

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : La voie du maître

Parmi les revendications portées par le monde agricole, il en est une première qui fait mouche, c'est celle de la simplification administrative. Elle parle à tout le monde car elle est loin de ne concerner que les fermiers, le monde de la finance en sait quelque chose. Cela fait des décennies que l'on parle de simplification, mais avec la fâcheuse impression que l'on s'en éloigne bien plus que l'on ne s'en rapproche. Un indicateur parmi d'autres de la chose est le nombre de cases sur les formulaires de déclarations fiscales, bien plus élevé aujourd'hui qu'il y a 20 ou 40 ans.

Critique de la globalisation

Il est une autre critique qui reçoit un large assentiment, celle d'une globalisation qui dysfonctionne ou, dans les termes des manifestants, celle d'une politique qui « marche sur la tête ». Le secteur agricole européen, dans sa globalité, est mal placé pour critiquer le commerce international, lui qui exporte hors du continent plus qu'il n'importe, mais il « score » quand il évoque le dumping environnemental que nos producteurs ont à affronter. Le « pompon » est atteint avec ces produits phytosanitaires dont l'utilisation est interdite chez nous, mais qui, fabriqués ici, sont vendus dans le reste du monde et y sont utilisés pour produire des biens qui sont vendus chez nous à bas prix.

Cette critique de la mondialisation venant « de la base » croise le regard que les économistes jettent aujourd'hui sur la globalisation, un regard nettement plus critique que dans les années 80 et 90. Et il n'y a pas que les économistes dont la pensée évolue en fonction des constats. Il y a aussi des sommités en matière de politique économique de revoient leur jugement sur le solde entre avantages et désavantages de la libéralisation du commerce international. Nous songeons en particulier à Mario Draghi, l'homme qui a « sauvé l'euro » en 2012 quand, alors Président de la Banque centrale européenne (BCE), il avait déclaré que les autorités monétaires feraient pour cela tout ce qu'il y a lieu de faire, quoi qu'il en coûte (« whatever it takes »). S'il n'est plus à la tête de la BCE depuis 2019, Mario Draghi reste une des voix les plus écoutées en Europe, et il est donc intéressant de mettre en lumière un discours qu'il a prononcé en février à Washington, devant la National Association of Business Economists. S'il ne s'y montre évidemment pas partisan d'un protectionnisme à large échelle, il insiste lourdement sur les dommages collatéraux de la globalisation et, et c'est là le plus important en matière de gestion, sur la nature de la politique économique qui sera requise pour y faire face.

Si la globalisation a eu des effets bénéfiques, dit-il, à commencer par tirer 800 millions de Chinois hors de la pauvreté, il faut reconnaître que les règles pour qu'elle fonctionne de manière saine et durable n'ont pas été mises en place ou ont été contournées. Ainsi, la globalisation a conduit à une grave accentuation des déséquilibres de balance commerciale. Les pays asiatiques, traumatisés par la crise de

1997, ont cherché à accumuler des réserves de change, et la zone euro, Allemagne et Pays-Bas en tête, n'ont pas été en reste en termes d'excédents. Ceci, à son tour, n'a pas été sans influence sur l'évolution des taux d'intérêt.

Opposition à la globalisation

Ce n'est pas tout, ajoute M. Draghi. Les dommages collatéraux de la globalisation sont aussi de nature sociale et politique. Du fait de la concurrence de pays à moindres salaires, la part des salaires dans le revenu national a chuté dans une proportion jamais observée antérieurement. Ceci, combiné à de moindres investissements publics pour cause de contraintes budgétaires, a conduit à un large ressentiment négatif dans la population. Là où la globalisation aurait dû servir la cause d'une économie « libérale », avance-t-il, elle a généré l'effet opposé, avec une perception d'inégalités croissante et de manque de considération de la part des dirigeants, tant politiques qu'entrepreneux. La pandémie et l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont renforcé le sentiment d'un monde extérieur non fiable et donc le besoin de protection. Et la question de l'urgence environnementale est aussi abordée sous un angle de distorsions internationales, demandant des mesures d'auto-défense, cela tant aux Etats-Unis (avec l'Inflation Reduction Act) qu'en Europe (avec le Mécanisme d'Ajustement Carbone aux Frontières).

