

Économie, marchés, taux... retour sur 2022 et anticipations sur 2023 (Partie 1 : Macro et micro-économie)

Rarement une année n'a été aussi agitée sur les marchés financiers, nous pourrions même dire qu'elle a pu se montrer « historique » dans la pire performance qu'ont pu délivrer les obligations au cours des 12 derniers mois. L'inflation a fait son grand retour, les marchés action ont tangué et les matières premières ont connu une grande volatilité.

Est-ce que tout ceci est toutefois totalement inattendu ? Nous pourrions répondre aussi bien positivement que négativement. Nous allons revenir sur ces moments clés de 2022 pour essayer d'anticiper un tant soit peu ce que sera 2023 et surtout comment y préparer nos portefeuilles ou notre politique d'investissement.

1. Les prémices

Cette année hors norme qu'est 2022 s'est singularisée par un événement que de nombreux spécialistes redoutaient : l'éclatement de la « bulle obligataire ». Mais pour que cela arrive il fallait que certaines conditions soient réunies. Voici une version de cette histoire.

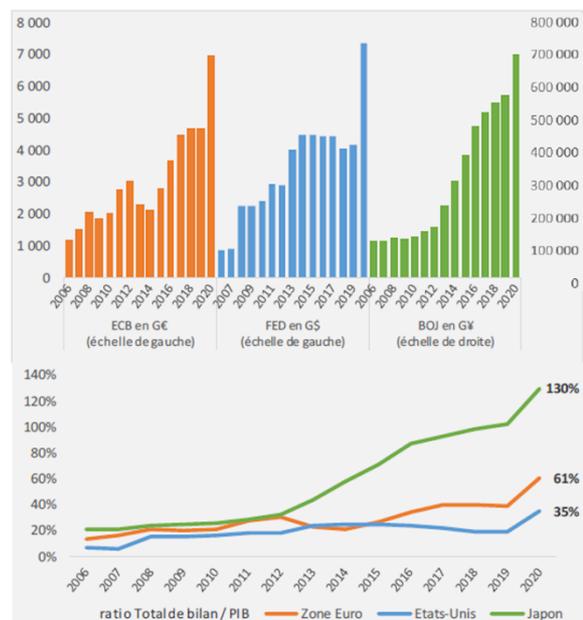
a) Le rôle initial des banques centrales

Depuis la crise financière de 2008, nous avons pu observer une injection massive de liquidités par l'ensemble des banques centrales de la planète. Si ces flux se sont légèrement ralentis en 2018 et 2019 la survenance de la « crise sanitaire » a augmenté le débit de manière significative.

Nous pouvons le voir à l'œuvre dans le graphique ci-joint concernant le bilan des banques centrales sur ces dernières années. (Graphique : Évolution des bilans de l'Eurosystème, de la FED et la BoJ (en montant et en % du PIB) Source : BCE, FED, BoJ, Eurostat)

A ce titre, si ce graphique s'arrête en 2020 la croissance continue : La BCE atteint 9.000 Md€ fin 2021 la FED 8.300 Md\$.

Pourquoi leur bilan a-t-il augmenté de cette manière ? Toute simplement, la crise majeure de liquidité interbancaire de 2008 a nécessité l'intervention des banques centrales pour remettre en place aussi bien la liquidité que la confiance.



