

La convergence dans un monde de plus en plus divisé

Perspectives d'investissement en milieu d'année 2024 pour les économies avancées

Par Joeri de Wilde

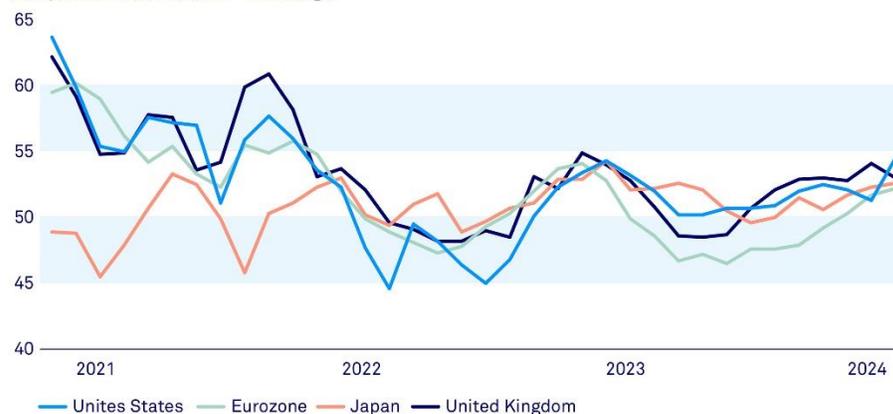
En bref :

- L'expansion économique mondiale dépend moins de l'exceptionnalisme américain
- La convergence entre la consommation de biens et de services atténue encore les pressions inflationnistes
- L'abaissement progressif des taux d'intérêt rend l'atterrissage en douceur de plus en plus probable
- La tendance politique au protectionnisme et au conservatisme de droite présente des risques évidents pour la stabilité et l'inflation.
- Maintien d'une position neutre en matière d'allocation d'actions

La croissance mondiale s'est élargie

Depuis la fin de 2022, la bonne tenue de la croissance des économies avancées agrégées masque une forte divergence : elle est presque entièrement tirée par les États-Unis. Mais au premier trimestre 2024, cette tendance s'est interrompue, l'Europe renouant avec la croissance, bien que maigre. Des indicateurs plus récents, tels que les enquêtes très suivies sur les gestionnaires de la chaîne d'approvisionnement (PMI), indiquent également une diminution des divergences entre les principales économies avancées, principalement en raison d'une reprise en dehors des États-Unis. Dans le droit fil de cet élargissement de la croissance mondiale, la dernière saison des bénéfices des entreprises a été robuste, la croissance du bénéfice par action (BPA) aux États-Unis restant supérieure à celle de la zone euro, mais l'écart entre les bénéfices commence à se resserrer. Grâce à ces bénéfices élevés, les marchés boursiers ont atteint de nouveaux records. Ils ont largement ignoré le fait que les investisseurs ont anticipé plusieurs baisses de taux d'intérêt en raison de la résistance de la croissance et de l'étroitesse des marchés de l'emploi, ce qui a entraîné une inflation de base faible.

Composite PMIs (Index, 50 = no change)



Source: LSEG Datastream / Triodos Bank

Des perspectives de consommation convergentes

Nous nous attendons à ce que le récent mouvement de convergence entre les principales économies avancées se poursuive, sous l'effet de la convergence de la croissance de la consommation des ménages. Il est probable que le consommateur américain finisse par lever le pied, car l'épargne excédentaire qu'il avait accumulée grâce à l'énorme stimulus fiscal est pratiquement épuisée. En effet, les impayés de cartes de crédit aux États-Unis sont en hausse et les ventes au détail sont au point mort. La politique budgétaire est également devenue restrictive cette année. Nous prévoyons toutefois une croissance modérée de la consommation aux États-Unis, car la croissance toujours élevée des salaires, combinée à une inflation globale plus faible, se traduit par un gain de pouvoir d'achat pour les ménages.

Pour les autres grandes économies avancées, une croissance significative des salaires combinée à une baisse de l'inflation globale devrait entraîner une (nouvelle) reprise de la consommation. Les ménages de ces régions ont été plus prudents en raison d'un soutien fiscal plus modeste et de la hausse des prix de l'énergie. Toutefois, même si les politiques budgétaires restent restrictives, la consommation peut maintenant sortir de ses niveaux très bas, car le choc énergétique s'est atténué. Dans l'ensemble, cela signifie une légère modération de la croissance de la consommation des ménages pour les économies avancées agrégées.

