

## CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Crise, où es-tu ?

En avril, le Fonds Monétaire International (FMI) a publié de nouvelles prévisions économiques. Les révisions sont mineures. Ainsi, la croissance économique mondiale attendue pour 2017 a été relevée de +3,4% à +3,5%. Pas de quoi réellement s'y attarder, pourrait-on penser à première vue, mais en fait cela mérite certainement d'être analysé et mis en exergue.

Premièrement, l'accélération par rapport à 2016 est quand même significative, puisque la croissance l'année dernière s'était élevée à 3,1%. Ajoutons qu'en outre, 3,5% de croissance, c'est beaucoup. Certes, on a connu des années à 4% et plus, mais que cette comparaison avec une performance récente ne nous induise pas en erreur. En particulier, sachons voir trois choses :

- Dans l'absolu, une croissance économique de 3,5%, dont il faut rappeler qu'elle est mesurée après prise en compte de l'inflation, c'est une sacrée performance ; on est bien loin du spectre de la « stagnation séculaire » agité par certains ;
- Les chiffres de croissance ne sont pas ajustés pour la décélération de la démographie ; il serait préférable de raisonner en termes de variation du PIB par habitant ;
- Vu la croissance passée et présente, un moindre taux de croissance ne signifie pas une moindre augmentation, en termes absolus, du PIB : quand le PIB est de 500 unités, une hausse de 4% signifie 20 unités en plus et quand il est de 1000 unités, une hausse de 3% signifie 30 unités en plus..

Deuxièmement, la ventilation géographique de la révision ne correspond pas aux canons habituels. Ainsi, la prévision du FMI est stable pour les pays émergents (+4,5%). Elle l'est aussi pour les Etats-Unis (+2,3%) et pour le Canada (+1,9%). La révision favorable ne bénéficie donc pas aux habitués des palmarès du dynamisme économique. Non, elle concerne d'abord le Japon, où le scénario passe de +0,8% à +1,2%, malgré tout ce qui a pu être écrit sur le cercle vicieux infernal de la déflation nippone dans un pays en voie de contraction démographique accélérée. Elle vise ensuite le Royaume-Uni, où les attentes ont été revues de +1,5% à +2,0%, malgré les effets d'un Brexit dont les contours sont pourtant devenus plus durs. Cela tient à la vigueur de la consommation. Ceci ne signifie pas que le Brexit sera sans effet majeur sur la prospérité mais que les anticipations ne jouent pas comme prévu. Il faut dire que si les électeurs sont peu rationnels, il est difficile d'imaginer que les mêmes personnes, sur le plan économique, vont l'être nettement plus, ce qui rend les prévisions sensiblement plus aléatoires. Peut-être aussi devons-nous revoir à la baisse les effets des règles de libre-échange sur la croissance, tant dans le sens de l'ouverture que dans celui du repli. Outre le Japon et le Royaume-Uni, il y a aussi l'Espagne qui bénéficie d'une révision

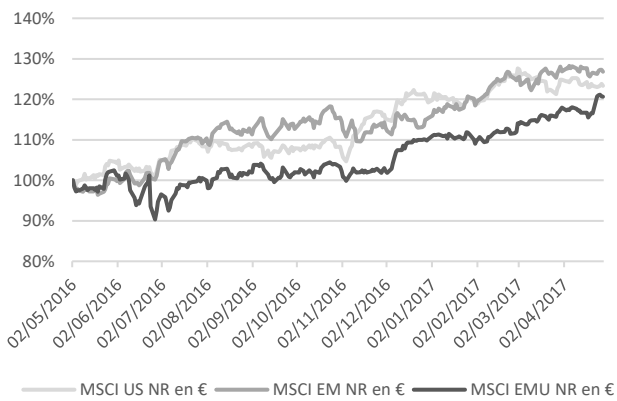
significative à la hausse, de +2,3% à +2,6%. Les craintes d'une nette retombée du soufflé de la reprise dans la péninsule étaient donc excessives. La croissance en Espagne avait été de +3,2% en 2016. Madrid semble avoir eu raison de ne pas faire de la décrue accélérée du déficit budgétaire la priorité de l'agenda politique. Le contraste avec la Grèce est en tout cas frappant. Au total, la croissance dans la zone euro en 2017 est maintenant prévue à +1,7%, au lieu de +1,6%. Ce gain de +0,1% est le gain que le FMI attend aussi dans les trois principales économies de l'Union monétaire, à savoir L'Allemagne, la France et l'Italie.