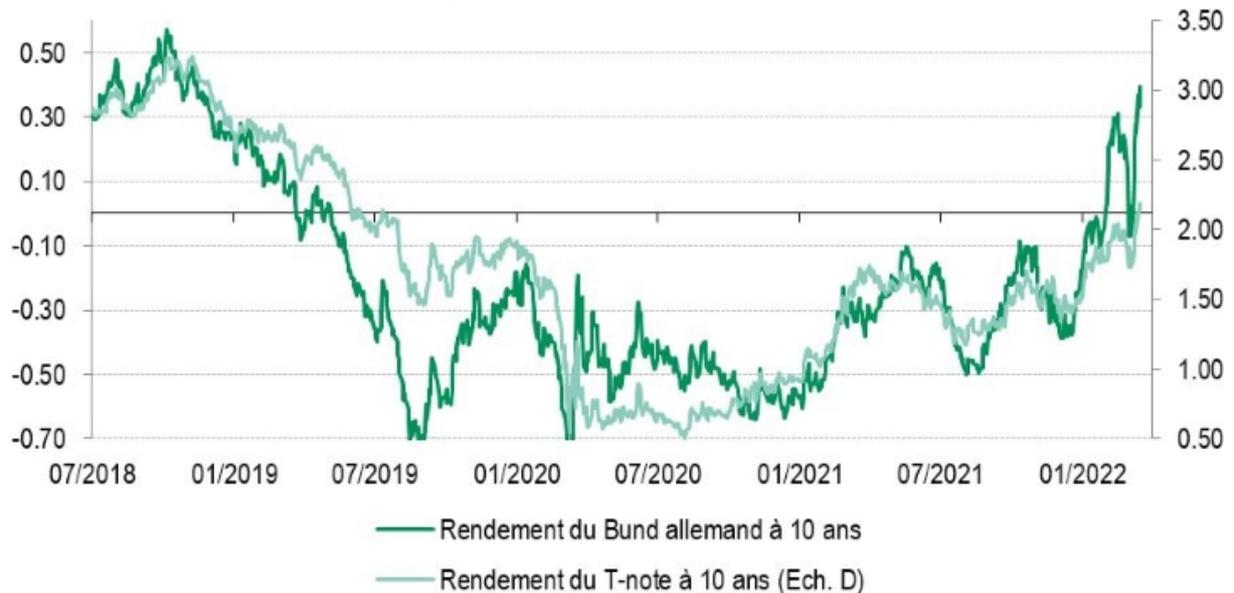
Pour l'Europe, cela s'est surtout senti à partir de 2011 avec le rachat par la BCE d'un certain nombre d'actifs dans l'ordre suivant :

- Dette d'États,
- Dette des banques commerciales
- Dettes d'entreprises privées, (voire actions)

Le risque de défaut n'existant quasiment plus l'ensemble de la courbe des taux s'est aplati dans les années qui ont suivi pour explorer des territoires négatifs pendant de longs mois : l'emprunt à 10 ans Allemand (Bund) a passé 3 ans sous la barre des 0% de rendement !

Graphique 1 : La hausse des taux longs se poursuit

Evolution des rendements obligataires en % entre juillet 2018 et le 16 mars 2022



Source: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management au 17 March 2022

Habituellement, l'injection massive de liquidité dans une économie a des effets inflationnistes ! Nous avons tous entendu parler de la « la planche à billets » dans les années 70 et de ses effets directs sur l'économie. Aussi il fallait s'attendre à ce qu'un jour ou l'autre, nous ayons des effets directs sur l'indice des prix à la consommation.

b) Les conséquences sur les prix

Si l'inflation monétaire est là, comment se fait-il que l'Indice des Prix à la consommation n'ait pas immédiatement répercuté cet état de fait ?

La réponse tient en partie dans les 2 points suivants :

- La mondialisation a entretenu une pression constante sur le prix des produits manufacturés en recherchant systématiquement le prix de production le plus bas. La comparaison systématique des prix offerte par les GAFAM ont amplifié ce mouvement déflationniste en permettant une comparaison planétaire des prix 24h/24h.
- La faible circulation de la monnaie a amené à la mise en œuvre de bulles de valorisations qui étaient le cumul de l'argent gratuit et de la disparition de la prime de risque. Les obligations d'État se sont valorisées outre-mesure, puis les obligations privées, puis les actions et enfin les actifs de plus en plus risqués jusqu'aux « SPAC ».

Autant dire que ce mouvement ne s'est arrêté qu'au T3 2022 signant 4 trimestres consécutifs records de rachats de leurs propres actions par les entreprises privées.

2. Les étincelles

Les premières étincelles ne sont pas forcément identifiées comme telles mais elles concernent les premières ruptures de composants électroniques à la fin de l'automne 2019. Le COVID en Chine est une première indication que des tensions sont à venir dès la survenance d'un corps étranger dans la chaîne mondiale d'approvisionnement.

Ce fait va devenir prégnant tout au long de l'année 2020 puis 2021 mettant à mal les économies occidentales très (trop ?) dépendantes de l'Asie pour livrer leurs produits manufacturés « complexes » tels que le matériel électronique, les voitures, avions, etc...

D'autre part, si le prix des matières premières s'est effondré au printemps 2020, l'ensemble des plans de relance post-confinements (2021) permet à l'ensemble des pays de l'OCDE d'afficher des records de croissance de PIB grâce à un simple rattrapage de ce qui a été perdu l'année précédente. Le Baltic Dry Index, qui reflète le prix des transports de marchandises par bateaux, passe d'une moyenne de 1515 à 5500 en Oct 2021.



