

## CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Le dilemme des banques centrales

Les taux d'intérêt des banques centrales, tant l'europpéenne – la BCE – que l'américaine – la FED –, devraient-ils être abaissés, et, si oui à quel rythme ? Alors qu'il semblait évident, fin 2023, que la politique monétaire allait être assouplie, et cela aussi rapidement que fortement, vu que le spectre d'une inflation persistante s'était évanoui, aujourd'hui, la perception dominante est bien différente. Ce qui est attendu est bel et bien que détente il y aura – elle a très modestement commencé dans la zone euro – mais selon un tempo nettement plus modéré qu'escompté il y a 9 mois. La raison de cette inflexion majeure est double : l'inflation montre des signes de résistance et l'économie américaine défie cette entrée en récession que la hausse des taux allait immanquablement occasionner. Pourquoi baisser les taux, alors que l'activité se porte raisonnablement bien et que l'inflation n'est pas encore revenue sous les 2%, seuil sur lequel les banques centrales se sont braquées ?

Que faut-il attendre en la matière ? Pour tenter de répondre à cette question-clef en matière de stratégie d'investissement, la moins mauvaise des approches est de postuler une certaine rationalité – alors que, bien sûr, celle-ci est loin d'être toujours au rendez-vous –, de considérer les avantages et les inconvénients d'une politique monétaire plus ou moins accommodante, de les pondérer et d'arriver à un scénario. C'est ce que nous allons synthétiquement faire ci-dessous.

### *Pour une baisse rapide des taux*

Le premier argument pour une baisse marquée des taux officiels, de court terme, est l'état de la conjoncture. Certes, les Etats-Unis ont échappé, et pas de peu, à la récession tant annoncée, et le marché du travail reste porteur de part et d'autre de l'Atlantique, mais les signaux avant-coureurs sont moins roses. En Belgique, petit microcosme intéressant, une enquête du Voka, l'organisation patronale flamande, révèle que seuls 13% des chefs d'entreprise interrogés voient la situation économique sous un jour positif, face à une moitié la considérant comme négative, voire très négative. A ce jour, l'emballlement de l'inflation et la hausse des taux entre 2001 et 2023 semblent ne pas avoir été trop pénibles pour l'économie des pays industrialisés, mais il faut tenir compte d'un certain effet retard.

Le deuxième argument est relatif à l'inflation. Certes, elle n'est pas encore revenue à 2% mais une certaine inertie dans le taux de variation des prix à la consommation est à l'œuvre. En fait, la désescalade de l'inflation, qui a culminé à plus de 10%, est spectaculairement rapide. De plus, méthodologiquement, nous savons que l'inflation est imparfaitement mesurée, qu'il s'agisse de logement, d'effet de substitution entre produits en cas de hausse différenciée des prix de vente ou de changements de qualité. Si on ajoute qu'un objectif d'inflation à 3, voire 4%, ferait théoriquement davantage sens qu'un objectif à 2%, il n'y a vraiment pas à s'opposer à une baisse des taux pour cause d'inflation trop élevée. Et, cerise sur le gâteau,

l'arme des taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation est d'une efficacité douteuse – en d'autres termes, son coût économique est trop élevé – quand le problème se situe du côté de l'offre plus que de celui de la demande. Une politique concurrentielle plus assertive serait ici plus indiquée que la rigueur monétaire.

La troisième famille d'arguments a trait aux effets néfastes d'un coût de financement élevé. Qui dit taux officiels maintenus au niveau actuel, dit financement des pouvoirs publics – lourdement endettés – plus onéreux, ce qui nuit à leur capacité d'action, et financement de l'investissement plus difficile. Le financement, et public et privé, de la transition environnementale, en particulier, seraient entravés par de choix rigoriste.

### *Contre une baisse rapide des taux*

En regard des arguments plaidant pour un relâchement monétaire, nous avons à considérer ceux qui vont en sens contraire.

Sur le plan de la conjoncture, il y a à redouter une possible surchauffe de l'économie si, aux facteurs de soutien actuels, s'ajoutaient des taux d'intérêt bas. Selon nous, vu les indicateurs avancés, qui pointent en direction d'une croissance restant faible en Europe et moins vigoureuse aux Etats-Unis qu'il y a 12 mois, ce risque est limité. A cela s'ajoute le fait que, dans un tel cas de « surrégime » conjoncturel, la bonne réponse serait un resserrement budgétaire, non pas un non-desserrement monétaire.