L'essoufflement de la vigueur des services

Étant donné que nous ne prévoyons qu'une légère modération de la croissance de la consommation globale des ménages, une question clé pour les perspectives d'inflation dans les économies avancées est de savoir si les habitudes de consommation vont changer. La consommation liée aux services a prospéré depuis le début de 2023, alors que la consommation mondiale de biens est restée à la traîne. Le secteur manufacturier mondial n'est redevenu expansionniste qu'en février. Étant donné que le secteur des services est beaucoup plus intensif en main-d'œuvre, la croissance élevée des salaires dans les économies avancées s'est traduite par une inflation de base élevée. Par conséquent, pour que l'inflation de base diminue encore, la demande de services doit se modérer.

Bien que cela puisse se faire lentement, nous pensons qu'il existe une probabilité de convergence entre le secteur manufacturier et le secteur des services sur base des données récentes. Cela pourrait s'expliquer par le fait que la demande refoulée de services liée à l'épidémie de Covid s'est finalement tarie, ou que les produits achetés pendant la pandémie doivent être remplacés. Les prochaines baisses de taux pourraient également favoriser cette rotation de la consommation, car la diminution des taux d'emprunt pourrait rendre les biens durables des ménages plus abordables. Cette modération anticipée de la demande de services devrait suffire à calmer les ardeurs des marchés du travail et à entraîner une nouvelle modération de la croissance des salaires.

La croissance de la productivité sera un autre facteur important qui influencera l'inflation de base à l'avenir. Aux États-Unis, où les risques d'une période prolongée d'inflation ont été les plus graves en raison d'une économie en surchauffe, la productivité du travail a augmenté de 6 % depuis la fin de 2019. Elle a donc absorbé la majeure partie de la hausse des salaires. Par conséquent, la croissance des coûts unitaires de main-d'œuvre aux États-Unis est actuellement bien inférieure à l'objectif d'inflation de 2 %, et les coûts unitaires de main-d'œuvre sont généralement suivis par l'inflation de base. Dans la zone euro et au Royaume-Uni, en revanche, la croissance de la productivité a été d'environ 1 % au cours de la même période. Ils risquent donc davantage de connaître une période prolongée d'inflation de base supérieure à l'objectif. Toutefois, nous pensons que la rétention de main-d'œuvre a été l'un des facteurs expliquant cette croissance plus faible de la productivité, ce qui implique que les marchés du travail dans ces régions ne sont pas aussi tendus qu'on ne le pensait. Cela devrait également limiter la croissance des salaires à l'avenir, alors que la demande de services se modère.

Les baisses de taux stimuleront d'abord les marchés, puis l'activité

Compte tenu de nos prévisions de convergence en ce qui concerne la croissance de la consommation des ménages et la vigueur sectorielle au sein d'un pays (services contre industrie), nous ne pensons pas qu'il y aura une divergence significative entre les politiques monétaires des principales banques centrales (à l'exception du Japon, qui fait figure d'exception). La Banque centrale européenne a entamé son cycle d'assouplissement en juin avec une première baisse des taux d'intérêt directeurs, et nous prévoyons deux autres baisses de taux cette année. Nous pensons que la Réserve fédérale et la Banque d'Angleterre suivront le mouvement et procéderont à deux baisses en 2024. C'est beaucoup moins que ce qui était prévu au début de l'année 2024, mais toujours un peu plus que ce qui est actuellement prévu par les marchés. Par la suite, nous pensons que ces banques centrales se rapprocheront de leurs taux neutres d'ici la fin de 2025. Entre-temps, nous nous attendons à ce que la Banque du Japon augmente lentement son taux directeur.

Jusqu'à présent, l'impact du resserrement monétaire agressif sur l'activité économique a été relativement limité. Les entreprises ont pu bénéficier de taux d'intérêt bas avant le début du resserrement, et les taux réels n'ont été positifs que pendant environ un an. Maintenant que les taux réels sont sur le point de baisser à nouveau, il semble qu'un impact plus sévère du resserrement monétaire sera largement évité.