Un certain nombre d'industriels sont obligés de revoir leurs prix car si la demande est toujours là, tout le monde ne peut être servi. Autant augmenter les prix, et in fine, les marges...

Il ne manque plus que des tensions géopolitiques croissantes pour achever de mettre en place la situation explosive de l'hiver 2022.

3. La déflagration

Si le début de l'année 2022 laisse apparaître peu à peu la fin du régime des taux bas le déclenchement de la guerre en Ukraine est le signal qui va amplifier le mouvement.

a) L'inflation surgit, les taux réagissent.

Le prix des matières premières, déjà en hausse, connaît des sommets notamment pour l'énergie. Il faut « couper les vivres à la Russie » (sic)

Il vient s'ajouter à un marché de l'emploi extrêmement solide pour un cumul de raisons :

- Les taux bas font que peu d'entreprise font faillite. Un certain nombre d'entre elles auraient disparu dans des conditions économiques normales.
- La « reprise » a donné lieu à de nouvelles embauches
- Une partie de la population active reste inemployable (2 à 3% au US et 4 à 6% en Europe)

De ce fait l'inflation salariale débutée en 2021 va inévitablement se poursuivre en 2022.

Les banques centrales n'ont d'autre choix que d'agir pour « casser » la spirale inflationniste. Leur seul outil, là encore se situe au niveau des taux. Il va falloir remonter ces derniers. Des 2 côtés de l'atlantique on se met à l'œuvre pour le faire mais avec des contextes totalement différents :

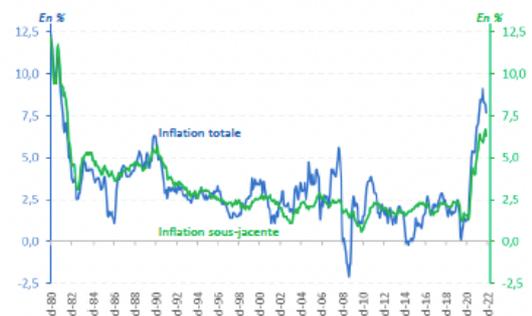
- Aux US l'économie est en surchauffe avec un Taux de chômage très faible. Donc c'est une inflation « endogène »
- En Europe l'inflation vient principalement de la hausse des prix de l'énergie donc plutôt « exogène ».

Inflation en glissement annuel



Source : Bloomberg

Inflation en glissement annuel



Source : Bloomberg

Les gouvernements qui s'étaient entendus avec les banques centrales pendant la période de politiques monétaires accomodantes commencent à opérer des politiques divergentes :

- Les Banques Centrales augmentent les taux
- Les Gouvernement font des plans de relance et creusent leurs déficits.

Autant dire que la lutte contre l'inflation n'est pas la priorité de tout le monde... et pourtant cela risque de le devenir. Dans tous les cas la réaction des banques centrales est énergique ! La réaction sur le taux des emprunts des États est immédiate :

Le marché obligataire européen en 2022



SOURCE : BLOOMBERG



Le marché obligataire américain en 2022



SOURCE : BLOOMBERG



4. Un répit... de courte durée !

En cours d'année (Juillet puis octobre) un certain nombre d'intervenants ont cru à la fin de la politique restrictive sur les taux. En conséquence les taux des emprunts d'États se sont détendus. Toutefois le répit est de courte durée. Et 2022 termine sur des taux que la France n'a pas connu depuis 2012 !

La seule différence se situe au niveau du stock de notre dette. Si en 2012 elle représentait 2.200 Md € elle dépasse 3.000 Md aujourd'hui. Ce qui signifie que la charge de la dette qui cette année est de 30 Md€ environ devrait rapidement progresser vers 50 à 60 Md dans les années qui viennent voir 100 Md€ à horizon 5 ans si les taux continuent de monter ou pire, se stabilisent à leur équilibre habituel : Croissance + inflation = Taux longs

