

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Quand les taux montent, l'étau se resserre

Nous y sommes ! Le relèvement spectaculaire des taux d'intérêt officiels depuis 2022, spectaculaire car rarement dans l'histoire financière nous aurons assisté à une hausse aussi forte en aussi peu de temps – il est vrai en partant d'un niveau qui lui aussi était hors norme –, s'approche de son terme, et l'a peut-être bien atteint.

Les effets escomptés sont-ils au rendez-vous ? Oui, mais non sans surprises, et avec une fameuse facture à la clef. Du point de vue des banquiers centraux, après ne pas avoir vu venir le retour en force de l'inflation et après l'avoir qualifié de temporaire, on va se réjouir de voir que l'outil de base de leur boîte à outil est parvenu à calmer l'inflation. Le raisonnement est simple : il fallait à tout prix éviter que les banques centrales voient leur crédibilité s'étioler et empêcher une dérive haussière des attentes d'inflation. En l'absence de mesures alternatives pour faire baisser l'inflation, qu'il s'agisse de mesures autoritaires de contrôle des prix, de la mise en place d'une véritable politique de promotion de la concurrence ou, moins sympathique, d'une austérité budgétaire, il a fallu passer par le relèvement des taux. Certes, l'inflation sous-jacente et les attentes d'inflation à moyen terme sont plus élevées aujourd'hui qu'il y a 24 mois, mais nous ne sommes pas dans un « nouveau régime » en matière de variation des prix.

Qu'il ait fallu à ce point serrer la vis monétaire avant de voir enfin l'inflation s'approcher de l'objectif de 2%, est-ce là la surprise ? Non, ce n'est pas le cas ! Nous savions que face à une inflation de la nature de celle qui a émergé à partir du second semestre 2021, l'outil des taux était moins efficace que face à une classique inflation par la demande. Ce ne sont pas les taux plus élevés qui rétablissent les chaînes de valeur endommagées par les pandémies, les confinements et les tensions géopolitiques ! La surprise est ailleurs, et se cristallise sur le marché du travail. On se serait attendu à ce que ce brutal changement d'orientation des taux d'intérêt conduise à une vive remontée du taux de chômage. Il n'en a rien été. La bonne tenue de l'emploi tient à différents facteurs. La modération des coûts salariaux – en dépit d'un chômage bas, les travailleurs ont vu leur salaire augmenter sensiblement moins vite que les prix à la consommation – a certainement aidé. Il y a aussi que la croissance économique dans certaines régions du monde, et en particulier aux Etats-Unis, a fait montre d'une résilience étonnante. Et, autre élément de surprise, on aurait pu penser que le relèvement des taux allait faire revenir au galop les inquiétudes sur les finances publiques, et donc remettre au goût du jour la modération des déficits publics. Mais la négligence budgétaire est-elle réellement une surprise ?

Sur le plan de l'investissement, la remontée des taux a fait très mal en 2022, quand les actions et les obligations ont fort

souffert, et l'immobilier encore plus. En 2023, la douleur est disparate. Les actions ont repris des couleurs, mais sans encore récupérer tout le terrain perdu l'an dernier. Les obligations affichent des gains sensiblement plus faibles, et l'espoir de rattraper les pertes de l'année précédente est nettement plus lointain que pour les actions. Enfin, l'immobilier, lui, s'est encore enfoncé. Il n'est pas rare de voir des sociétés immobilières cotées ayant perdu la moitié de leur valeur en deux ans. Et dire que certains gestionnaires de patrimoine en mettaient 10, 20 ou parfois 30% dans les portefeuilles de leurs clients !

Que les taux d'intérêt soient à leur sommet ou pas loin ne signifie toutefois pas que nous avons vu tous les effets de la hausse. En effet, des phénomènes vont jouer avec retard. Pensons simplement aux emprunteurs qui ont pu se financer à bon compte il y a quelques années et qui vont devoir renouveler leurs emprunts à des conditions nettement moins favorables dans les trimestres et années qui viennent. C'est évidemment le cas des pouvoirs publics, nationaux et sous-nationaux, avec de lourdes questions sur la soutenabilité de leurs dettes, mais c'est aussi vrai pour le secteur privé, où l'on a moins de contrôle sur les revenus : la force de rétention de l'Etat vis-à-vis de ses citoyens contribuables est plus grande que celle d'une entreprise vis-à-vis de ses clients !

