

Un environnement qui change

Par Guy WAGNER, CIO chez BLI - Banque de Luxembourg Investments

Quelles sont les tendances structurelles susceptibles d'affecter les marchés financiers au cours des prochaines années ?

Nous observons actuellement une convergence de facteurs qui pourraient progressivement affecter les marchés financiers, en engendrant un changement de régime sur plusieurs fronts.

Premièrement, après être restée modérée pendant plus de dix ans, l'inflation est actuellement à son niveau le plus élevé depuis 40 ans dans les pays industrialisés. Cette flambée d'inflation n'est pas le fruit d'un boom de la demande découlant d'une activité économique particulièrement dynamique. Elle s'explique plutôt par des aides financières généreuses, une augmentation considérable de la masse monétaire pendant la pandémie ainsi que par des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et par la hausse des prix de l'énergie. Son degré de persistance et sa capacité à s'établir durablement à un niveau nettement supérieur à l'objectif de 2% fixé par les banques centrales dépendront essentiellement de l'évolution des revenus et des salaires.

Si les banques centrales veulent empêcher une spirale salaires-prix, elles devront tout faire pour maintenir les anticipations d'inflation à un niveau bas, afin qu'elles ne s'installent pas dans les es-



prits et ne conduisent pas à des revendications salariales élevées. Si un accès de faiblesse marqué de l'économie - ou des dommages collatéraux dépassant de loin les conséquences d'une récession normale - inciteraient par contre les banques centrales à abandonner trop tôt leur politique de lutte contre l'inflation, la probabilité d'assister à un désencrage des anticipations d'inflation augmenterait.

L'économie mondiale semble être entrée dans un nouveau régime dans lequel coexistent des forces déflationnistes et inflationnistes. En d'autres termes, nous quittons un monde marqué par une inflation faible et des conditions financières accommodantes pour entrer dans une période dans laquelle le risque d'inflation sera à double sens.

Deuxième point, les certitudes relatives de l'ère de la mondialisation commencent à s'estomper rapidement et la possibilité d'un scénario de démondialisation et de fragmentation doit être prise très au sérieux. Le terme « démondialisation » est aujourd'hui largement utilisé, mais son interprétation précise diverge. L'objectif d'autosuffisance en matière de sécurité nationale implique logiquement un vaste mouvement de relocalisation des chaînes d'approvisionnement. Dans ce contexte, la logique économique pure ne peut plus, à elle seule, guider les décisions d'investissement qui devront maintenant également tenir compte des facteurs géopolitiques.

Troisièmement, le recul du libéralisme en Occident et la remise en cause, par des régimes autoritaires, de l'ordre mondial actuel se conjuguent et modifient radicalement les priorités sociales et économiques.

[Suite en page 3](#)

Un environnement qui change

Suite page Une

Nous sommes en train de passer d'un ordre mondial unipolaire à un ordre multipolaire au sein duquel la domination des pays occidentaux est sur le déclin. Que la Chine vienne à devancer ou non les États-Unis, le centre du pouvoir mondial risque de s'éloigner des démocraties établies. L'ordre mondial unipolaire, dans lequel les États-Unis profitaient d'une hégémonie mondiale incontestée, sans véritables rivaux et assurait la sécurité de tous, a été bénéfique pour les marchés financiers. Un monde multipolaire pourrait s'avérer moins favorable.

Parallèlement, des divisions politiques importantes apparaissent en Occident. La volatilité, longtemps réprimée dans la sphère financière, a fini par s'immiscer dans la sphère politique. À l'heure actuelle, aucun grand pays occidental ne peut prétendre à un leadership politique ou populaire fort. Les déséquilibres ayant conduit à la crise financière de 2008 ont été remplacés par de nouveaux déséquilibres, au premier rang desquels les inégalités sociales, qui ont pour effet d'affaiblir la cohésion sociale. Une grave crise politique pourrait en découler.

Quatrième point, l'offre de nombreuses matières premières souffre de déficits structurels liés à des investissements insuffisants et au changement de paradigme en matière ESG auquel nous assistons actuellement. Cette situation est particulièrement prégnante dans le secteur de l'énergie où la problématique du «pic pétrolier» a refait surface, offrant ainsi à l'OPEP+ un pouvoir sans précédent. Les arguments en faveur des énergies renouvelables sont incontestables, notamment en termes de renforcement de la sécurité de l'approvisionnement énergétique. Malgré les progrès accomplis, il reste néanmoins encore beaucoup de chemin à parcourir avant qu'elles ne deviennent notre principale source d'approvisionnement. Autrement dit, l'Europe a décidé de devenir verte avant d'avoir les moyens de son ambition.

Cinquième point, la hausse des taux d'intérêt à long terme fait planer le spectre d'une crise de la dette sou-

veraine. Le niveau de la dette publique a augmenté de manière sensible dans les pays industrialisés depuis la crise financière. À la suite de l'augmentation des taux d'intérêt, le coût du service de la dette est en forte hausse.

Dans le même temps, des groupes politiques influents continuent de faire pression pour que les gouvernements financent une série de programmes sociaux et économiques par la dette. Le financement de la transition énergétique, de l'augmentation des dépenses de défense, des prestations sociales, etc. continuera à creuser les finances publiques. Si les limites de la politique monétaire devenaient évidentes dans un environnement marqué par un endettement élevé, un levier financier important et une inflation persistante, la confiance dans la valeur des monnaies fiduciaires pourrait s'effriter. En cas de perte de confiance dans les pays du G7, les emprunts d'État de ces pays pourraient perdre leur statut de «valeur refuge» et la volatilité de ces actifs augmenter fortement.

