



## LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire  
10 juillet 2023

### Conjoncture mondiale et marché actions. Notre diagnostic

Essayons de résumer et de simplifier le diagnostic d'une situation assez complexe.

La croissance mondiale s'est établie à 4% en rythme annualisé au T1 2023 et est revenue à un peu moins de 3% à l'entame du T3. Commençons par la question principale qui doit guider toute évaluation de la trajectoire future : pourquoi l'économie mondiale a-t-elle jusqu'à présent échappé à une franche récession malgré la multitude de chocs subis depuis environ 2 ans ?

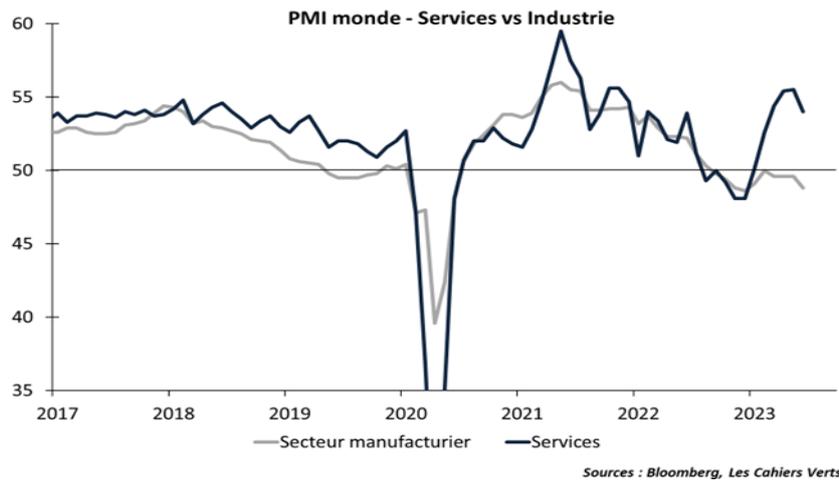
Parmi les facteurs les plus importants, il y a la rétention sur le marché du travail (le taux de chômage mondial reste 0,5 point sous son niveau pré-Covid), le surplus d'épargne des ménages, la résistance de la rentabilité des entreprises dans un contexte de pricing power élevé. N'oublions pas un autre élément, l'absence de déséquilibre majeur au niveau macro-financier (endettement des ménages et entreprises, immobilier, secteur bancaire).

Ajoutons 2 effets importants : la moindre dégradation des conditions financières depuis 9 mois, plus l'effet expansif des stratégies industrielles aux Etats-Unis et dans l'Union européenne (Next Generation EU, IRA, CHIPS...), ainsi que de la politique économique expansive en Chine.

Les 3 premiers facteurs s'étiolent et représentent un danger clair pour le cycle mondial. Selon nous, l'emploi devrait se dégrader progressivement un peu partout dans le monde au cours des prochains mois. Les taux de chômage ont d'ailleurs arrêté de baisser et semblent reprendre une orientation légèrement haussière (Royaume-Uni, Japon, Inde, Turquie, Afrique du Sud...). Le 4<sup>ème</sup> facteur devrait demeurer à la condition qu'il n'y ait pas une nouvelle vague de resserrement monétaire mondial. Les 5<sup>ème</sup> et 6<sup>ème</sup> facteurs demeurent.

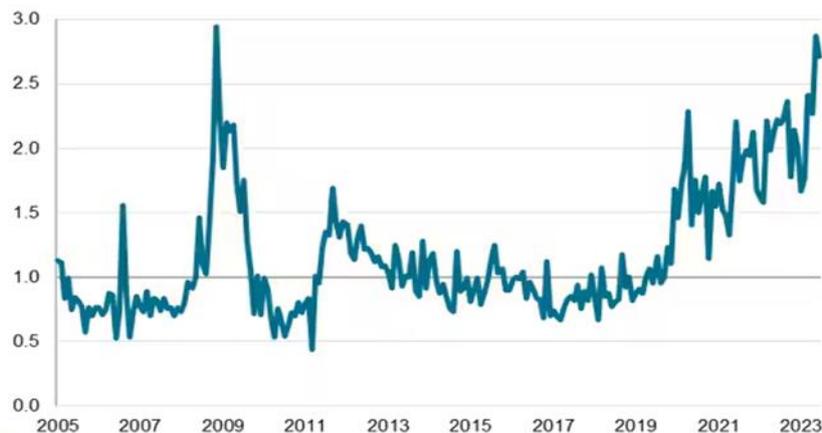
Quels sont alors les relais de croissance ? La désinflation (voir infra), déjà en cours, mais qui va s'amplifier dans les prochains trimestres et qui devrait permettre au revenu réel des ménages de rester en territoire positif dans les 3 zones systémiques. En effet, la rigidité à la baisse de l'emploi et des salaires lui permettra de continuer à croître, quoique très modérément. L'autre relais est sans doute l'adoption de nouvelles mesures expansives en Chine. C'est tout.

