



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire
2 septembre 2022**

Europe : Toujours plus d'inflation et... de récession

Le perdant économique de la guerre d'Ukraine est et sera logiquement tout le continent européen (Zone euro, UK, Europe centrale, Russie...). Pour donner un ordre de grandeur à la situation, la facture énergétique de la Zone euro est passée d'environ 200 mds d'euros (1,6% du PIB) en fin d'année dernière à presque 800 mds au T2 2022 (6,4% du PIB). Avec les prix actuels du gaz et de l'électricité, tout porte à croire qu'il va falloir rajouter environ 100/150 mds lors du T3.

La faute à Poutine bien sûr à l'échelle européenne, mais également, entre autres, à la scandaleuse stratégie mercantile de l'Allemagne depuis plus de 20 ans (que nous avons dénoncée depuis de nombreuses années¹). Dans le cas de la France, Poutine compte relativement moins dans la crise de l'énergie actuelle que les nombreux reculs des gouvernants français contemporains sur le nucléaire. La France va payer, dans les prochains mois et les prochaines années, des décennies de propagande anti-nucléaire fomentées et exacerbées par l'imposture de l'écologie politique française et les accords politiques minables.

On nous objectera que le nucléaire dépend, in fine, de nos approvisionnements en uranium. Cependant, la France maîtrise son approvisionnement dans diverses régions du monde, dont plusieurs sont sans risques géopolitiques majeurs. En outre, la France dispose sur son sol de plusieurs années de réserve d'uranium. Enfin, le prix de l'uranium est peu élevé et n'entre que pour 2 à 3% dans le prix de l'électricité issue du fonctionnement des centrales nucléaires. La France a pourtant cherché à « copier » l'Allemagne depuis une dizaine d'années, avec une focalisation à marche forcée sur le renouvelable alors que l'électricité est déjà décarbonée à environ 90% (grâce au nucléaire). De plus, on sait que les énergies renouvelables, outre leur coût, soulèvent une multitude de problèmes : intermittence et absence de capacité de stockage, occupation des sols et des paysages, dépendance aux constructeurs étrangers, l'approvisionnement en terres rares, ...

Mais laissons cela de côté pour le moment et revenons à l'actualité plus immédiate. Nous avons toujours été plus négatifs que le consensus en termes de croissance et d'inflation, tout particulièrement pour l'Europe. Mais à la lumière des derniers événements (gaz et électricité) et de nos dernières estimations quantitatives (à partir notamment d'une hypothèse de 240 euros par Mwh pour le prix du gaz au T4), il semble qu'il faille réviser quelque peu les perspectives d'inflation à la hausse et de croissance réelle à la baisse.

¹ Cf. notamment l'Editorial du 25 août 2021 : « *On ne te regrettera pas, Angela* »

Le choc inflationniste (et donc récessif) à venir va être plus élevé en Zone euro (et au Royaume Uni) qu'aux USA. En raison évidemment de notre sensibilité à l'énergie d'origine russe (en particulier le gaz) et de la baisse de l'euro, mais aussi parce que la politique budgétaire est beaucoup moins restrictive en Europe qu'aux Etats-Unis.

En effet, l'Europe se caractérise par une multitude de mesures fiscales, réglementaires et financières décidées pour limiter l'impact négatif de la hausse des prix des matières premières sur le pouvoir d'achat des ménages, en particulier sur les bas revenus (boucliers tarifaires, subventions/chèques aux ménages, baisse d'impôts, hausses de salaires aux agents publics). Ajoutons que l'ensemble des mesures de soutien atteint près de 2 points de PIB en France en 2022.

Tout cela est permis par la suspension jusqu'en 2024 des règles du Pacte de Stabilité. Cela aboutit à maintenir un certain niveau de demande et d'entretenir, via la demande, les tensions inflationnistes au lieu de les apaiser. On soulignera cependant que cela permet d'une part d'éviter un choc récessif trop violent et d'autre part de freiner les tentations d'introduction des mécanismes d'indexation automatique des salaires, à l'instar des années 70. Lesquels mécanismes avaient entretenu la spirale inflationniste pendant de nombreuses années. Aujourd'hui, ces transferts financiers, financés à taux réels négatifs, maintiennent la pression inflationniste pendant quelque temps, mais permettent de réduire le risque de la réindexation sur le moyen terme.

Ajoutons que la pression salariale pourrait encore monter en Europe, alors que le taux de chômage reste très bas (6,6% au plus bas historique, presque un point sous le niveau pré-Covid), que les gains de productivité sont faibles et que les tensions sociales pourraient s'accroître.

Aujourd'hui tout dépend bien sûr des hypothèses des prix du gaz et de l'électricité (sachant que ces derniers sont également impactés par la sécheresse de cet été sur le nucléaire et l'hydraulique).

