

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Réglementations environnementales et marchés financiers

Que, sur le spectre politique, certains, occupant des positions plus extrêmes, contestent la priorité à donner aux questions environnementales, celle-ci englobant tant les émissions de CO2 et les dérèglements climatiques que la perte de biodiversité, cela n'étonne pas. En revanche, quand le Président français Emmanuel Macron et ensuite le Premier Ministre belge Alexander De Croo, appellent l'un et l'autre, et même si cela traduit des positions pas totalement alignées, à une pause en matière de réglementation environnementale, cela interpelle. Qu'en dire de manière synthétique dans une perspective d'économie financière et d'investissement ?

L'inaction, la pire des attitudes

Non, Messieurs Macron et De Croo ne remettent pas en cause ce qui est le fait économique central, et qui aligne l'économie sur l'éthique : à l'échelle de la planète, ne rien faire sur le plan environnemental est la plus grande des idioties. Cela a bien été établi avec le « Rapport Stern sur l'économie du changement climatique » de 2006 : le coût économique le plus élevé est celui de l'inaction. Dans le rapport Stern, un ajustement de l'ordre d'1% du PIB à peine était considéré comme suffisant pour atténuer de manière significative les effets du changement climatique, soit un coût vraiment modique en termes d'activité économique. Et le propos sur le climat peut être étendu à la biodiversité, l'autre grand pan de la question environnementale, même si cette dernière est plus difficile à valoriser économiquement.

Nous devons agir, nous savons agir, et cela coûte nettement moins d'agir que ne pas agir ... et pourtant nous n'agissons pas, ou nettement trop peu. Comment l'expliquer ? Pour l'économiste, ceci traduit relève du dilemme du prisonnier : individuellement, nous n'avons pas, à strictement parler, un intérêt financier à agir : si les autres agissent pour l'environnement, « le monde est sauvé », même si moi, je ne m'impose pas de changement et si les autres n'agissent pas, « c'est foutu », quand bien même je me serais donné la peine de, moi, changer mon comportement. C'est donc un problème de manque de coordination qui se pose, comme il se poserait à celui qui souhaiterait prendre soin de sa maison mais en serait dissuadé par l'inaction de ses voisins.

Le spectre de la perte de compétitivité

Ce problème de non-coordination est ce qui est le plus souvent mis en avant par celles et ceux qui demandent une pause réglementaire, et cela sous la forme de la crainte d'une perte de compétitivité. Si l'Europe est plus exigeante que le reste du monde, Chine, Inde et Etats-Unis en tête, les investissements et l'activité se déplaceront, l'état de la planète n'y aura rien gagné, l'Europe se sera appauvrie et, avec cet appauvrissement, la cause environnementale sera encore moins bien.

Il y a trois niveaux de réponse à cette crainte. Le premier est de dire que si, en effet, pour une petite économie ouverte, la

capacité à agir isolément est freinée par la mobilité des facteurs de production, ce problème est d'ampleur limitée quand la zone géographique concernée et aussi riche, vaste et diversifiée que l'Europe. Le poids du commerce international de l'Europe avec le reste du monde n'est qu'une fraction de ce que ce poids est pour l'économie de la Belgique, du Luxembourg ou de la France.

Le deuxième est celui de la possibilité pour l'Europe d'imposer des barrières tarifaires et non-tarifaires à l'importation de biens et services ne répondant pas à ses exigences environnementales pour ne pas offrir au reste du monde un avantage concurrentiel aux pays se livrant à du dumping environnemental. Ceci n'est pas de la science-fiction, cela existe aujourd'hui. Certes, c'est pour l'heure limité à cinq secteurs (sidérurgie, ciment, engrais, aluminium et production d'électricité), mais rien n'interdit de le généraliser. Bien sûr, cela susciterait des oppositions. Rendre certains biens et services plus chers ou les bannir n'est pas populaire.