Troisièmement, la révision haussière tranche avec ce que le FMI a eu à faire au fil des dernières années. Est-ce en raison d'un biais optimiste, sous la pression des Etats membres ou pour faire croire que les pays qui suivent ses recommandations sont récompensés à court terme par un surcroît de croissance, l'explication est hypothétique, mais le fait est bien établi : le FMI a dans le passé systématiquement surestimé la croissance attendue dans ses prévisions. En ce début 2017, loin d'avoir été trop positif, le FMI aurait été trop prudent. Peut-être est-ce le rôle d'une telle organisation : soutenir le moral collectif quand cela ne va pas trop bien et rappeler les dangers quand les choses vont bien. Sur ce dernier point, ceux qui sont pointés en ce printemps sont en particulier le retour du protectionnisme, un resserrement monétaire trop rapide aux Etats-Unis et le relâchement de la régulation bancaire.

Quatrièmement, les révisions ont le mérite de rappeler que l'art des prévisions conjoncturelles est bien délicat. En même temps il faut être de bon compte : les révisions en question sont, en moyenne, plus que limitées, de telle sorte qu'elles sont loin de discréditer l'exercice en tant que tel. Si la prudence s'impose, on peut néanmoins aussi regarder ce qui est attendu pour 2018. On aurait une croissance mondiale de +3,6%, donc stable, mais avec un retour aux tendances anciennes : accélération aux Etats-Unis (à +2,5%) et ralentissement au Japon (à +0,8%), au Royaume-Uni (à +1,5%) et dans la zone euro (à +1,6%). Pour le FMI, les surprises géographiques du début d'année seraient donc clairement transitoires. Pour notre part, nous serions volontiers moins affirmatifs.

Le comportement des électeurs, qui depuis la crise, ont une inclination à quasi systématiquement sanctionner l'équipe sortante, ne doit pas cacher l'amélioration de la situation économique. La performance économique ne dicte donc pas le climat politique. Fort heureusement, l'inverse est aussi vrai.

## Performance des marchés d'actions



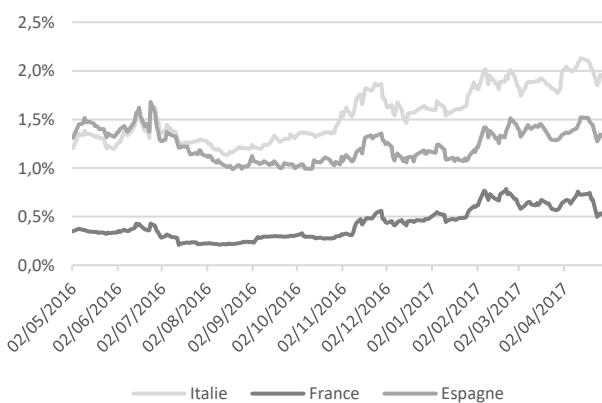
Source: Bloomberg

## MARCHES D' ACTIONS

Après les bonnes performances du premier trimestre, les actions ont fait du sur place en avril. La pause des marchés émergents n'est pas trop étonnante vu la vitesse de la hausse ces derniers mois (+10% en Euro). Les Etats-Unis ont régressé en euro pour le deuxième mois d'affilée mais c'est dû à l'appréciation de l'euro. En dollars, le marché américain a progressé de l'ordre d'un pour cent.

L'Europe fait heureuse exception. Après le premier tour des élections présidentielles françaises, les actions de la zone euro ont profité d'un « relief rallye » lié au fait que le deuxième tour n'allait pas opposer J.-L. Mélenchon (extrême-gauche) et M. Le Pen (extrême-droite), faisant ainsi de la zone Euro la seule région majeure à bien progresser le mois passé. Depuis le début de l'année, la zone affiche une performance de 9,5% juste derrière le leader que sont les marchés émergents.