En fin de compte, les réductions de taux d'intérêt prévues devraient faire baisser les taux d'intérêt réels et donc stimuler les dépenses sensibles aux taux d'intérêt. Cela devrait se traduire par une augmentation de l'activité économique provenant de l'investissement des entreprises et de l'investissement résidentiel. Toutefois, nous prévoyons que le rythme des réductions de taux sera progressif, ce qui signifie que les taux d'intérêt réels resteront élevés à court terme et que l'orientation monétaire restera restrictive. Cela signifie qu'il faudra probablement un certain temps avant que les taux ne soient suffisamment bas pour soutenir réellement la croissance de l'investissement. Dans l'intervalle, nous prévoyons toujours une croissance robuste de l'investissement des entreprises américaines, les sociétés continuant à bénéficier d'une période de hausse soutenue des bénéfices. La croissance de l'investissement dans les autres grandes économies avancées sera plus modérée à court terme, en raison des performances plus modestes des entreprises.

Compte tenu de tout ce qui précède, il semble que l'atterrissage en douceur tant attendu prendra réellement forme pour les économies avancées agrégées au second semestre 2024. C'est une bonne nouvelle pour les marchés financiers, car cela signifie que l'impact du resserrement monétaire restera probablement assez limité, étant donné qu'il n'y aura pas de ralentissement sévère susceptible de nuire aux perspectives de bénéfices. Pour les marchés, le début du cycle de réduction des taux s'est toujours traduit par une forte performance au cours des six premiers mois suivant la première réduction des taux, car les marchés tiennent déjà compte de la stimulation tardive de l'activité économique. Néanmoins, l'expansion mondiale de cette année sera inférieure à celle de l'année précédente, ce qui signifie que la croissance mondiale sera inférieure à la moyenne historique de ce siècle une année de plus,

Global real policy rates (per cent, policy rate minus core CPI)



Source: LSEG Datastream / Triodos Bank

La politique peut impacter l'inflation

Les investisseurs ont jusqu'à présent ignoré les troubles géopolitiques mondiaux de cette année ; la guerre en cours en Ukraine et la guerre entre Israël et Gaza semblent n'avoir aucun effet sur les bénéfices des entreprises et les taux d'intérêt (à court terme). Si cela est vrai, il est tentant de qualifier les récentes élections dans l'UE et les élections à venir au Royaume-Uni, en France et aux États-Unis de non-événements pour les marchés. En effet, l'histoire a montré que c'est généralement le cas. Mais cette fois-ci, nous pensons qu'il serait imprudent d'ignorer la convergence politique sous-jacente qui se dessine dans les économies avancées, caractérisée par une évolution vers plus de protectionnisme et de conservatisme de droite.

La récente décision des États-Unis et de l'Union européenne d'imposer des droits de douane importants sur les véhicules électriques chinois est un bon exemple de cette tendance au protectionnisme. Cette mesure pourrait déjà avoir un effet inflationniste à relativement court terme. La politique industrielle sous-jacente visant à créer une capacité technologique verte nationale pourrait potentiellement stimuler la *déflation verte* dans les années à venir. De même, le brusque durcissement des règles d'immigration américaines par le président Joe Biden, visant à neutraliser l'une de ses plus grandes faiblesses politiques lors de l'élection américaine face à Donald Trump, pourrait contribuer à l'inflation en limitant l'offre de main-d'œuvre. En fait, l'immigration a été l'un des principaux facteurs à l'origine de la baisse de l'inflation globale aux États-Unis l'année dernière. De même, la montée en puissance de l'extrême droite dans l'UE a déjà durci sa position sur l'immigration.