Sur le plan de l'inflation, le contre-argument est celui de la crédibilité des banques centrales. S'étant engagées à ramener l'inflation à 2%, il faut attendre que celle-ci soit inférieure à ce niveau pour qu'un débat serein puisse être mené sur l'opportunité de relever l'objectif. La crainte de voir la crédibilité des autorités monétaires être hypothéquée se comprend, tant cette crédibilité est un instrument puissant pour piloter l'économie au service du bien commun, mais elle paraît excessive. Le citoyen lambda n'aime pas l'inflation, qui rogne son pouvoir d'achat et/ou la perception qu'il a de son pouvoir d'achat, mais, selon nous, ce n'est pas une baisse des taux d'intérêt officiels qui va l'émouvoir, et pas plus les opérateurs des marchés financiers.

Au-delà de la crédibilité des politiques monétaires, il y a d'autres considérations structurelles. Une politique de taux bas a, ainsi, des effets redistributifs. Elle pénalise l'épargnant prudent et, en revanche, soutient les cours des actions. Sur le plan immobilier, une telle politique rend les crédits hypothécaires plus attractifs, mais elle tire les prix des biens à la hausse, à l'avantage donc des vendeurs. Les graves difficultés de la Chine, confrontée à une implosion d'une bulle immobilière, avec pour effet, une tétanie de la consommation privée, rappellent qu'une politique de taux bas est dangereuse.

Enfin, sur le plan des coûts de financement de l'investissement, il est en effet idiot de voir les Etats dépenser beaucoup d'argent

précieux en service de la dette. Cependant, avec des taux bas, le danger est énorme de voir toute discipline budgétaire découragée – à quoi bon être discipliné, si s'endetter ne coûte rien – avec, pour effet, une dette qui gonfle et donc de devoir vivre dans la peur des effets alors catastrophiques d'une remontée des taux qui se produirait quand même.

### ***Quel scénario ?***

Si les taux d'intérêt officiels sont au niveau où ils sont, ce n'est ni par bêtise, ni par sadisme des banquiers centraux, mais parce qu'il y a des arguments qui vont à hue et à dia. Notre analyse nous amène à penser que le taux d'intérêt réel, après inflation, de long terme, la variable économiquement la plus importante en la matière, va rester faible, mais sans revenir aux excès observés avant la Covid, le choc de la pandémie justifiant le plus grand accommodement.

Les perspectives budgétaires jouent ici un rôle crucial. L'endettement des pouvoirs publics, mais ceci est aussi valable

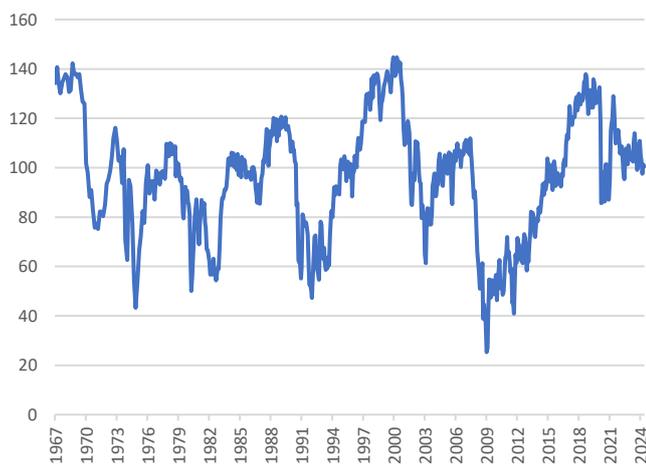
pour le secteur privé, songeons au secteur immobilier qui a senti le vent du boulet, interdit d'avoir une politique monétaire durablement restrictive. C'est d'autant plus vrai que les sollicitations financières liées aux retraites, aux soins de santé, aux dépenses militaires, aux mutations technologiques et, « last but not least », à la transition environnementale sont énormes. L'Europe a annoncé de nouvelles règles budgétaires, mais de facto celles-ci sont moins contraignantes que les anciennes et il n'est pas dit qu'elles seront davantage respectées. Aux Etats-Unis, il n'y a pas de tour de vis à attendre, et encore moins de D. Trump que du camp démocrate. Au total, en regard de l'accommodement budgétaire qui ne pourra pas ne pas continuer à prévaloir, l'orientation monétaire se devra d'aller dans le sens opposé.