La violente hausse des taux va modifier le paysage économique-financier. Elle va peser sur les dépenses d'investissement – y compris, malheureusement, sur les investissements de verdissement des processus de production des entreprises. Elle va pénaliser, en termes relatifs, les activités les plus intensives en capital, ce qui peut peser sur la productivité mais servir l'emploi et aussi bénéficier à l'environnement. Elle va plomber le secteur immobilier de manière largement encore sous-estimée par l'opinion publique. Elle va remettre en vogue l'auto-financement. Elle va stimuler la « destruction créatrice » : les entreprises moins performantes qui survivaient avec des taux à zéro vont faire la culbute, avec ce que cela implique comme coûts pour les parties prenantes mais aussi avec les avantages d'une meilleure allocation des ressources. Elle va conduire les entreprises plus endettées à se faire racheter par des consœurs aux reins financiers mieux établis. Elle va imposer aux entreprises, confrontées à la hausse des coûts financiers, à maîtriser les autres coûts, au premier rang desquels on trouve les coûts salariaux. Cela peut dire que la pression sur les salaires et sur l'emploi sera bel et bien présente.

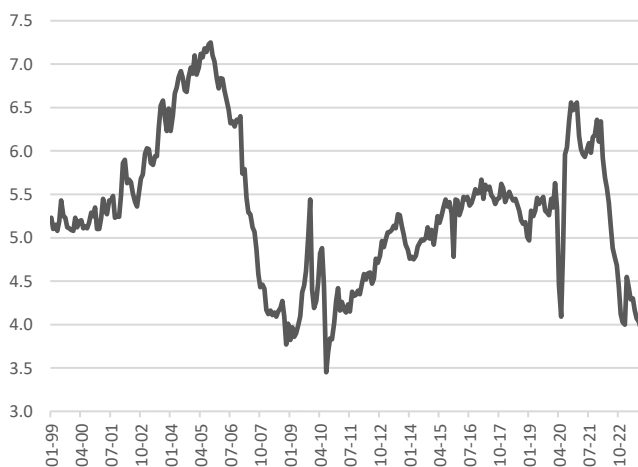
Nous avons vu les effets financiers immédiats de la hausse des taux d'intérêt. Ensuite vient le tour des effets différés.

ALLOCATION & STRATEGIE

Le consommateur américain assure une croissance solide...

La croissance économique aux États-Unis s'est accélérée au troisième trimestre pour atteindre 4,9 % en base annuelle (contre 2,1 % au 2e trimestre). C'est nettement meilleur que prévu, principalement en raison des dépenses des ménages. Ces chiffres confirment notre vision que **le consommateur américain continue de dépenser avec aisance. La combinaison de différents effets y contribue : un effet de richesse** grâce aux prix de l'immobilier qui remontent après une courte pause, **l'augmentation du revenu global des ménages** et le **surcroît d'épargne involontaire** hérité du temps de la pandémie.

À première vue, la hausse des prix de l'immobilier et le fait que le financement de l'achat d'une maison pèse de plus en plus lourd sur le budget familial de l'acheteur semblent inconciliables. L'explication est que la grande majorité des propriétaires ont refinancé leur prêt lors de la baisse spectaculaire des taux d'intérêt pendant la période Covid et ne sont pas enclins à vendre leur logement de manière volontaire, car une vente leur ferait perdre l'avantage (substantiel) du faible taux d'intérêt. Cela signifie que l'offre de logements s'est effondrée à son niveau le plus bas depuis plus de 25 ans, à l'exception de quelques mois pendant la grande crise financière, et qu'une pénurie est apparue sur le marché. Un autre effet est qu'en raison du choix massif (beaucoup plus qu'auparavant) de taux d'intérêt fixes ces dernières années, les ménages ne sont guère affectés par l'augmentation des taux d'intérêt hypothécaires.



Source: Bloomberg – ventes de maisons existantes (en million)

Le revenu global des familles américaines est en nette augmentation en raison de l'augmentation du nombre de personnes employées combinée à la hausse des salaires. Le nombre de nouveaux emplois a encore augmenté au cours du trimestre écoulé. En septembre, 336 000 personnes ont été ajoutées, bien plus que les 170 000 attendues, et les chiffres précédents ont en plus été révisés à la hausse. Le chiffre d'octobre était, lui, inférieur aux prévisions. La question est de savoir s'il s'agit d'une fausse note ou si l'économie commence réellement à ressentir pour la première fois les effets de la hausse des taux d'intérêt. En raison de la baisse de l'inflation, les hausses de salaire se traduisent par une augmentation du

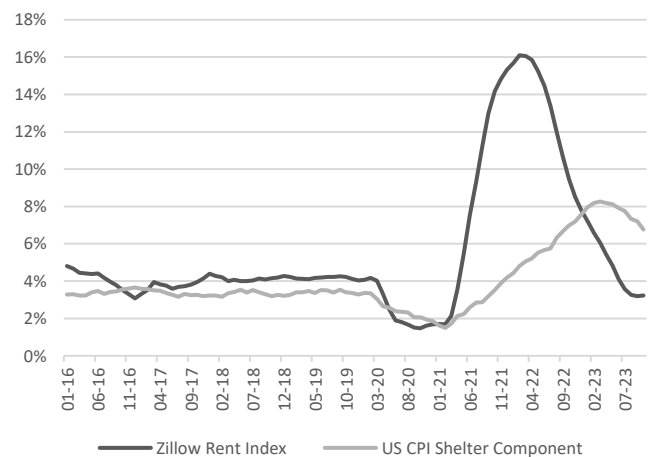
pouvoir d'achat, ce qui rend le recours à l'épargne excédentaire moins nécessaire.