Enfin, le troisième niveau de réponse est de l'ordre de l'avantage technologique. Quand Tesla s'est lancé, la peur que le consommateur allait hésiter avant d'acheter un véhicule du fait de l'absence d'un vaste réseau de bornes de rechargement aurait pu conduire à l'échec ... mais c'est au final une formidable réussite entrepreneuriale. « L'Europe n'a pas de pétrole mais elle a des idées ». S'imposer d'être en avance sur le plan de la transition environnementale, c'est un investissement qui a toutes les chances d'être payant. A cette aune, l'Europe n'a rien à gagner et beaucoup à perdre à décréter une pause environnementale !

Environnement et investissements

L'exemple de Tesla peut être élargi. Les entreprises cotées qui se préoccupent d'environnement sont loin d'afficher la contre-performance que prédiraient les dévots de la compétitivité, et cela alors qu'elles sont directement confrontées à la concurrence d'entreprises qui ne s'embarrassent pas de telles considérations.

Même s'il faut se méfier des clichés, la préoccupation pour l'environnement semble plus forte en Europe qu'aux Etats-Unis ou dans les pays émergents. Est-ce que ceci est de nature à conduire à une contre-performance des marchés européens ? Faut-il, pour des raisons de cadre réglementaire plus contraignant, sous-pondérer les actions européennes ? Faut-il anticiper une croissance européenne plus faible et dès lors une faiblesse structurelle de l'euro ou des menaces additionnelles sur la soutenabilité des dettes publiques européennes ? Nous ne le pensons aucunement. Au contraire, il s'agit là d'un atout de l'Europe. La transition sera plus lourde pour ceux qui partent de plus bas, entendez de plus polluant et de plus dommageable pour la nature.

La perspective de la transition environnementale pourrait aussi susciter des craintes auprès des investisseurs, qui

redouteraient plus d'inflation et moins de rentabilité pour les entreprises. Ici aussi, ces craintes nous semblent infondées. Certes, la transition fera monter certains prix, notamment celui de l'alimentation ou des voyages, mais, comme déjà écrit à propos de l'année 2022, l'inflation n'est pas l'ennemie des entreprises cotées. Et l'histoire financière montre aussi que les entreprises qui sont en retard en matière d'innovation et ne

s'adaptent pas ont eu à le regretter. La transition environnementale bouscule. Elle fait des perdants et des gagnants. Sur les marchés, il n'est parfois illusoire de croire que l'on peut identifier les « grandes tendances » mais la transition en fera certainement partie.

Etienne de Callatay – etienne.decaltay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

L'industrie et les services montrent une autre image

Sur le plan conjoncturel, la **dichotomie entre industrie et services** est toujours bien présente. Les directeurs d'achats **manufacturiers restent négatifs**, tant dans la zone euro qu'aux États-Unis, et sur la base de cet indicateur avancé, nous nous dirigerions vers une récession dans les deux régions. Les directeurs des achats du secteur des **services**, eux, sont **loin d'être si négatifs**. Aux États-Unis, ils suggèrent une croissance limitée, et, en Europe, l'indicateur PMI avancé a atteint ces derniers mois presque les plus hauts des 10 dernières années. Cette partie de l'économie devrait donc clairement accélérer, et elle pèse nettement plus que l'industrie.

Le consommateur dit avoir un sentiment négatif...

Les **enquêtes sur la confiance des consommateurs**, qui ont toujours été de bons prédictors du comportement des consommateurs, **se sont récemment révélées peu fiables**. Le **consommateur dit en effet avoir un sentiment négatif, mais il continue néanmoins de dépenser avec aisance**. Nous voyons plusieurs explications possibles à cela. Des nouvelles à la une sur les tensions géopolitiques impliquant des puissances nucléaires (la guerre en Ukraine, les relations entre la Chine et les États-Unis, l'assertivité de l'Iran), sur la situation politique aux États-Unis (où trouver un consensus entre démocrates et républicains semble devenir de plus en plus difficile) et sur l'inflation qui nous appauvrit, n'incite pas à l'optimisme.