## Evolution des spreads v.-à-v. du taux 10 ans allemand

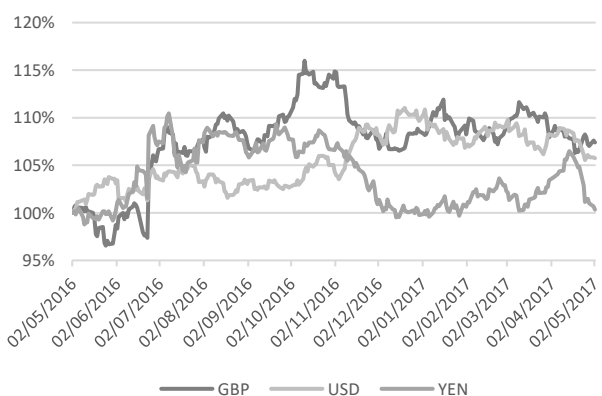


Source: Bloomberg

## MARCHE OBLIGATAIRE

Dans les marchés obligataires, nous remarquons que les primes de risque (les spreads) par rapport aux obligations allemandes à 10 ans – considérées par le marché comme offrant le taux sans risque – ont baissé considérablement suite à un effet double lié au même événement : les élections françaises. Le premier effet a été la hausse des rendements offerts par le Bund, la valeur refuge avant les élections pour un grand nombre d'investisseurs. Le second effet a été la baisse des taux ailleurs, avec la France en tête du peloton, suivie par d'autres pays comme l'Espagne, l'Italie et le Portugal. Suite à cette baisse, les taux en France ont retrouvé leur niveau d'avant les élections italiennes fin 2016. Pour les pays de la périphérie, en revanche, ce n'est pas encore le cas.

## Evolution des taux de change contre euro



Source: Bloomberg

## MARCHE DES DEVICES

Le soulagement lié au verdict des urnes françaises s'est aussi manifesté sur le marché des changes. La progression de J.-L. Mélenchon de jour en jour depuis fin mars s'était traduite en un renforcement du dollar vis-à-vis de l'euro. Avec une probabilité de Frexit (Plan A pour Le Pen et Plan B pour Mélenchon), le dollar retrouvait son attrait de devise refuge. L'écartement de ce scénario depuis le premier tour des élections présidentielles françaises a permis à l'euro de se renforcer de manière claire et nette de l'euro, de telle sorte que depuis le début de l'année on obtient 4% de dollars en plus pour un même montant en euro.

En Suisse une évolution similaire a été observée mais de manière plus limitée puisque la SNB, la Banque Nationale Suisse, intervient activement dans le marché pour stabiliser le cours du CHF. Cela a tempéré les fluctuations du Franc suisse vis-à-vis de l'euro ces derniers mois.

## ALLOCATION & STRATEGIE

### Contexte général

L'évènement le plus important des dernières semaines a été (de nouveau) de nature politique, à savoir les élections présidentielles en France. Ce qui est nouveau est que les sondages se sont montrés fiables. Au premier tour, Emmanuel Macron est sorti gagnant avec 23.9% des votes, suivi par Marine Le Pen (21.4%), François Fillon (19.9%) et Jean-Luc Mélenchon (19.6%). Au second, il l'a emporté avec 66% des votes non nuls, et avec un taux de participation plutôt bas. Pour l'Europe, il s'agit assurément d'une bonne nouvelle, qu'un bon score de Martin Schulz aux élections allemandes de septembre prochain accentuerait.

D'ici là, la question est de savoir combien de sièges obtiendra son mouvement tout récent. Malgré le « bonus présidentiel », nombre de candidats de « La République en Marche » seront peu connus, un désavantage considérable. Par ailleurs, il faut tenir compte de la spécificité des élections législatives françaises. Celles-ci ont aussi lieu en deux tours mais, contrairement aux élections présidentielles, où seuls les deux candidats les mieux classés sont présents au second tour, ici tous les candidats qui obtiennent un nombre de votes supérieur à 12,5% du nombre d'électeurs inscrits dans la circonscription peuvent participer au second tour, et l'emporte le candidat ayant récolté le plus de votes effectifs. Vu cette spécificité, les partis traditionnels s'arrangent le plus souvent par des désistements réciproques pour faire front face au Front National. Ceci explique pourquoi le FN, malgré sa popularité, n'occupe que deux sièges dans l'assemblée sortante. Ce principe du « qui gagne, gagne tout », qui s'oppose à la proportionnalité, évite un possible éclatement de la représentation politique mais élève la barre pour l'émergence d'une nouvelle formation politique. Une coopération, la fameuse « cohabitation », avec un parti traditionnel – probablement Les Républicains – est loin d'être exclue. Une certaine dilution des réformes envisagées pourrait en résulter.