Sixième point, la population adulte active à l'échelle mondiale entame le plus grand mouvement de retraite de l'histoire moderne. Le pouvoir de négociation de la main-d'œuvre va dès lors augmenter. L'évolution des salaires est corrélée à l'offre de main-d'œuvre. La plupart des grandes économies mondiales connaissent actuellement une grave pénurie de travailleurs, qui touche à la fois les secteurs à bas salaires et ceux nécessitant des compétences de pointe : la baisse des taux de participation et l'atténuation de «l'effet Chine» se font clairement sentir.

Cette pénurie devrait être en partie temporaire dans la mesure où elle est liée aux conséquences de la pandémie de COVID-19, aux transferts sociaux généreux qui ont eu pour effet de décourager les gens de chercher du travail et aux règles généreuses, tant pour les employeurs que pour les employés, en matière de chômage partiel. Ces diverses tendances sont arrivées (ou presque) à leur terme et la situation sur les marchés du travail devrait finir par s'améliorer. Toutefois, à plus long terme, les tendances démographiques en-

traîneront une forte diminution de la population en âge de travailler dans de nombreux pays.

Septième facteur, en imposant des restrictions sur les semi-conducteurs et les principales technologies s'y rapportant, les États-Unis ont lancé une guerre économique contre la Chine. L'objectif de ces mesures est de restreindre l'accès de la Chine aux technologies de pointe et ainsi ralentir sa progression vers l'autosuffisance dans le domaine des puces à haute performance. Il s'agit d'une lutte pour la suprématie technologique mondiale, les puces sophistiquées et les usines qui les fabriquent étant devenues un substitut aux armées traditionnelles en raison de la place centrale qu'elles occupent dans nos vies modernes.

Huitième point, le dollar est devenu une arme géopolitique et de plus en plus de pays vont tenter de s'affranchir de son hégémonie. Le réseau dollar commence cependant à se contracter, et cette tendance devrait s'accélérer. Ainsi, au cours des dernières années, plusieurs pays ont commencé à délaissier le dollar et à privilégier d'autres devises dans le cadre de leurs échanges commerciaux. Même si aucune devise n'est encore capable de remplacer le dollar en tant que monnaie de réserve mondiale et même si le système dollar a été consolidé et renforcé par chacune des crises récentes, un système monétaire alternatif adossé aux matières premières et contrôlé par les producteurs commence à émerger dans certaines parties du monde, renforçant d'autant la fragmentation de l'économie mondiale.

Nouvième facteur, les politiques économiques expansionnistes mises en œuvre lors de la pandémie de Covid-19 ont porté un coup fatal aux politiques économiques libérales. Face à l'absence perçue de contraintes financières sur des programmes de dépenses aux objectifs sociaux prétendument majeurs et à l'incapacité de résister au mécontentement social et politique, l'interventionnisme des États a fait son retour dans les pays développés. Le libéralisme économique a été discrédité pour son lien avec le «subventionnement du capital», qui privatise les profits et socialise les pertes. L'acceptation intellectuelle des politiques favorables à l'économie de marché dans les grands pays décline peu à peu. Des programmes de redistribution des revenus et des richesses sont de plus en plus prônés par l'ensemble du spectre politique. Des politiques encourageant l'innovation et l'investissement, ainsi qu'un capitalisme correctement réglementé et doté d'un État de droit impartial, sont

essentiels pour doper le potentiel de croissance de l'économie. Une croissance économique soutenue est à son tour nécessaire pour faire face à des niveaux d'endettement historiquement élevés. Et pourtant, les politiques économiques des grands pays se distinguent actuellement par leur incohérence. La réponse appropriée à une flambée d'inflation découle en grande partie d'une offre limitée serait précisément une expansion de l'offre. Toutefois, une réglementation excessive, la fiscalité et les incertitudes politiques découragent l'investissement dans de nombreux domaines. L'économie de l'offre (*supply side economics*) semble avoir perdu tout attrait politique.

Dixième et dernier point, les investisseurs doivent s'attendre à des performances beaucoup plus faibles dans les années à venir. Il faudra compter sur une augmentation significative de la volatilité. Les dernières décennies se sont avérées globalement favorables aux marchés financiers. La baisse des taux d'inflation a tiré vers le bas les taux d'intérêt tandis que la fin de la guerre froide faisait baisser la prime de risque exigée par les investisseurs. La mondialisation et le libéralisme économique ont réduit le pouvoir de négociation des travailleurs dans les pays développés et permis une augmentation simultanée de la rentabilité des entreprises et de la part du capital dans le Revenu National. Toutes ces tendances favorables se sont traduites par un réajustement à la hausse de la valeur des actifs financiers.

Certaines de ces tendances positives, voire la totalité, pourraient lentement se retourner. La disparition d'un régime d'inflation modérée et stable est le principal événement macroéconomique de ce début de décennie, alors que la situation géopolitique a surtout été marquée par l'accélération de la transition d'un ordre mondial unipolaire à un ordre multipolaire. Ajoutons à cela les effets de la démondialisation et nous devrions observer une diminution de l'appétit pour le risque des investisseurs ainsi qu'une détérioration de la rentabilité des entreprises.

Par ailleurs, la fiscalité va probablement se durcir, tout comme la réglementation. L'argument en faveur d'une inflexion séculaire de la rentabilité des entreprises dans les pays développés est particulièrement crédible, ne serait-ce que parce que les marges bénéficiaires sont actuellement historiquement élevées.

Guy WAGNER,
CIO,

BLI - Banque de Luxembourg Investments