... mais ne voit pas de raison pour ne pas dépenser

D'un autre côté, Monsieur et Madame Tout-le-Monde voient que **la valeur de leur maison a augmenté** ces dernières années, que le **chômage est très bas** et que l'offre d'emplois reste très élevée, autrement dit qu'il n'y a pas à se soucier des revenus futurs, et que le **surcroît d'épargne** contrainte constitué pendant la pandémie n'est **toujours pas épuisé**. Il n'y a donc **pas de raison pressante de garder son portefeuille fermé**.

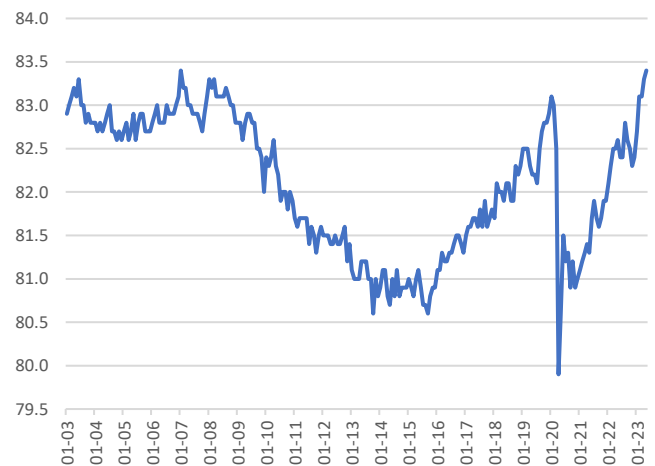
L'impact des taux hypothécaires reste limité

Le fait que **l'augmentation des taux d'intérêt** ait rendu beaucoup plus difficile le remboursement d'un nouveau prêt pour une maison (au plus haut niveau depuis environ 40 ans aux États-Unis) est une **mauvaise nouvelle pour ceux qui veulent en acheter** une, mais **pour les propriétaires existants**, en tant que groupe, **l'impact de la hausse des taux d'intérêt est minime**. En effet, moins de 5 % des prêts hypothécaires en cours aux États-Unis ont un taux d'intérêt variable (c'était plus de 20 % juste avant la crise financière). L'impact économique immédiat sera également plus limité que par le passé car la part des logements neufs dans les ventes augmente. Les maisons existantes sont moins susceptibles d'arriver sur le marché car leurs propriétaires ne veulent pas perdre le financement (très) avantageux sur ce bien (en cas de déménagement avec revente du bien quitté, le taux d'intérêt hypothécaire est revu).

La création d'emplois reste élevé

En termes de revenus, on constate que **le nombre d'emplois créés reste élevé** (339 000 en mai, nettement supérieur aux 195 000 attendus) et que **le nombre de postes vacants** (offres d'emploi) **reste historiquement élevé** malgré la baisse des

derniers mois. **L'augmentation du taux d'activité de la population** est également clairement positive d'un point de vue macroéconomique car elle augmente le revenu global des consommateurs en tant que groupe, tout en augmentant l'offre. **Cette tendance globale s'applique également à la zone euro**, où le chômage est également tombé à des niveaux historiquement bas.



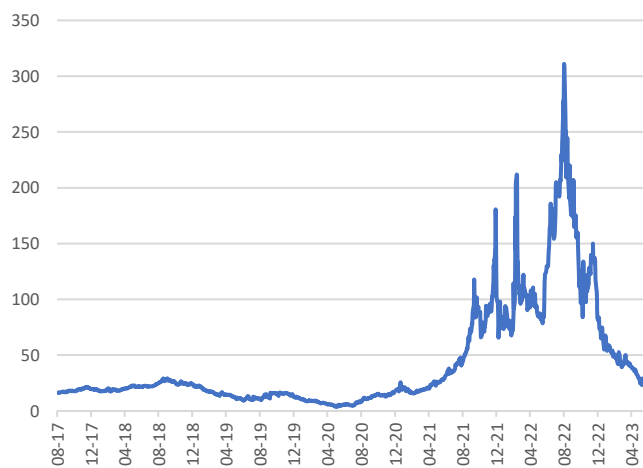
Source: Bloomberg – taux d'activité 'prime age' (25-54 ans)