Du point de vue de l'offre, le ralentissement récent de l'activité reflète désormais un essoufflement des services, alors que ces derniers avaient jusqu'ici permis de maintenir une bonne dynamique d'activité (cf. graphique ci-dessous). Néanmoins, le niveau d'activité reste décent. Et en termes de perspectives, les enquêtes PMI dans les services restent assez optimistes.



Quant au PMI manufacturier mondial, après 6 mois de stabilisation un peu sous les 50, il a rechuté en juin à 48,8 plombé par une composante nouvelles commandes déprimée (12<sup>e</sup> mois consécutif sous le seuil de 50) et un processus de déstockage assez intense. Le nombre d'entreprises déclarant réduire volontairement leurs stocks de produits finis est ainsi au plus haut depuis la crise de 2008 (cf. graphique ci-dessous).

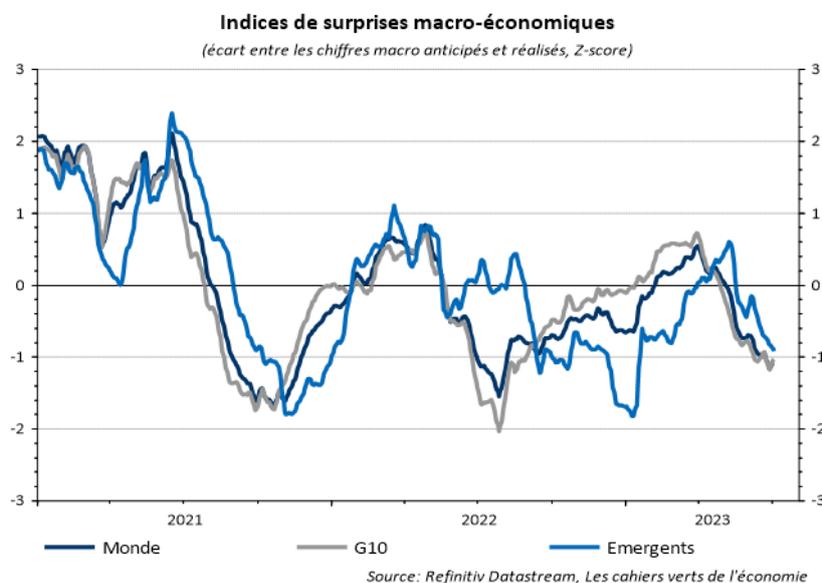
**PMI Monde - Entreprises déclarant réduire leurs stocks de produits finis en raison de la faiblesse de la demande**  
(1 = tendance de long terme)



Source: S&P Global PMI

A noter toutefois qu'après avoir chuté entre avril 2022 et mars 2023, le marché mondial des semi-conducteurs se stabilise. En particulier, les exportations de la Corée et de Taiwan se redressent, ce qui suggère que l'ajustement du secteur est désormais bien avancé.

Au total, les surprises macro déclinent depuis plusieurs semaines (cf. graphique ci-dessous), validant la thèse d'un ralentissement de l'activité mondiale.



Quid de nos prévisions ?

Nous nous appuyons sur l'hypothèse d'une croissance mondiale qui restera sur une pente annuelle de 2% au cours des prochains trimestres, tout en évitant une récession formelle aux Etats-Unis et en Europe. Pour les Etats-Unis, nous restons au-dessus du consensus. Notre prévision de croissance moyenne est de 1,9% en 2023 (vs consensus à + 1,3%) et 1% en 2024 (vs 0,7% pour le consensus). Le T2 2023 devrait s'établir à 2,5% et le S2 à 0,5%.