De 1980 à jusque récemment, la globalisation a exercé un effet globalement positif sur l'économie, en augmentant l'offre de manière graduelle, ne serait-ce qu'en insérant dans le concert économique mondial des dizaines de millions de travailleurs chaque année. Aujourd'hui, la globalisation génère de l'incertitude et des chocs d'offre négatifs, que cela résulte de tensions géopolitiques ou de catastrophes sanitaires ou environnementales, et cela sans parler des à-coups venant des politiques menées en réaction dans les pays industrialisés. Ainsi, stimuler les investissements « verts » (ou « moins gris ») se fait au prix d'un déclassement d'équipements existants et en réallouant des ressources qui, autrement, auraient accru le potentiel productif.

Impact sur les déficits publics et l'inflation

Et ici Mario Draghi avance un scénario lourd d'implications financières. Pour lui, la résultante des évolutions en cours sera la persistance de déficits publics élevés. L'Etat va devoir financer la transition, l'Etat va devoir répondre aux inégalités, l'Etat va devoir compenser les chocs à venir. C'est un ancien banquier central qui l'admet, la politique monétaire est efficace face à des chocs de demande nettement plus que face à des chocs d'offre, et donc, pour contrer ces derniers, c'est la politique budgétaire qui va devoir être mobilisée. Ce soutien budgétaire, et les transitions en cours, tireront l'inflation vers le haut, de même d'ailleurs qu'un possible relâchement des politiques de concurrence, histoire de soutenir les « champions nationaux ». Simultanément, la contraction des surplus commerciaux, elle, tirera les taux d'intérêt à la hausse. Or, nous

avons besoin d'investissement, tant pour la transition que pour soutenir la productivité, des investissements qui, en Europe, gagneraient, selon Mario Draghi, à être financés par des emprunts de l'Union.

Conséquences sur l'investissement obliqataire

De tout cela, il résulte un autre regard sur la politique monétaire : pour Mario Draghi, la BCE ne doit pas se focaliser sur le taux d'inflation, mais sur les attentes d'inflation. En clair, aussi longtemps que les attentes d'inflation demeurent modérées, la banque centrale pourra se montrer très

accommodante. Les déficits publics sont inflationnistes à court terme mais, s'ils financent la transition, la cohésion sociale et la productivité, ils sont de nature, à long terme, à modérer l'inflation, et non à l'alimenter.

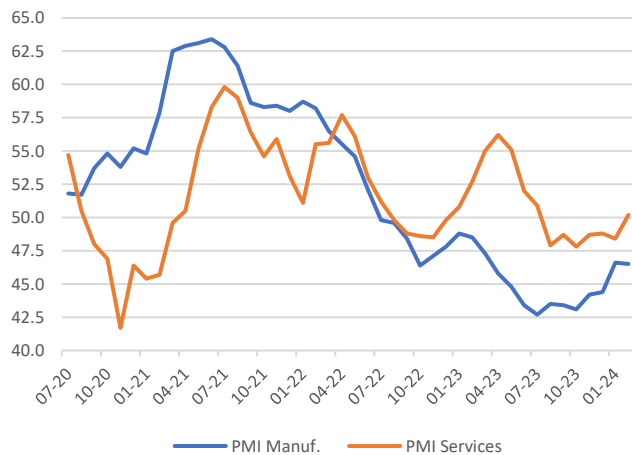
Très loin du dogmatisme supposé des banquiers centraux, ce qu'appelle de ses vœux Mario Draghi est donc un monde où la banque centrale accepte à la fois plus d'inflation à court et moyen terme et de larges déficits publics, et maintient les taux d'intérêt réels à un bas niveau.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

Les indicateurs avancés européens se redressent.

Après être resté pendant plusieurs mois sous la barre des 45 points, signe de récession, **l'indicateur avancé de l'industrie manufacturière de la zone euro reprend lentement du poil de la bête !** En revanche, **l'indicateur avancé pour le secteur des services fait, lui, du surplace** depuis plusieurs mois.