C'est quoi la profondeur des poches du consommateur

La **question clé** pour cerner l'évolution des dépenses de consommation dans les mois à venir est probablement : **"Comment se porte la tirelire de 'l'épargne contrainte' ?"**. Cette tirelire a permis au consommateur américain de continuer à « bien » dépenser même si son salaire n'a pas suivi l'inflation. La taille de la cagnotte et la rapidité avec laquelle elle a été dépensée dépendent principalement de ce qui est considéré comme une « épargne normale ». Selon la FED, environ 4% du PIB doit rester dans la tirelire, en se basant sur le comportement d'épargne moyen des 5 années ayant précédé la pandémie. Sur cette base, la tirelire est encore à moitié plus élevée qu'en temps normal. Il s'agit bien sûr d'une estimation, à prendre avec prudence, mais cela signifie que **l'Américain moyen pourra probablement maintenir ses habitudes de dépenses pendant encore un certain temps**. Néanmoins, les entreprises qui ont majoritairement les classes sociales les moins aisées comme clients indiquent qu'elles commencent à avoir plus de mal à vendre.

Le consommateur européen a à nouveau plus de répit

En Europe, nous nous attendons à ce que les consommateurs, qui étaient frileux au second semestre de l'année dernière, recommencent à dépenser. A l'époque, le choc énergétique a contraint une grande partie de la population européenne à transférer une part importante de l'épargne forcée due aux confinements aux fournisseurs d'énergie sous la forme d'acomptes considérablement augmentés. Maintenant que les prix du gaz naturel (et, en lien, de l'électricité) ont considérablement baissé, les fournisseurs d'énergie rembourseront le trop-perçu, ce qui donnera un appoint à la consommation.



Source: Bloomberg – prix de gros du gaz naturel (TTF Future)

L'inflation va dans la bonne direction...

Il y a aussi des **nouvelles favorables** en termes d'inflation. En Europe comme aux États-Unis, les prix à la production et à la consommation augmentent nettement moins rapidement. Ce qui est moins positif, c'est que cela est principalement dû à la forte baisse des coûts de l'énergie alors que, par exemple, la hausse des prix alimentaires reste élevée. Si ce rythme ne ralentit pas nettement d'ici quelques mois – lorsque les effets de base de l'énergie s'estomperont – il est à redouter que l'actuelle tendance baissière de l'inflation disparaisse.

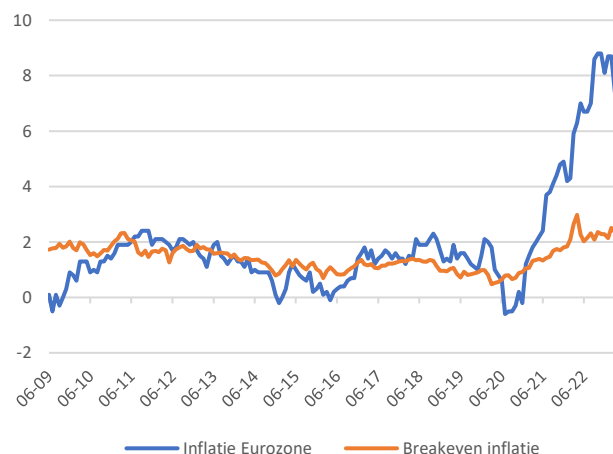
... mais pas encore de diminution des taux...