En Allemagne, l'indicateur Ifo sorti ce mois-ci a confirmé les tendances discutées le mois passé. Se basant sur la relation historique entre cet indicateur et la croissance économique, celle-ci pourrait atteindre 3,5%. Bien que nous estimions ce chiffre un brin trop optimiste, nous nous attendons à ce que le moteur de croissance de la zone euro qu'est l'Allemagne augmente la cadence. La prééminence allemande n'implique pas que les autres pays restent à la traîne. Au contraire ! Nous avons déjà abordé le sujet dans le passé et les chiffres les plus récents confirment la tendance : le pic de divergence entre les différents membres de la zone euro – atteint en 2011 - 2013 – nous semble derrière nous. La dispersion entre taux de croissance nationaux est revenue à sa norme ; la dispersion du chômage, elle aussi, se contracte mais nous ne nous trouvons pas encore au niveau d'avant crise. Que les performances économiques reconvergent est une excellente nouvelle. Ça diminuera les tensions (politiques) et atténuera le grand écart inconfortable auquel la BCE doit se livrer. Qu'avec les élections tant hollandaises que françaises les partis anti-européens ont obtenu de moins bons résultats que redoutés donne de l'espoir. Bien que nous ne considérions pas le Brexit intrinsèquement comme un développement favorable, les

chances ont augmenté que l'Europe puisse progresser en termes d'intégration politique.

L'économie donne de bonnes nouvelles non seulement en Europe mais aussi dans les pays émergents. Nous l'avions déjà mentionné dans le dernier Spotlight et la tendance est confirmée par les chiffres les plus récents. Une croissance réelle de l'ordre de 4,5% se dessine, bien au-delà du niveau des dernières années. Le récent resserrement monétaire aux Etats-Unis a clairement eu moins d'impact que redouté. Ceci s'explique selon nous par une amélioration de la situation financière de la majorité des pays en comparaison avec l'époque du dernier cycle d'augmentation de taux aux Etats-Unis. De plus, la rhétorique protectionniste de D. Trump lors la campagne et juste après l'investiture n'a guère altéré la confiance mondiale.

Sur le plan du protectionnisme nous constatons – comme souvent – que « la soupe ne s'avale pas aussi chaude qu'elle est servie ». La Chine n'a pas été condamné comme « currency manipulator », l'OTAN reste une communauté de première importance et les changements apportés au traité nord-américain NAFTA resteront probablement assez limités au lieu du « le déchirer et recommencer » prôné par le candidat D. Trump.

### Actions et assimilés

Moins d'une semaine avant le premier tour des élections françaises, avec des sondages plaçant les 4 principaux candidats dans les marges d'erreur statistiques, un duel entre M. Le Pen et J.-L. Mélenchon ne pouvait être exclu. Or, sur le plan économique et de l'investissement, ce choix aurait été celui entre la peste et le choléra. Ce risque était peu probable et pas « pricé » par le marché et nous avons alors choisi, en connaissance de cause, de le couvrir en acquérant des options put court-terme sur l'Eurostoxx50. Bien qu'il s'avère, après les élections, que la prime payée, fort heureusement modique en raison du faible niveau de la volatilité, est aujourd'hui perdue, nous sommes comme le propriétaire de la maison assurée, heureux que celle-ci n'ait pas brûlé.

Les bons chiffres économiques, annoncés de mois en mois, se traduisent en une saison de résultats très prometteuse, cette fois-ci à propos du premier trimestre de 2017. Bien qu'il soit encore prématuré pour déjà tirer des conclusions définitives, nous remarquons que beaucoup de sociétés importantes, aussi bien américaines qu'européennes, ont sorti des chiffres au-delà des attentes. Tenant compte des indicateurs précurseurs positifs et de l'accélération de l'économie mondiale, nous pensons que cette tendance engageante se poursuivra dans les trimestres à venir. Alors que les analystes financiers se montrent souvent trop réactifs, il se peut qu'ils se révéleront avoir été trop prudents cette fois-ci.