Source: Bloomberg – Indicateurs avancés zone euro (PMI)

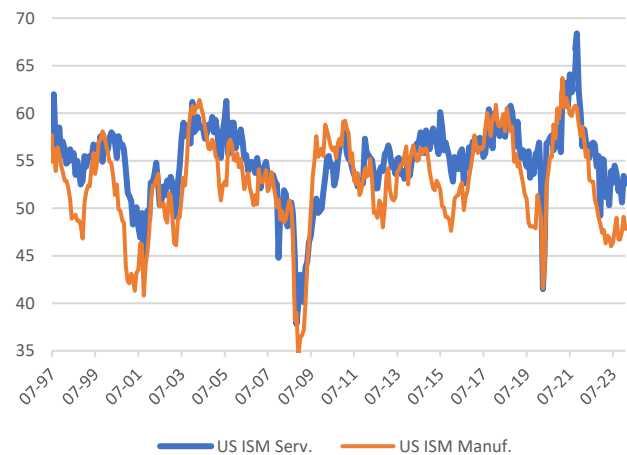
Il est une autre **divergence frappante, à savoir celle entre le nord et le sud de la zone euro**, où, pour une fois, ce n'est pas la périphérie qui est moins performante. L'atonie de l'économie allemande s'explique par plusieurs facteurs ; dont l'importance des exportations vers la Chine (voir ci-dessous), le poids supérieur à la moyenne de l'industrie dans le tissu économique – et notamment du secteur des automobiles thermiques – et la contrainte de la discipline budgétaire rappelée par la Cour Constitutionnelle. La Cour a en effet interdit l'utilisation de montages financiers visant à soustraire certaines dépenses du budget de l'État, des montages conçus pour contourner l'exigence constitutionnelle d'un déficit zéro. La conséquence de cette interdiction est qu'à court terme, un déficit de 60 milliards a dû être comblé par des mesures d'urgence, ce qui, à son tour, aura un impact négatif évident sur la croissance.

Positif au niveau du consommateur européen...

Les nouvelles plutôt favorables au niveau des consommateurs européens restent d'actualité. **Le chômage continue de baisser lentement** et se situe à un niveau historiquement bas de 6,4 %. L'**augmentation de 5,3 % des salaires** au troisième trimestre, combinée à l'**augmentation du nombre de personnes employées**, garantit que le **pouvoir d'achat global des consommateurs européens est clairement en hausse**. La nouvelle **baisse significative des prix du gaz** - et par conséquent des prix de l'électricité - au cours de l'hiver est également encourageante. La combinaison d'un hiver doux et d'une baisse de la demande de l'industrie (due à une croissance économique plus faible) signifie que nous pourrions terminer l'hiver avec des stocks plus de deux fois supérieurs à la moyenne, ce qui rend improbable une forte augmentation des prix du gaz dans les mois à venir.

... et aux Etats-Unis aussi une évolution favorable

Aux États-Unis, les principaux indicateurs **ISM manufacturiers se sont aussi améliorés** et, contrairement à l'Europe, celui des **services est également en hausse**. Bien que la très forte augmentation du nombre d'emplois en janvier ait été sensiblement revue à la baisse (de 353 000 à 229 000), la hausse – préliminaire – de février, où 275 000 nouveaux emplois ont été créés, est conforme au rythme moyen soutenu de l'année dernière. En d'autres termes, nous pouvons conclure que les **hausse de taux d'intérêt** de l'année dernière **n'ont manifestement pas eu d'impact négatif sur l'emploi**.

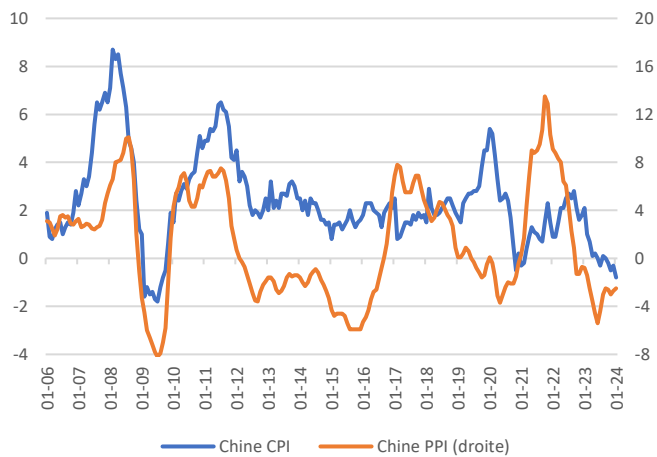


Source: Bloomberg – Indicateurs avancés Etats-Unis (ISM)

La combinaison de l'augmentation sensible des salaires au cours des derniers mois et de la création mensuelle d'emplois entraîne une **hausse sensible du revenu des consommateurs américains**. Cette évolution, combinée à la lente amélioration de la situation des producteurs, fait que la **probabilité d'une récession aux États-Unis est désormais faible**. Nous continuons à viser une croissance qui restera légèrement inférieure à la tendance, en tenant également compte que les mesures de relance budgétaire du gouvernement pourraient diminuer, venant d'un niveau très élevé.