Nous avons déjà abordé ce point dans notre éditorial du 25 août dernier². Nous considérons toujours que le niveau actuel des stocks de gaz et le rythme actuel de l'approvisionnement ne permettront pas de couvrir totalement les besoins européens d'ici la fin de l'hiver. Et encore cela ne prend-il pas en compte des scénarios plus défavorables : limites aux capacités d'importation de GNL, risques d'incidents, conditions climatiques plus rudes, absence possible de solidarité intra-européenne...

Le problème ne se limite d'ailleurs pas à l'hiver 2022/2023. En admettant même que la couverture soit complète à 100%, cela laisserait les capacités de stockage à zéro au début du printemps 2023.

On sait par ailleurs que la Commission souhaite réformer la fixation des prix dans le futur (en discussion le 9 septembre).

Mais en admettant un prix moyen de 240 euros/MWh au T4 2022 (supérieur à notre estimation initiale), cela nous amènerait à une inflation moyenne (en glissement annuel) supérieure à 10% l'an au cours de cette période et non pas 8/9% comme antérieurement (consensus Bloomberg à 8,6%). La récession serait également plus forte aux T4 2022/T1 2023 (de l'ordre de -1 à -2% en rythme annualisé), d'où une expansion négative en moyenne 2023 (-0,2% vs + 0,5% dans notre estimation antérieure). Signalons ici aussi que le consensus Bloomberg se situe à 0,8%.

Les indicateurs avancés (M1 nominal et réel, PMI, sentiment économique de la Commission,...) suggèrent d'ailleurs assez clairement une entrée prochaine en récession.

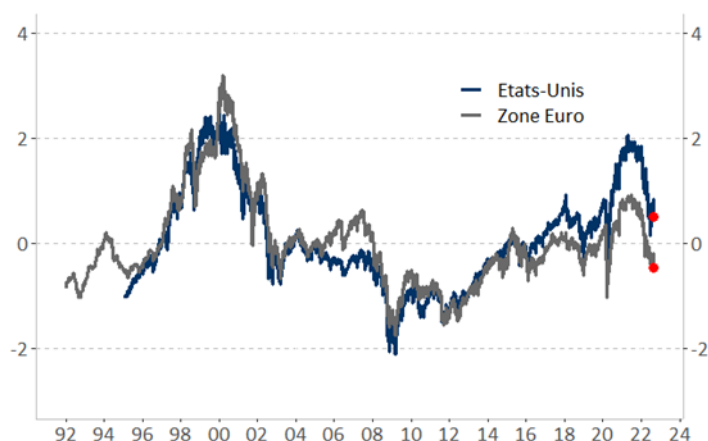
Quelles conséquences en termes de stratégie d'investissement ? La même que celle que nous préconisons depuis de nombreux mois :

² Editorial du 25 août 2022 : « Pénurie de gaz naturel russe: où va-t-on en Europe ? »

- Short euro
- Long SP 500/Eurostoxx (en euros)
- Long Bund/T note (couvert en change)
- Long styles défensifs en Europe (Qualité, Low Vol).
- Long Croissance vs Value en Europe dans un contexte où les taux longs auront plutôt vocation à baisser en raison de l'intensification du risque récessif
- Long secteurs défensifs peu intensifs en énergie (e.g. Santé, Télécommunications) vs Consommation discrétionnaire en Europe
- Long thématique Low Cost
- Long thématique Pricing Power et capacité à préserver les marges
- Short Small Caps
- Sélectif sur l'Énergie et les Utilities :
 - les utilities non régulées spécialisées dans les énergies renouvelables sont les gagnants de la situation actuelle : (EDP Renovaveis, Verbund, EnBW, Iberdrola, Orsted, Voltalia, NEOEN...). Ces entreprises vendent au prix marginal de l'électricité alors que leurs coûts de production sont relativement faibles. Sur ces entreprises plane toutefois le spectre d'une taxation « des superprofits ».
 - A noter que les entreprises d'équipement (solaire, éolien...) performant nettement moins bien en raison de la hausse des coûts de production (Vestas, Siemens Energy, Nordex...).
 - Les pétrolières et gazières intégrées (BP, Total Énergies, Shell...) figurent également parmi les gagnants mais ces sociétés restent très tributaires du prix du pétrole. Par ailleurs, là aussi une taxation spéciale semble en discussion.

Entendons-nous bien sur le marché actions européen. Son évolution directionnelle restera déterminée par le SP 500. Et nous retenons plutôt l'hypothèse d'un « range » pour le marché actions américain à horizon 6 mois. La croissance anticipée des BPA sur 12 mois (7%) est menacée par la contraction des marges et le ralentissement macro à venir, mais les valorisations absolues sont devenues plus raisonnables (même si le marché américain demeure un peu au-dessus de la moyenne historique, cf. graphique ci-dessous).