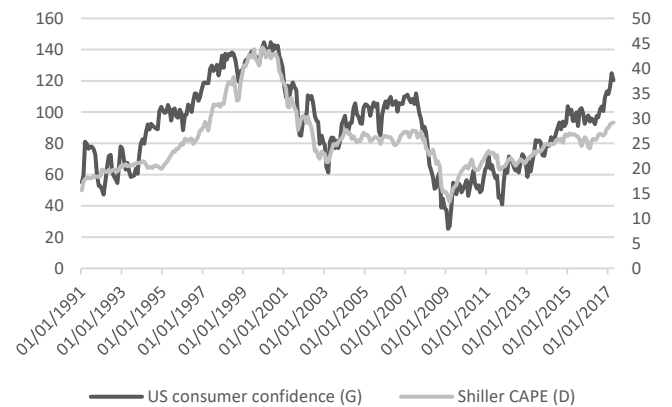
La combinaison de meilleures données macro-économiques, de révisions à la hausse des attentes bénéficiaires et d'un risque politique en baisse nous a amenés à adopter un ton un peu plus positif vis-à-vis des actions. Dorénavant, nous proposons une légère surpondération pour cette classe d'actifs. Bien que des

risques restent présents – ne mentionnons que les élections italiennes, le drame grec sans fin et la Corée –, à ce jour, ce sont surtout les valorisations qui nous retiennent de jouer plus à fond la carte des actions. Certes, les actions offrent en termes relatifs – en les comparant avec des obligations et du cash – une prime de risque attrayante, mais en termes absolus leur valorisation ne semble guère attrayante dans une perspective historique.

Au sein de la classe, nous maintenons une large surpondération en actions de la zone euro. Les élections françaises derrière nous, une pierre d'achoppement a été enlevée pour la poursuite du rallye, bien que les marchés aient déjà pris un acompte le lendemain des élections.

Nous estimons que les actions des marchés émergents continueront de profiter d'une croissance mondiale plus vive, d'un retardement du resserrement monétaire dans la région et d'une franche amélioration du sentiment vis-à-vis leurs actions. Les tensions géopolitiques – nous pensons surtout à la rhétorique de guerre en Corée du Nord – ne nous empêchent pas d'augmenter notre allocation vers une surpondération limitée. Nous vous proposons aussi de convertir la dette souveraine en devises locales en actions, qui offrent un profil risque-return nettement attrayant.

Aux Etats-Unis nous maintenons notre légère sous-pondération. Les raisons principales pour cette approche plus prudente aux Etats-Unis sont liées à une attente de moindre croissance des bénéfices pour les sociétés américaines que pour les sociétés d'autres régions et à des valorisations qui – même corrigées pour les différences sectorielles – surpassent significativement celles des autres régions. Toutefois, nous n'accentuons pas notre sous-pondération puisque les valorisations pourraient continuer de grimper, portées par la confiance des consommateurs. Le graphique ci-dessous nous montre clairement le lien historique entre le « CAPE » de Shiller, un indice de valorisation sur la base des bénéfices historiques, et la confiance du consommateur aux Etats-Unis. Il serait absurde de prendre ce type de graphique pour argent comptant. Toutefois, il indique que les actions peuvent se renchérir encore pour autant que les circonstances économiques restent favorables. Tenant compte des interconnexions entre les différentes régions et puisque les différents indicateurs (valorisations, cycle économique, etc.) ne dévient pas de manière spectaculaire, nous préférons maintenir une sous-pondération plutôt modérée.