La Chine continue d'être confrontée avec des problèmes

Lors d'une présentation au National People's Congress, le premier ministre chinois a déclaré que **l'objectif de croissance pour cette année**, comme pour 2023, était de 5 %. Des économistes et des analystes du monde entier qualifient ce chiffre d'"ambitieux" et **l'objectif d'inflation de 3 % pour 2024 semble également difficile à atteindre**. En effet, il semble de plus en plus que **le pays se dirige vers une spirale déflationniste**. Les prix à la production baissent depuis un an et demi et l'inflation à la consommation est désormais clairement négative (-0,8 %) après avoir oscillé autour de 0 % pendant des mois. Selon nous, les mesures gouvernementales actuelles (telles que l'abaissement des taux hypothécaires et des achats de soutien sur le marché boursier) sont insuffisantes pour restaurer durablement la confiance dans l'économie chinoise.

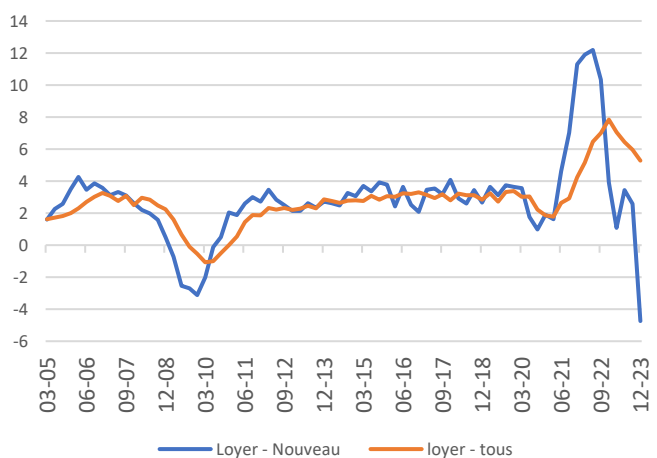


Source: Bloomberg – Inflation Chinoise

Baisse lente de l'inflation occidentale...

Pour le monde occidental, la pression sur les prix exercée par la Chine pourrait être un plus, car elle rendra les importations de produits chinois moins chères, et ainsi diminuera l'inflation en Europe et aux États-Unis. Au cours des derniers mois, **l'inflation a continué de baisser en Europe, mais plus lentement qu'auparavant et que prévu**. L'inflation "de base", qui ne tient pas compte de la volatilité des prix de l'énergie et des denrées alimentaires et constitue donc un meilleur indicateur de la tendance sous-jacente, est passée de 3,4 % en décembre à 3,3 % en janvier et à 3,1 % en février, une baisse moindre que ce qu'escomptait le consensus des économistes. Et, autre fait marquant, l'inflation dans le secteur des services oscille maintenant autour de 4 % pour le quatrième mois consécutif.

Aux États-Unis, la situation est similaire. L'inflation diminue, mais pas aussi rapidement qu'espéré. Cela s'explique en partie par le poids important des loyers dans l'indice. En raison de la méthode de calcul (tous les baux en cours sont utilisés), il y a un net effet de décalage dans les prix à la consommation. Les prix des contrats nouvellement conclus (insert graph cleveland fed new tenants repeat index vs all tenant repeat rent index) baissent actuellement à un rythme historiquement rapide, ce qui laisse penser que les loyers ne pèseront bientôt plus sur l'inflation.