Le fait que l'inflation dite « sous-jacente » (hors prix de l'alimentation et de l'énergie) soit toujours nettement supérieure à l'objectif d'inflation officiel de la FED et de la BCE indique que **les hausses de taux d'intérêt n'ont pas (encore) eu l'effet escompté**. Logiquement, les banques centrales doivent donc encore augmenter les taux d'intérêt. Le problème, cependant, est que la relation entre les hausses de taux et la croissance (et donc l'inflation dérivée) n'est pas univoque et que le temps nécessaire pour avoir un impact est également variable dans le temps. Un problème supplémentaire est que les banques (surtout aux États-Unis, nettement moins en Europe) ont considérablement resserré leurs conditions de crédit et devraient continuer à les resserrer en raison des problèmes bancaires (encore une fois principalement aux États-Unis et non en Europe). **Le scénario le plus plausible est donc que la banque centrale américaine fasse une pause, mais que la BCE continue à remonter les taux d'intérêt.**

... ce qui se traduit dans l'évolution des cours des obligations

Sur le front obligataire, nous nous approchons du sommet des **taux d'intérêt à long terme aux États-Unis** parce que le cycle de hausse des taux à court terme touche probablement à sa fin, dans un contexte où les attentes d'inflation à moyen terme restent modérées. Dans les semaines à venir, il pourrait y avoir une certaine pression à la hausse provenant de nouvelles émissions massives, maintenant que le plafond de la dette a été relevé et que les mesures exceptionnelles sont annulées. Nous soupçonnons que la dernière hausse des taux d'intérêt par la BCE n'est pas encore pour demain dans la zone euro. Selon nous, **les taux d'intérêt à long terme dans la zone euro peuvent donc encore augmenter et une sous-pondération des obligations reste donc appropriée**. Cependant, nous garderions cette **sous-pondération limitée**. Au sein du segment

obligataire, nous trouvons toujours les obligations indexées sur l'inflation intéressantes car l'inflation implicite à payer n'est pas excessive et il y a une probabilité raisonnable que l'inflation reste plus élevée pendant plus longtemps qu'anticipé.



Source: Bloomberg, Orcadia AM

Au niveau des actions la situation s'éclaircit

Sur le front des actions, un certain nombre de choses se sont éclaircies pour le mieux. Le risque politique autour du **plafond de la dette américaine** appartient au moins temporairement au passé. **Les résultats des entreprises ont été en moyenne meilleurs que prévu**. Aux États-Unis, ils ont chuté d'un peu moins de 3 %, mais le marché s'attendait à un repli de près de 10 %. En Europe, la prévision était une baisse de 5 %, mais les résultats ont augmenté de 20 %. Notons toutefois qu'une part importante de cette surprise positive s'explique par l'évolution des bénéfices du secteur bancaire et ont donc un caractère plutôt exceptionnel. La combinaison de résultats d'entreprises meilleurs que prévus (amenant les analystes à réviser positivement leurs prévisions de bénéfices) et de la baisse des cours de l'année dernière signifie que **le marché européen est évalué en ligne avec sa moyenne historique**. La valorisation du marché américain est sensiblement plus élevée (18,5x les bénéfices attendus) que celle du marché européen ($\pm 13x$). Attention, toutefois : ceci s'explique en grande partie par des différences dans la composition des indices. En Europe, les institutions financières pèsent lourd, tandis qu'aux États-Unis, le secteur technologique est de loin le secteur le plus important. La valorisation du **marché américain** supérieure à sa moyenne s'explique en partie par l'évolution de la composition de l'indice où le poids relatif des entreprises technologiques à croissance rapide (et souvent très rentables telles que Google, Microsoft, Apple, etc.) a fortement augmenté ces dernières années. Si l'on tient compte de cela, **les valorisations actuelles ne sont pas excessives**. Au total, la combinaison des éléments ci-dessus indique **qu'une sous-pondération n'est pas appropriée**. Néanmoins, un certain nombre d'éléments tels que des marges bénéficiaires supérieures à la moyenne, l'évolution des taux d'intérêt et l'inflation **continuent d'inciter à la prudence**. En outre, dans le passé, le durcissement des conditions de crédit s'est révélé être un signe précurseur d'une baisse des bénéfices des entreprises. Une forte surpondération ne nous semble donc pas indiquée pour le moment.

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.