de 0,5% et 1%.

Back to the sixties

Avec le retour de l'inflation combinée à une croissance atone dans un environnement de choc énergétique, la situation de 2022 a été par beaucoup comparée à celle des années 70, et le terme de stagflation est ressorti des tiroirs. Nous avons mis en garde contre cette analogie. Qu'il s'agisse de la conjoncture ou de traits structurels, notamment en lien avec le marché du travail – taux de prévalence de mécanismes d'indexation automatique et pouvoir de négociation des syndicats, en particulier –, comparaison est loin d'être toujours raison.

Nous n'allons pas céder à notre tour à la tentation d'une éventuelle répétition de l'histoire, mais c'est une comparaison avec les « Golden 60's » qui amuse l'observateur. En effet, il faut remonter au temps d'Armstrong sur la lune et d'Eddy Merckx en jaune au Tour de France pour observer un taux de chômage aussi bas qu'aujourd'hui, 3,4%, aux Etats-Unis.

La flexibilisation du marché du travail

La vigueur du marché du travail, non seulement de l'autre côté de l'Atlantique mais aussi en Europe, surprend et rassure. Elle étonne, car en période de faible croissance, on se serait attendu à une remontée du sous-emploi. Confrontées à une décélération de la demande et à un risque de compression de leur marge, les entreprises, qui, avec la Covid puis l'invasion russe, ont montré leur agilité, auraient dû licencier en masse. Or, ce n'est pas le cas. L'explication communément avancée est la peur de ne pas retrouver le personnel à embaucher au moment du redémarrage de l'activité. Un autre facteur est à sortir de l'ombre : les travailleurs ont absorbé une bonne part du choc, en voyant leur pouvoir d'achat reculer nettement – sauf là où l'indexation joue encore à plein, à savoir la Belgique et (quasi) rien que la Belgique. Par ailleurs, la santé du marché du travail rassure. C'est certainement le premier paramètre derrière la résistance actuelle de la consommation privée.

Le marché du travail est souvent présenté sous nos contrées comme manquant de flexibilité. Le propos n'est pas ici de dire que sur le terrain il n'en serait rien, mais, macro-économiquement, c'est le contraire qui frappe, à savoir la contraction des salaires réels. La hausse des rémunérations a en effet été bien inférieure à celle des prix, et cela malgré un taux de chômage comprimé et un large phénomène de pénurie de travailleurs.

Les années 60 avaient vu s'imposer, en macroéconomie, l'idée qu'un chômage bas donnait plus de pouvoir de négociation aux travailleurs et donc s'accompagnait de hausses des salaires plus marquées, une analyse connue sous l'expression de « Courbe de Phillips ». Que cela soit loin d'être observé aujourd'hui nous prémunit contre la tentation de l'analogie entre les années 60 et aujourd'hui ... et contre toute idée d'une histoire condamnée à radoter.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@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.