Source: Bloomberg ; Site web Prof. Shiller

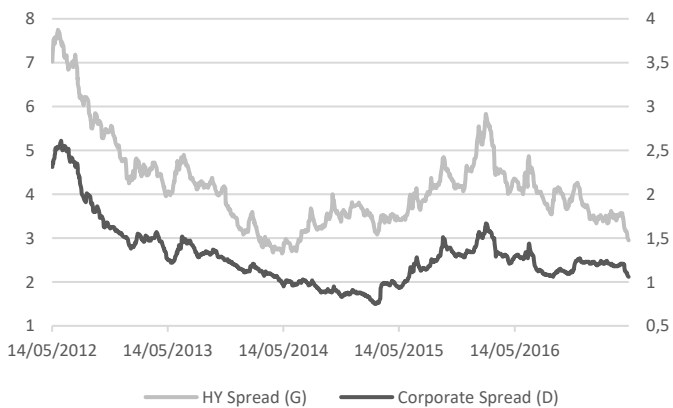
### Obligations et cash

Ces dernières semaines, les taux ont été orientés à la baisse aux Etats-Unis, en raison des doutes quant à la faisabilité des plans de l'administration Trump. Le délai – ou l'atténuation – des plans de réduction d'impôts et des travaux d'infrastructure aura comme impact – au moins temporairement – que la dette étatique montera moins vite. Cela a allégé la pression à la hausse sur les taux depuis l'investiture de D. Trump. Nous estimons que cette tendance ne sera que temporaire. La bonne tenue de l'économie – aussi bien aux Etats-Unis qu'ailleurs – obligera la FED à continuer de relever ses taux à court terme, même si c'est à une allure de sénateurs. Nous prenons les bénéfices sur une partie des obligations. Ceci est tactique : notre vision fondamentale reste inchangée et nous rentrerons quand les taux auront monté.

En zone euro, nous sommes encore loin d'une augmentation des taux. Toutefois, en raison du meilleur contexte économique, des pressions sur la banque centrale pour resserrer sa politique se renforceront. Le programme de rachats d'emprunts, ou « quantitative easing », par la BCE est appelé à décélérer, ce qui amoindrira la pression à la baisse exercée sur les taux de la zone euro. Avec le risque des élections françaises bel et bien derrière nous, le yoyo des taux allemands est reparti à la hausse et celui des taux français à la baisse, diminuant ainsi de moitié le spread – en d'autres mots la prime de risque – offert par les obligations du Trésor français. Nous recommandons alors de prendre le bénéfice sur ces positions. Le surplus de rendement offert par des obligations étatiques espagnoles et portugaises, par contre, nous semble dans le contexte actuel d'une amélioration des circonstances économiques encore toujours attrayant. De plus, nous estimons que la solidarité entre les Etats membres de la zone euro augmentera grâce à l'élection de Mr Macron. Pour le Portugal, en particulier, la confirmation du maintien du rating « investment grade » par DBRS est à considérer comme particulièrement positif vu que cela écarte un risque quant aux rachats de titres portugais par la BCE.

Après les résultats des élections en France, les spreads offerts par des obligations corporate et high yield de la zone ont continué de baisser, jusqu'à, pour les secondes, atteindre quasi le plus bas sur les 5 dernières années. Cette évolution rend les obligations corporate peu attrayantes et les obligations high

yield clairement chères tenant compte du risque pris. On évitera ce dernier type d'investissement.



Source: Bloomberg

Comme décrit plus haut nous proposons de remplacer les positions en obligations étatiques en devises locales des marchés émergents par des actions de la même zone. La raison pour cette transaction est l'approche globale dans la gestion du risque dans un portefeuille mixte. En soi, nous estimons que les taux émergents pourraient continuer de baisser puisque le risque d'inflation diminue. Bien que les devises des marchés émergents se sont rétablies après avoir souffert de la victoire de D. Trump, nous estimons qu'elles pourront continuer de s'apprécier. Pour un portefeuille purement (ou principalement) investi en obligations, une allocation vers ce type d'obligations continue de tenir la route.

Günter Van Rossem – [gunter.vanrossem@orcadia.eu](mailto:gunter.vanrossem@orcadia.eu)

Contactez-nous :

**ORCADIA Asset Management** – Ecoparc Windhof  
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg  
Tel.: +352 27 40 17 20 – [info@orcadia.eu](mailto:info@orcadia.eu)

Editeur responsable : Eric Lobet – [Eric.Lobet@orcadia.eu](mailto:Eric.Lobet@orcadia.eu)

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.