Actions : indicateur synthétique de valorisation *

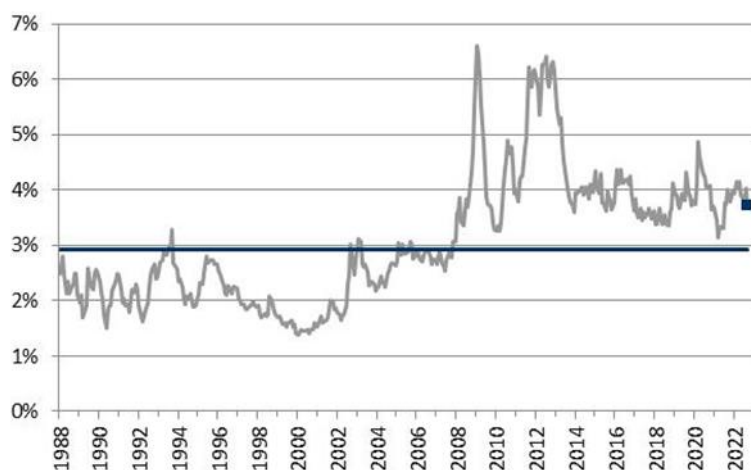


Source: Datastream, Les Cahiers verts de l'économie

* Moyenne des écarts type depuis 1990 du p/e Shiller, p/BPA au pic, p/e trailing, p/e 12m fwd, p/book, p/sales

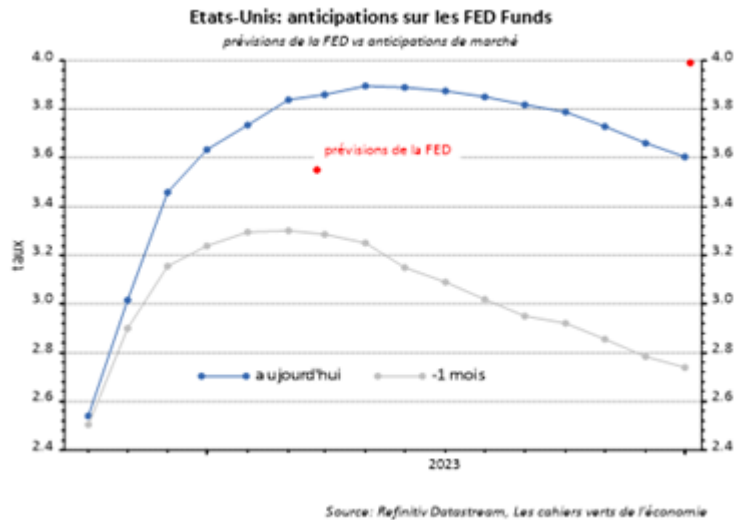
De son côté, la prime de risque est assez confortable, même s'il faut reconnaître que la situation actuelle (inflation au plus haut depuis 40 ans, resserrement monétaire le plus violent depuis 1979-82, guerre d'Ukraine) justifie une prime de risque ex ante largement au-dessus de la moyenne.

Prime de risque actions aux Etats-Unis *

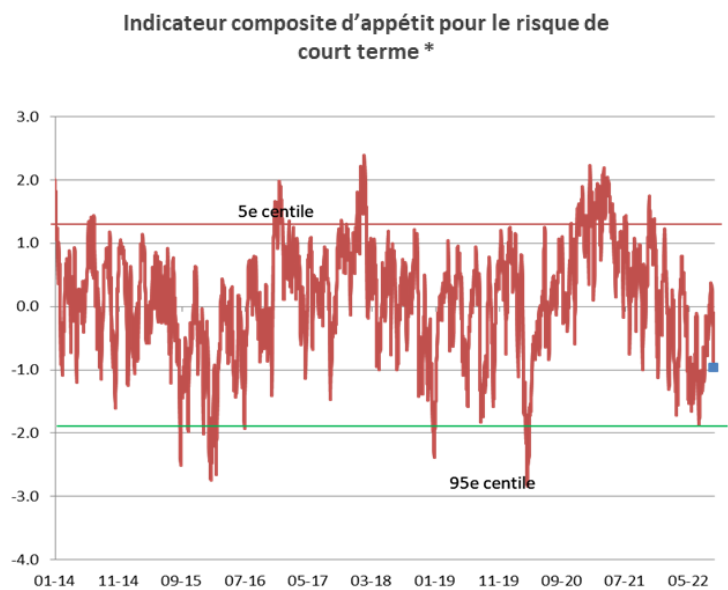


* médiane de 8 modèles de prime de risque: rendement du dividende, variantes de DDM, variantes du FED model, variantes de residual income model
Source ; Datastream, Les Cahiers Verts

Quant au resserrement anticipé de politique monétaire, il nous semble correct avec un taux terminal maximal anticipé proche de 4% en 2023.



Quant à l'appétit pour le risque de court terme, il se situe à un écart-type sous la moyenne.



En revanche, les risques exogènes ne sont pas négligeables (guerre d'Ukraine). Au total, l'évolution directionnelle du marché américain n'est pas nécessairement négative à horizon 6 mois.

Mais il nous semble que le marché européen a plutôt vocation à sous-performer (en euros).