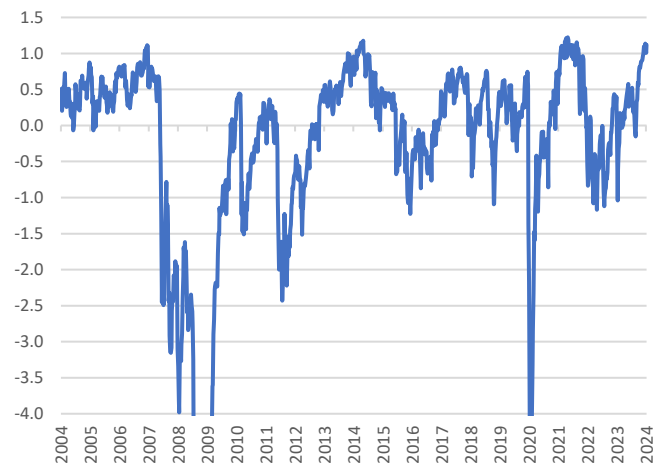
Source: Cleveland FED – inflation des loyers aux Etats-Unis

L'indice d'inflation PCE, qui prend en compte les effets de substitution (si le prix du bœuf augmente plus que celui du porc, les consommateurs vont délaissé le premier en faveur du second), et dont on sait qu'il est **un indicateur très suivi par la**

FED, a augmenté de 2,4 % en janvier (2,8 % pour l'indice "core"). En d'autres termes, nous nous rapprochons petit à petit de l'objectif de la FED.

... *mais insuffisante pour une baisse rapide des taux*

Si l'inflation ne semble plus être un obstacle significatif à une baisse des taux, il nous semble peu probable qu'il faille s'attendre à une telle baisse à très court terme. **L'économie ne semble pas trop souffrir des précédentes hausses de taux et semble au contraire s'accélérer.** La deuxième partie du double mandat de la FED, à savoir soutenir l'emploi, est également remplie à l'heure actuelle. En d'autres termes, pourquoi risquer une résurgence de l'inflation par des baisses de taux d'intérêt si l'économie ne semble pas en avoir besoin. **L'indice des conditions financières**, qui s'est nettement détendu malgré la stabilité des taux d'intérêt à court terme, **réduit également la nécessité d'une action de la FED.**



Source: Bloomberg – Bloomberg Financial Conditions Index

En Europe, la marge de manœuvre pour une baisse des taux semble plus importante, mais la hausse des salaires pourrait inquiéter la BCE. En Europe également, il semble donc prématuré de supposer un ajustement rapide à la baisse des taux d'intérêt à court terme.

Diminuer la sous-pondération en obligations ...

Le marché considérant qu'une baisse agressive des taux est moins probable, les taux d'intérêt à long terme se sont quelque peu redressés depuis le début de l'année. Bien qu'il ne soit pas exclu que cette correction ne soit pas encore terminée, nous sommes favorables à **l'élimination des sous-pondérations trop importantes des obligations.** Avec le rétrécissement des écarts dans ce que le marché considère généralement comme des actifs plus risqués (obligations à haut rendement, obligations d'entreprises, mais aussi pays de la périphérie), nous **concentrerions** les achats supplémentaires principalement **dans les pays "sûrs"** tels que l'Allemagne, les Pays-Bas, etc.

... *et rester surpondéré en actions*

En ce qui concerne les **actions**, nous restons d'avis qu'une **surpondération limitée est de mise, y compris aux États-Unis.** Dans ce cas, nous continuons à préconiser la **détention d'une part limitée d'actions de petites capitalisations**, qui n'ont jamais été aussi bon marché par rapport à leurs grandes sœurs au cours des 20 dernières années. En outre, nous détenons également **une partie des actions selon le principe de l'égalité des poids.** Dans ce cas, chaque action au sein (de cette partie)

du portefeuille se voit attribuer le même poids. La valorisation d'un tel portefeuille est beaucoup plus proche des moyennes historiques que celui d'un indice pondéré par les capitalisations boursières. Son inconvénient peut être que sa performance peut temporairement s'écarter (de manière significative) des indices de référence. Un bon exemple en est la détention ou non de Nvidia, l'étoile au firmament de l'intelligence artificielle. En combinant son poids de départ important dans l'indice et la hausse spectaculaire de son cours depuis le début

de l'année (quasi doublement au 7 mars), l'absence de Nvidia dans le portefeuille coûte à un portefeuille à risque moyen, où les Etats-Unis représentent 20% du portefeuille, quelque 0,6% de performance. Toutefois, ces écarts (temporaires) ne devraient pas constituer un obstacle à l'adoption de cette stratégie par l'investisseur à long terme.

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.