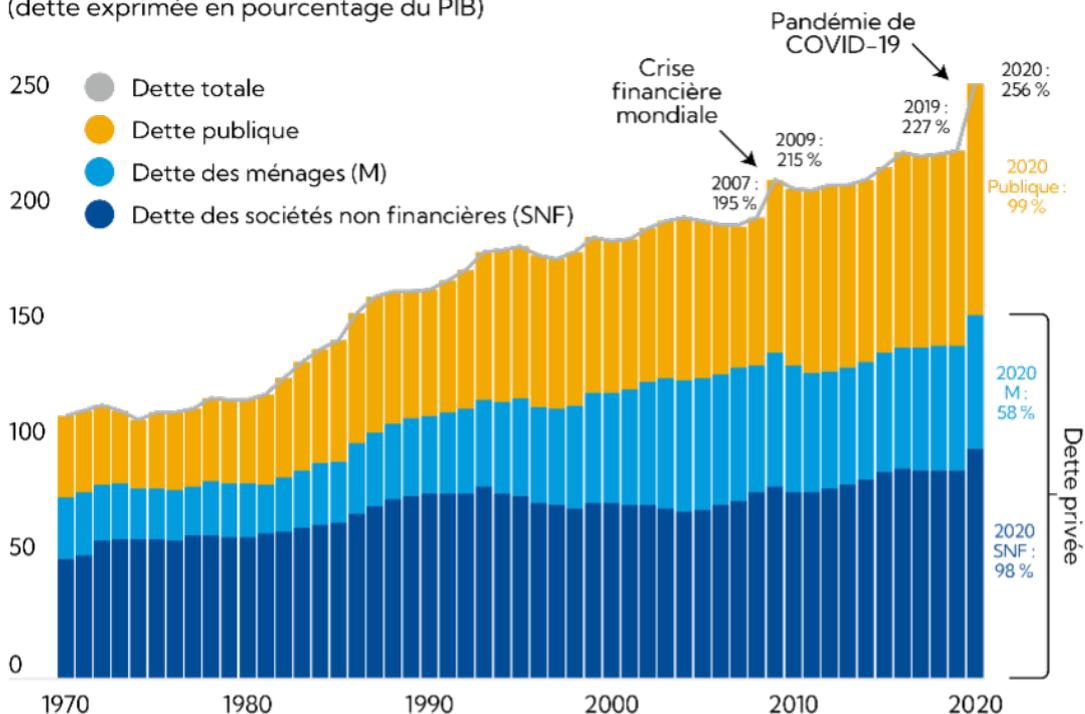
5. La dette en question

Le FMI dans ses dernières communications tire la sonnette d'alarme concernant l'endettement mondial. Nous vous l'indiquons ici au niveau global et en % du PIB. Nous allons détailler un peu plus bas, car,

Records historiques

En 2020, la dette mondiale a connu la plus forte augmentation des 50 dernières années.

(dette exprimée en pourcentage du PIB)



Sources : base de données du FMI sur la dette mondiale ; calculs des services du FMI.
Note : Les ratios estimés de la dette mondiale sur le PIB sont pondérés en fonction du PIB de chaque pays exprimé en dollars.



Il y a dette... et dette !

Ce que l'on peut retenir de ce graphique c'est que si le monde était une entreprise, son endettement serait égal à 2,5 années de Chiffre d'affaires. Et beaucoup d'entreprises ne peuvent survivre à un tel régime.

Pour autant il faut comparer ce qui est comparable. Car dans l'immobilier, dans l'énergie ou les infrastructures, l'endettement peut atteindre voire dépasser largement ce niveau sans souci particulier.

Aussi il faut combiner ces éléments avec le patrimoine sur lequel est assis cette dette. Et le moins que l'on puisse dire c'est que le « patrimoine mondial » a franchement crû pendant cette période, notamment dans les pays émergents. Nous pourrions donc analyser un peu plus tard ces éléments.

Une chose est sûre toutefois, la dette ne peut être soutenable que si elle finance l'augmentation du « patrimoine » de la population. Or dans les pays de l'OCDE cela ne semble plus être le cas, la crise énergétique en Europe tend à le prouver. Une partie des dettes contractées ces dernières années compensent des problèmes conjoncturels. Leur remboursement pose question.

Si les États ne peuvent drastiquement augmenter les impôts ou fortement baisser les dépenses, l'inflation ne risque pas d'être transitoire...

6. Conclusion

Il nous semble que nous sommes à la fin d'un cycle majeur de création monétaire démarré il y a bien longtemps (1971) et qui s'est accéléré depuis 2008. (Voir la vidéo de Jacques de Larosière ICI)

Il y a eu des effets bénéfiques notamment celui d'éviter une Grande Récession ces dernières années. Toutefois n'avons-nous pas fait que reporter le problème ?

La décennie qui vient va devoir relever de nombreux défis tant économiques, énergétiques, technologiques qu'écologiques. Nous sommes à la recherche des tendances émergentes pour vous guider au mieux dans vos investissements.

Après cette première partie Macro et micro-économique passons à la partie Marchés Financiers et propositions d'investissement.