Etienne de Callatay – [etienne.decallatay@orcadia.eu](mailto:etienne.decallatay@orcadia.eu)

## ALLOCATION & STRATEGIE

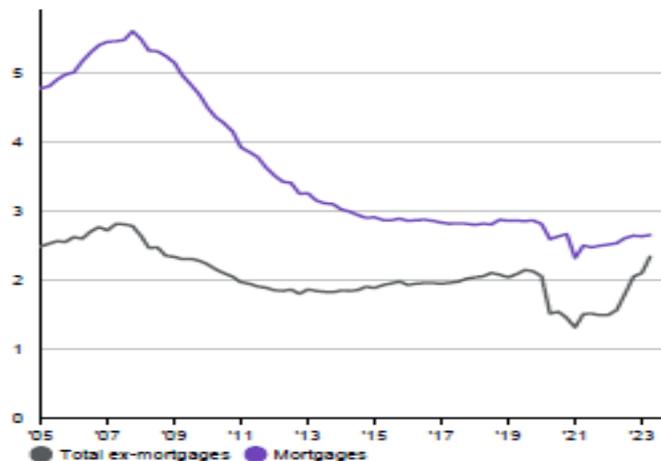
*La confiance du consommateur américain reste modérée.*

Bien que l'économie américaine ralentisse légèrement, les perspectives restent globalement plutôt favorables. Les indices **PMI du secteur manufacturier** restent **supérieurs à 50**, ce qui indique une expansion, et ceux du **secteur des services** sont à leur **plus haut niveau depuis deux ans**. Dans ce contexte, **il est surprenant que la confiance de Joe Sixpack, l'Américain moyen, ne soit que moyenne.**



Source: Bloomberg – E-U confiance des consommateurs

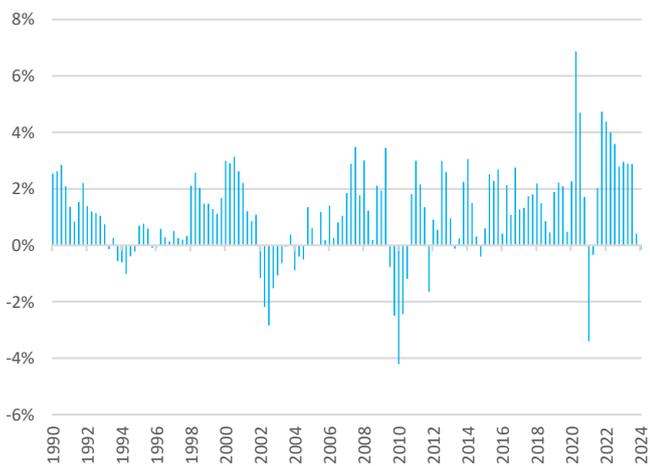
L'une des **possibles raisons** est la décrue des **réserves d'épargne excédentaire** constituées pendant la pandémie. Selon certains, celles-ci ont clairement diminué mais restent importante (environ 4 % du PIB, d'après JP Morgan), tandis que d'autres (comme la Fed de San Francisco) affirment qu'elles ont été complètement épuisées depuis lors. La différence entre les deux s'explique par la moyenne utilisée pour la comparaison. En effet, l'excès d'épargne est calculé en comparant l'épargne effective à l'épargne "normale", qui est calculée comme la moyenne sur une période donnée. La Fed utilise un historique court alors que JP Morgan utilise un historique plus long. Sans se prononcer sur qui a raison, il est clair que **la contribution de l'excès d'épargne à la croissance économique future sera plutôt limitée**. Une autre explication possible est le fait que pour certains consommateurs, et en particulier les classes sociales plus basses, **les hausses de taux d'intérêt** de ces dernières années **commencent à avoir un impact** réel. En moyenne, ils ont contracté des dettes principalement à court terme (telles que les cartes de crédit et les prêts automobiles). Sur le graphique, on peut voir que les paiements d'intérêts sur les prêts hypothécaires restent bien en-dessous de la moyenne, ce qui n'est plus le cas pour les autres prêts (total ex-mortgage sur le graphique). Une autre cause potentielle encore serait que **nombre d'Américains pensent**, à tort ou à raison, **que l'inflation a rogné leur pouvoir d'achat**. Enfin, on peut s'imaginer que le **mauvais spectacle que devient de plus en plus l'élection présidentielle américaine** n'est pas non plus de nature à inspirer la confiance.