... mais les premiers signaux de stress apparaissent...

Cela ne veut pas dire que tout n'est que roses et clair de lune. **Des signaux de stress** plus petits, mais perceptibles, émergent **parmi les consommateurs ayant des cotes (« ratings ») de crédit plus faibles** en septembre. Nous avons déjà parlé de **l'augmentation significative de l'utilisation des cartes de crédit**. Même si le **nombre de défauts de paiement sur les cartes de crédit** n'est certainement pas encore alarmant, il est **en nette augmentation**, notamment parmi les jeunes consommateurs. Les **arriérés augmentent également rapidement pour les prêts automobiles subprime** (ceux accordés à des personnes ayant une mauvaise cote de crédit). Néanmoins, on peut conclure qu'il est peu probable que l'économie américaine entre en récession tant que la création d'emplois reste positive et que le chômage n'augmente que faiblement.

... et l'inflation reste trop élevée

Actuellement, **l'inflation aux États-Unis reste supérieure au niveau souhaité par la FED**. Il ne faut cependant pas perdre de vue que cela est **principalement dû au poids élevé des loyers dans l'indice**. La manière dont cette sous-composante de l'inflation est calculée a un fort effet retardateur puisque tous les contrats de location en cours sont pris en compte. Si seuls les nouveaux contrats sont pris en compte (comme le fait le Zillow Rent Index), le Core CPI retombe vers l'objectif de la FED.

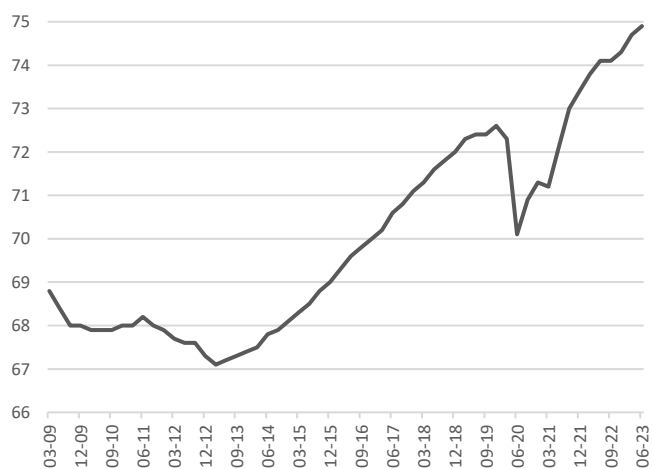


Source: Bloomberg, Orcadia – Inflation dans les loyers

Le consommateur européen aidera-t-il à éviter une récession

Même si **les indicateurs avancés du secteur manufacturier et des services** ne se détériorent plus, ils **pointent toujours clairement vers une récession en Europe**. **Tout comme aux États-Unis, les consommateurs européens devraient pouvoir offrir du soutien**. Nous avons déjà évoqué **la libération des économies excédentaires due à la baisse des prix de l'énergie** dans notre Spotlight de septembre. A cela s'ajoute une forte hausse de l'emploi et des salaires qui augmentent à nouveau plus vite que l'inflation. La combinaison des deux garantit une **augmentation du pouvoir d'achat des consommateurs**

européens, ce qui devrait soutenir leur volonté de consommer. Cela est également confirmé par l'octroi de crédit aux ménages, qui, après avoir récemment diminué, connaît à nouveau une augmentation prudente. Nous pensons donc que, même si le risque d'une récession s'est récemment accru, celle-ci resterait plutôt brève et modérée.



Source: Bloomberg – l'emploi en % de la population active

L'inflation en zone Euro baisse rapidement

Notre vision selon laquelle l'inflation en Europe allait diminuer rapidement s'est révélée exacte. **Stimulée par une forte contraction des prix de l'énergie, l'inflation dans la zone euro a chuté à 2,9 %** (contre 5,2 % en août). À 4,2%, l'inflation sous-jacente (« core ») est encore sensiblement plus élevée, mais elle continuera selon nous à évoluer dans la bonne direction puisque l'augmentation des prix à la production (PPI) s'élève à environ 0%, amenant la pression à la hausse sur les prix à la consommation à se dissiper.