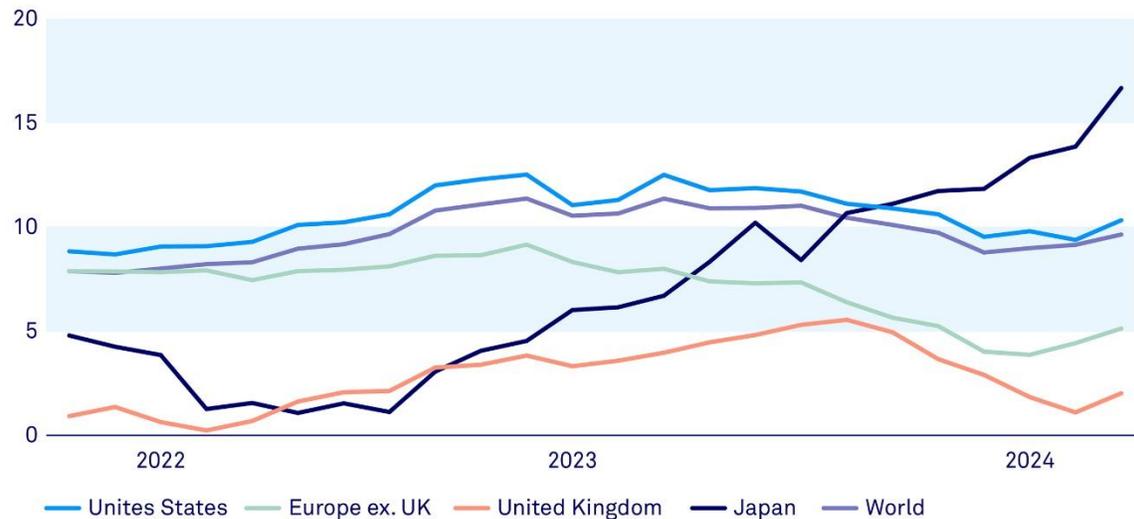
La probabilité accrue de voir la droite radicale accéder au pouvoir a également accru les risques pour la stabilité financière à l'échelle mondiale, comme l'ont montré les récentes turbulences sur les marchés après l'annonce d'élections anticipées en France. Des inquiétudes se font jour concernant des plans budgétaires irréalistes qui pourraient entraîner des déficits fiscaux excessifs et, dans le cas de la France, une augmentation pure et simple du risque existentiel pour l'UE.

Une vision équilibrée signifie une allocation neutre

Pour l'instant, nous nous en tenons à notre allocation neutre en actions. Cette décision s'appuie sur plusieurs éléments. Nous nous attendons à ce que l'expansion mondiale se poursuive, bien qu'à un rythme légèrement plus modéré. Toutefois, nous ne voyons pas de risques de récession ou de ralentissement sévère immédiats justifiant un passage à la sous-pondération. Les pressions inflationnistes devraient également continuer à s'atténuer progressivement, ce qui implique des réductions de taux de la part des banques centrales à l'avenir. Cette situation est généralement bénéfique pour les actifs à risque. Toutefois, le rythme d'assouplissement des principales banques

centrales sera probablement calme. En outre, les prévisions de baisse de taux telles qu'elles sont intégrées par les investisseurs semblent réalistes pour l'instant, mais les risques d'inflation sont orientés à la hausse, en raison des guerres en cours et d'une tendance au protectionnisme. Par ailleurs, les attentes en matière de bénéfices se situent à des niveaux apparemment élevés. L'ensemble de ces facteurs ne constitue pas une base suffisante pour passer à la surpondération.

IBES MSCI - EPS consensus forecast 2024 (YoY growth (%))



Source: LSEG Datastream / Triodos Bank

Nous sommes neutres en ce qui concerne les obligations, conformément à notre évaluation équilibrée de l'économie mondiale au cours des prochains mois. Nous pensons que les rendements à long terme auront tendance à baisser légèrement au cours du prochain semestre par rapport à leurs niveaux actuels, ce qui devrait permettre aux investisseurs obligataires de réaliser quelques gains. Dans le même temps, nous pensons que cette baisse sera relativement modeste et que les rendements obligataires réagiront fortement aux nouvelles données, ce qui implique une certaine volatilité. En outre, il est plausible qu'à mesure que les taux directeurs baissent et que l'activité économique se "normalise", parallèlement à la politique monétaire, la prime de terme se reconstitue. Cela pourrait éroder une partie des gains potentiels sur le long terme, c'est pourquoi nous conservons une position neutre et une allocation neutre en termes de durée.

	Real GDP growth (%)		
	2022	2023	2024
Global	3.4	3.3	3.1
US	1.9	2.5	2.3
Eurozone	3.5	0.5	0.6
UK	4.3	0.1	0.7
Japan	1.0	1.9	0.2
China	3.0	5.2	4.8
India	7.0	7.4	6.7

Source NiGEM, Triodos Investment Management