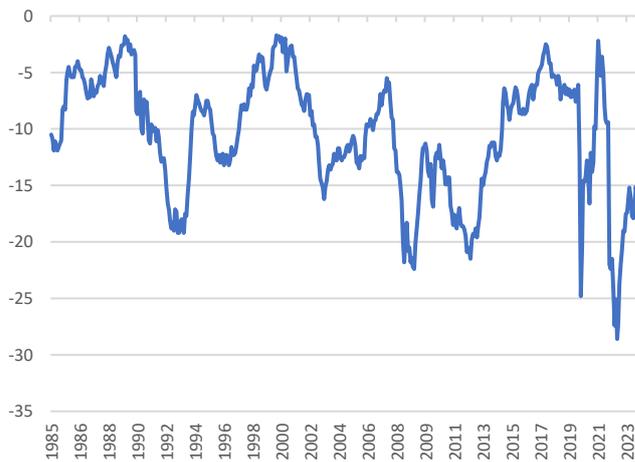
Bron: JP Morgan – E-U dépenses d'intérêt en % des revenus disponibles

*... malgré des bonnes perspectives*

Néanmoins, les perspectives pour le consommateur américain et sa capacité à dépenser restent plutôt favorables. Leur **dette en % du PIB n'a jamais été aussi basse au cours des 20 dernières années** et, par rapport à leurs actifs, l'endettement se situe aux niveaux des années 1980. Nous avons déjà parlé dans un « Spotlight » précédent de l'augmentation de la dette des cartes de crédit et nous avons expliqué que cette augmentation ne nous inquiétait pas. Ça reste le cas. Pendant la pandémie, la dette des cartes de crédit en pourcentage du PIB a considérablement diminué et, après la récente hausse, nous revenons simplement aux moyennes historiques. Et bien que le nombre **d'offres d'emploi** ait diminué récemment, il **reste historiquement élevé** et le **chômage**, malgré une légère hausse, reste **près de son niveau le plus bas** depuis les années 1960. Depuis des mois, l'économie américaine continue de créer environ 200 000 nouveaux emplois par mois. En outre, les salaires augmentent désormais en termes réels. La combinaison de ces deux facteurs garantit que le revenu des consommateurs américains continue de bien croître. Sur la base de l'indicateur de croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre (Unit Labor Cost), qui compare l'augmentation des coûts totaux de main-d'œuvre à l'augmentation de la productivité (voir le graphique), l'augmentation des salaires réels ne devrait pas être inquiétante pour les bénéficiaires des entreprises, car y nous constatons un retour à la moyenne à long terme également. **La combinaison des éléments ci-dessus nous fait penser que la croissance économique pourrait rester relativement proche de la croissance tendancielle au cours des prochains mois.**



Source: Bloomberg, Orcadia – Unit Labor Cost Growth YoY



Source: Bloomberg – confiance des consommateurs en zone euro

### En Europe: une amélioration progressive

En Europe, les perspectives économiques de l'industrie s'améliorent progressivement.



Source: JP Morgan – PMI zone euro

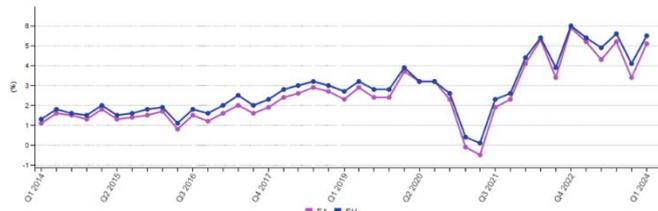
Néanmoins, il est indéniable qu'elles ne sont pas particulièrement brillantes. L'Allemagne en particulier - depuis près de deux ans maintenant – reste confrontée à des difficultés structurelles (transition énergétique hors du nucléaire et du gaz russe, commerce avec la Chine, spécialisation sectorielle moins porteuse) et le dernier chiffre PMI manufacturier (43,5) continue d'indiquer une récession.