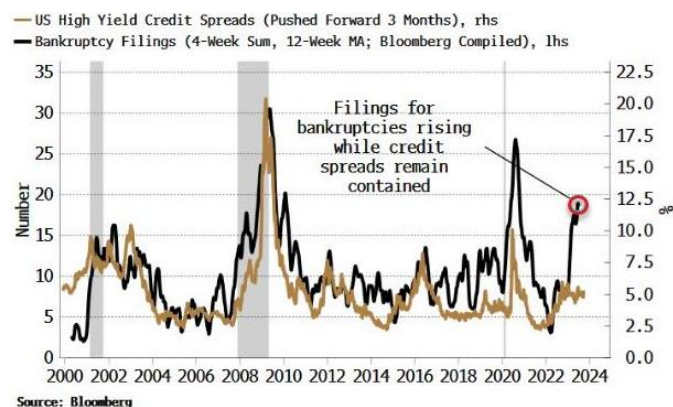
L'économie chinoise sous pression suite à l'immobilier

En Chine, l'économie lutte une inflation trop faible. L'inflation globale (« headline ») est d'environ 0 % et l'inflation sous-jacente est inférieure à 1 %. La confiance des consommateurs a été sérieusement touchée par la faillite de divers promoteurs de projets immobiliers, dont Country Garden est peut-être le nom le plus connu. Étant donné que l'immobilier représente la majorité (>60 %) des actifs des ménages (un peu plus qu'en Europe mais deux fois plus qu'aux États-Unis) et que presque tout le monde est soit directement concerné, soit a des connaissances dans cette situation, **il est peu probable que la confiance des consommateurs se rétablisse rapidement sans mesures de soutien claires du gouvernement. Les mesures actuelles nous paraissent encore trop timides.**

Les taux se stabilisent en Europe et aux États-Unis

Après avoir relevé ses taux d'intérêt à 4 % en septembre, la BCE les a maintenus stables en octobre. La FED, pour sa part, a maintenu son niveau entre 5,25% et 5,5%. **À moins que l'économie ne reprenne brusquement de manière inattendue, le pic de ce cycle de taux d'intérêt semble avoir été atteint.** La BCE et la FED vont probablement adopter une attitude attentiste. En raison de la forte baisse de l'inflation et du risque nettement accru de récession dans la zone euro, **nous pensons désormais que la BCE baissera ses taux d'intérêt avant la FED.**

Les taux d'intérêt longs ont été particulièrement volatils ces dernières semaines. Nous profiterions d'éventuels pics pour investir davantage dans des obligations, car nous pensons que **les taux d'intérêt à long terme sont également à leur sommet ou proches de celui-ci. Nous privilégions les obligations d'État car elles constitueront un contrepoids si notre scénario macroéconomique s'avère trop optimiste.** Cela provoquerait une fuite vers la qualité (« quality flight »), qui profiterait principalement aux pays les plus solvables. C'est également la raison pour laquelle nous restons prudents à l'égard des obligations d'entreprises et en particulier des obligations à haut rendement. Nous préférons prendre des risques en actions plutôt qu'en obligations à haut rendement. Si notre vision macroéconomique est correcte, les actions seront clairement les plus performantes des deux. Si l'économie devait tourner moins bien que prévu, il est très probable que le nombre de faillites augmentera et que le (faible) spread actuel se creusera avec un nombre croissant de faillites.



Source: Bloomberg

Source: Bloomberg –faillites vav spread sur les hauts rendements

Actions à surpondérer légèrement

Nous maintenons notre surpondération limitée en actions compte tenu de notre scénario modérément positif. Même si l'économie européenne ralentit clairement (ce qui se reflète également dans les chiffres des bénéfices déjà publiés), nous ne sous-pondérerons pas significativement les actions européennes. Les valorisations sont en effet conformes à leur moyenne à long terme et sont même relativement attractives par rapport aux taux d'intérêt réels à long terme qui, malgré leur récente hausse, restent faibles d'un point de vue historique. Aux États-Unis, cette année, s'observe une spectaculaire dichotomie entre les « géants » de la tech et le reste du marché. Les petites et moyennes capitalisations (par exemple l'indice Russel 2000) peuvent être qualifiées de bon marché (valorisation actuelle dans le premier quartile des valorisations historiques) et peuvent être progressivement intégrées dans un portefeuille diversifié. Ce n'est pas le cas des très grandes capitalisations, mais il ne faut pas oublier qu'il s'agit souvent de quasi-monopoles à croissance rapide et que les investisseurs sont prêts à payer plus pour ce type d'entreprises lorsque la croissance se raréfie. Nous ne les sous-pondérerions certainement pas trop.

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.