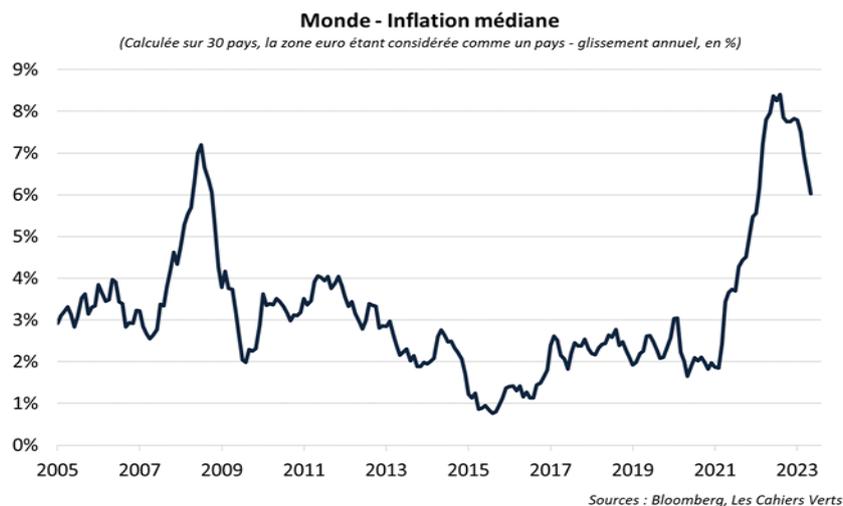
Pour la Zone Euro, notre prévision de croissance moyenne est de 0,6% en 2023 (vs consensus à 0,6%), et 1% en 2024 (vs 1% pour le consensus). Le T2 2023 devrait s'établir à 1,2% et le S2 à 0,7%.

Pour la Chine, notre prévision de croissance moyenne est de 6,1% en 2023 (vs consensus à 5,5%), 5% en 2024 (vs 4,8% pour le consensus)

Quid de l'inflation mondiale dans ce contexte ?

Elle poursuit sa tendance baissière : 6,0% en mai vs un pic de 8,5% en octobre<sup>1</sup> (cf. graphique ci-dessous).

<sup>1</sup> Mesurée par la médiane des taux d'inflation en glissement annuel des 30 plus importants pays, la Zone euro étant considérée comme un seul pays.



Les données préliminaires pour juin sont également orientées en baisse.

S'agissant de nos prévisions d'inflation, nous restons sous le consensus pour les Etats-Unis et un peu au-dessus pour la Zone Euro. La hausse (générale) des prix s'établira selon nous à 2,5% au T4 23 (en glissement) aux Etats-Unis (vs consensus à 3,2%) et 2,5% au T2 2024 (vs 2,7% pour le consensus).

Les chiffres correspondants pour la Zone Euro seront de 3,5% au T4 23 (vs consensus à 2,9%) et 2% au T2 2024 (vs 2,6% pour le consensus).

Pour la Chine, l'inflation se situera à 1,5% au T4 2023 (vs consensus à 1,2%) et 2,2% au T2 2024 (vs 2,2% pour le consensus).

Partant de là, quid de l'impact sur le marché actions mondial à horizon 6 mois ?

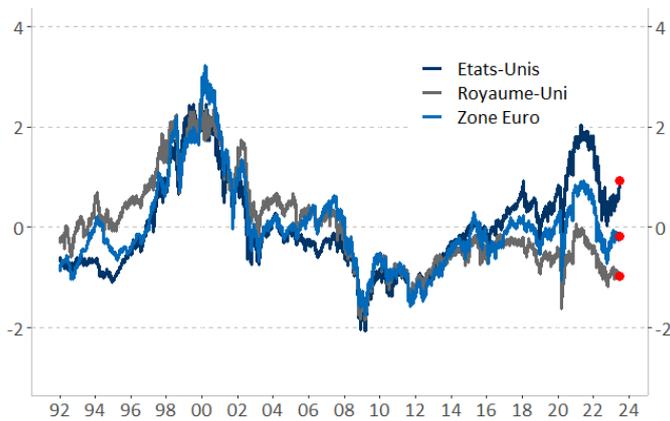
La poursuite de la désinflation ne suffira pas à soutenir le rally actions du S1. Il faudrait que cela s'accompagne d'une accélération cyclique (même légère) ou d'un desserrement monétaire à horizon 6 mois, ce qui est difficilement envisageable. La désinflation favorisera la résilience du cycle, mais pas une nouvelle embellie.

Quant au profil et rythme de croissance, il ne permet pas d'escompter un fort effet de levier opérationnel. L'ajustement sur les prévisions de BPA par les analystes a déjà été notable mais il ne faut pas s'attendre à des révisions haussières, en période de contraction des marges, de réduction du pricing power et de hausse des coûts de refinancement.