### Aussi en Europe des perspectives favorables

La confiance des consommateurs de la zone euro s'est sensiblement améliorée au cours des derniers mois, après avoir atteint un creux historique, mais même après cette hausse remarquable, **on ne peut guère parler d'un consommateur optimiste.**

Cependant, **objectivement, les conditions** pour les consommateurs européens **sont plutôt favorables. Les prix de l'énergie** - bien qu'ils aient quelque peu augmenté ces derniers mois - **semblent être revenus à la normale**, même si c'est à des niveaux - il est vrai - qui devraient rester structurellement plus élevés qu'auparavant. **Le chômage** se situe à des niveaux **historiquement bas** dans l'ensemble de la zone euro, certaines régions étant manifestement confrontées à des tensions sur le marché du travail. Cela se traduit par une **augmentation des salaires**, aussi en termes réels.

Total nominal hourly labour costs, whole economy, 2024 Q1 (% change compared with the same quarter of previous year, calendar adjusted)



Source: Commission Européenne – évolution des salaires horaires nominaux

Il est probable que les salaires continueront à augmenter dans les mois à venir. En Allemagne, par exemple, IG Metall - le plus grand syndicat industriel et le porte-drapeau des autres syndicats - réclame une augmentation de salaire de 7%. Bien qu'il soit (très) improbable qu'il obtienne ceci, il convient de noter que l'augmentation salariale demandée est non seulement sensiblement supérieure à l'inflation, mais aussi nettement plus élevée que les demandes antérieures à la pandémie.

### Le gouvernement chinois prend des mesures supplémentaires

En Chine, la chute des prix de l'immobilier dans les 70 plus grandes villes s'est accélérée en mai pour atteindre le niveau le plus élevé depuis 2015. En réponse, des mesures supplémentaires ont été prises pour contenir la crise immobilière. En résumé, il sera **plus facile et moins coûteux de contracter un crédit** pour acheter un logement et la Banque centrale de Chine (PBoC) mettra 300 milliards de yuans (± 40 milliards d'euros) à disposition des banques pour permettre aux gouvernements locaux de **racheter les logements invendus afin de les rendre disponibles plus tard en tant que logements sociaux**. Il semble peu probable que ces 300 milliards de yuans mettent un terme définitif aux problèmes immobiliers qui affectent le pays depuis un certain temps déjà. L'offre excédentaire de logements est clairement supérieure à ce montant, et les logements - en particulier dans les villes dites

de Tier I comme Pékin et Shanghai - restent excessivement chers par rapport au revenu modal. La mesure devrait donc probablement être considérée davantage comme un exercice d'équilibre permettant d'éviter une implosion en dégonflant lentement le ballon sans créer d'aléa moral ni alimenter la spéculation. À cet égard, cette mesure est positive. D'un autre côté, le dégonflement contrôlé de la bulle risque de peser sur l'esprit des consommateurs chinois et donc sur la croissance économique chinoise pendant un certain temps.

### L'inflation aux Etats-Unis ne baisse plus ...

Les différences de perspectives économiques entre les États-Unis et l'Europe se traduisent également par des différences sur le front de l'inflation. Aux États-Unis, l'inflation a à peine diminué au cours des derniers mois et nous constatons même que ce que l'on appelle l'inflation "supercore" (inflation des services core hors logement) est reparti à la hausse.



Source: Bloomberg – E-U inflation supercore

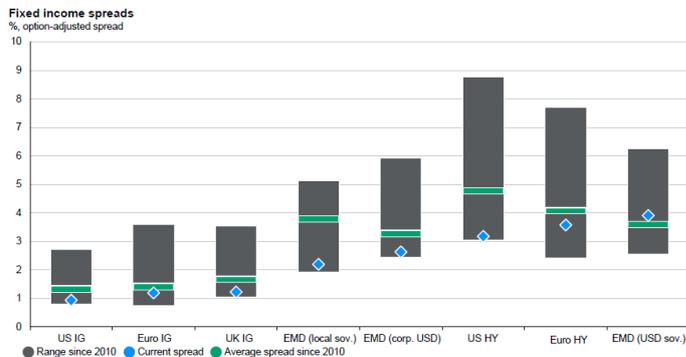
Les prix à la production (PPI) repartent également à la hausse aux États-Unis. Certes, ils n'atteignent pas des niveaux inquiétants, mais c'est un élément supplémentaire qui rend improbable une baisse rapide de l'inflation à la consommation. Nous ne sommes donc pas surpris que la Fed n'ait pas encore réduit ses taux d'intérêt cette année.

### ... mais bien en zone euro

Dans la zone euro, en revanche, nous constatons que l'inflation globale se rapproche lentement de l'objectif de 2 % depuis le début de l'année. L'inflation core s'est stabilisée juste en-dessous de 3 % au cours des derniers mois, ce qui est trop élevé pour être vraiment positif, mais il ne faut pas perdre de vue que ce chiffre était de 5,5 % il y a un an. La réduction de 0,25 % du taux d'intérêt de la BCE à 3,75 % n'a pas été une surprise. L'ampleur et le calendrier des prochaines baisses de taux dépendra surtout de l'évolution des salaires au cours des prochains mois, étant donné son impact important sur l'évolution de l'inflation core.

### Sous-pondérer les obligations ...

Nous continuons de **privilégier les obligations d'État**, bien que ce choix ait eu un impact légèrement négatif sur la performance depuis le début de l'année. Comme le montre le graphique ci-dessous, **les rendements supplémentaires offerts par des alternatives plus risquées sont peu, voire très peu attrayants d'un point de vue historique.**



Source: JP Morgan – Spreads pour différents types d'obligations

### Les élections françaises peuvent créer une opportunité

La convocation d'élections législatives a eu un impact négatif évident sur le spread payé par la France, à savoir le surcroît de taux par rapport aux obligations d'État allemandes de même maturité.



Source: Bloomberg – France spread vav l'Allemagne

Bien que le risque politique a clairement augmenté, nous osons prendre des positions sur les obligations d'État françaises à long terme à environ 75 points de base (0,75 %) de rendement excédentaire et augmenter leur poids si les écarts se creusent davantage. **Nous estimons que le marché obligera le vainqueur des élections à maintenir une discipline budgétaire suffisante.** Un bon exemple est la réaction du marché au Royaume-Uni face aux plans fiscaux qui ont forcé le Premier ministre Liz Truss à démissionner en un rien de temps. Selon nous, la tentation du pouvoir (et l'impact d'une débâcle des marchés financiers sur les chances de Le Pen aux élections présidentielles de 2027) fera en sorte que le RN, comme Meloni en Italie, se modérera, du moins sur le plan économique. Une première indication en ce sens est qu'un porte-parole du RN a déclaré que le parti proposerait un programme pour réduire le déficit public en automne et que la France honorerait ses engagements envers l'UE. **La volatilité intermédiaire** du spread devrait être **tempérée** par l'intervention de **la BCE** en cas de "dynamique de marché incontrôlée"

### Surpondérer les actions

Les conditions économiques plutôt favorables plaident en faveur d'une surpondération limitée des actions. Les **marchés émergents** ne nous paraissant **pas particulièrement attrayants** et les **économies de matières premières** telles que le Canada et l'Australie ne nous enthousiasmant pas **non plus** en raison des problèmes liés à l'immobilier chinois, **notre surpondération se limite aux actions américaines et**

**européennes.** Bien que les actions américaines soient plus chères que leur moyenne historique et que la performance du S&P500 au cours du dernier trimestre ait été principalement réalisée par - littéralement - une poignée de sociétés (Nvidia, Microsoft, Amazon, Meta et Apple), nous ne voulons pas sous-pondérer la région en ce moment. La croissance économique reste bonne, ce qui devrait se traduire par de bons résultats. En outre, les plus grandes entreprises mondiales restent cotées

aux États-Unis. Par ailleurs, les actions européennes sont relativement bon marché ( $\pm 13,4$  fois les bénéfices attendus, contre une moyenne à long terme de 14,3 fois) et devraient pouvoir bénéficier d'une accélération de la croissance et d'une baisse des taux d'intérêt, ce qui semble moins probable aux États-Unis.

Günter Van Rossem – [gunter.vanrossem@orcadia.eu](mailto: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](mailto:info@orcadia.eu)

Editeur responsable : Eric Lobet – [Eric.Lobet@orcadia.eu](mailto: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.