A cet égard, le consensus IBES s'attend pour 2024 à une progression des BPA de 11% pour le S&P 500 et de 8% pour l'Eurostoxx, ce qui paraît excessivement optimiste.

Indépendamment des facteurs « macro » il n'y a pas de réel levier pour les actions d'ici 6 mois. Le rally entamé début octobre 2022 a été quasiment entièrement alimenté par une expansion des multiples de valorisation. Les actions semblent désormais assez chères. Notre indicateur synthétique de valorisation se situe 0,9 écart-type au-dessus de la moyenne aux Etats-Unis (cf. graphique ci-dessous).

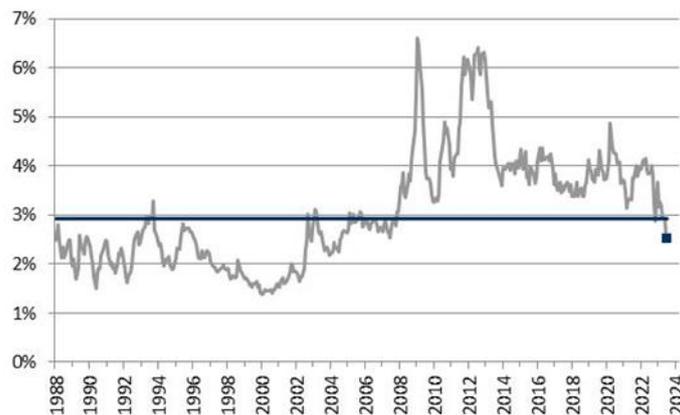
### Actions : indicateur synthétique de valorisation \*



Source: Datastream, Les Cahiers verts de l'économie

Quant à la prime de risque, elle apparaît désormais bien plus comprimée (cf. graphique ci-dessous).

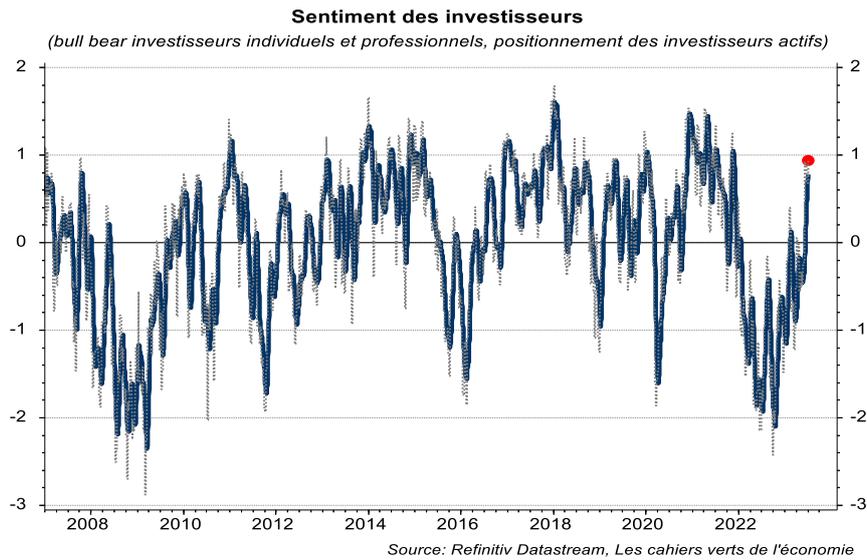
### Prime de risque actions aux Etats-Unis \*



\* 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

Ajoutons que le sentiment de marché ainsi que le positionnement des investisseurs sont désormais élevés (cf. graphiques ci-dessous).



Rappelons enfin qu'il n'y aura pas de réel soutien de la politique monétaire, sauf peut-être une modification de la forward guidance vers la fin de l'année.

Dans ces conditions, quelle est notre stratégie actions pour les 6 prochains mois ?

La même que celle développée au cours des dernières semaines dans nos différentes publications, avec toutefois une orientation plus prudente encore.

-Neutre/légèrement négatif actions vs long obligations souveraines

- Long S&P 500 vs Eurostoxx

- Alléger les sociétés endettées et se concentrer sur les entreprises bénéficiant de bilans solides et d'une capacité de résistance des marges (Qualité défensive)
- Long Low Vol et Short valeurs à beta élevé
- Long Growth vs Value
- Alléger les cycliques vs les défensives aux USA et en ZE
- Long SMI vs MSCI W AC
- Léger long Topix vs MSCI W AC (couvert du change)
- Neutre valeurs bancaires mondiales
- Neutre Nasdaq