

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Une Europe à la traîne des Etats-Unis ?

Au-delà de la vue antagoniste des relations entre Etats-Unis et Europe reflétée par les premières mesures protectionnistes annoncées à la Maison-Blanche, les marchés financiers donnent régulièrement l'impression de penser que l'horizon de long terme en matière de profitabilité des entreprises est nettement plus enthousiasmant outre-Atlantique.

Pourtant, les convergences entre Vieux et Nouveau Continents l'emportent, et de loin, sur les divergences en termes tant d'intérêts que de perspectives. Et à tout prendre, à différents égards, l'Europe semble même mieux placée que les Etats-Unis.

Investir dans telle ou telle entreprise ou prêter à tel ou tel Etat expose à des risques spécifiques, aussi appelés risques idiosyncratiques, propres à chaque entreprise et à chaque Etat. Faillites et défaut de remboursements font partie des aléas des marchés financiers. A côté de ces risques particuliers, il y a les risques systématiques, et ceux-ci réunissent les deux rives de l'Atlantique. Le dérèglement climatique, la dégradation de l'environnement, les tensions géopolitiques entre pays nucléarisés, la cybercriminalité, la résistance aux antibiotiques et la propagation de maladies, l'interconnexion des marchés financiers, voilà autant de domaines où Etats-Unis et Europe sont dans le même bateau, interdépendants. Et, face à la réémergence de la Chine, après une éclipse de plus d'un siècle, les Occidentaux ont évidemment tout à gagner à agir de manière concertée, qu'il s'agisse de matières militaires, diplomatiques, commerciales ou économiques. Incidemment, il serait d'ailleurs plus important de s'intéresser à la protection intellectuelle et aux ressources naturelles qu'à l'acier ou à l'aluminium !

L'idée prévaut largement que les Etats-Unis ont affiché depuis la Seconde Guerre Mondiale une croissance économique supérieure à celle de l'Europe. Ce n'est pas correct. En particulier, les gains de productivité aux Etats-Unis sont loin d'avoir été impressionnants. Sur la période 1950-2015, ils ont été de 1,4%. Bien sûr, la croissance démographique est plus vive aux Etats-Unis, et le rebond après la Grande Crise Financière y a été plus rapide, mais tendanciellement nous sommes loin de la surperformance américaine supposée.

Bien sûr, les Google, Apple, Facebook, Netflix et autres Amazon de ce monde sont américains et s'il y a des Alibaba et des Huawei chinois, le paysage européen en la matière semble sans relief. Notre faiblesse en la matière, avec ce que cela peut avoir comme implication en termes notamment de « big data », est un handicap. Toutefois, il ne faudrait pas se limiter à ce seul constat. Si le secteur de la technologie est dominé par des

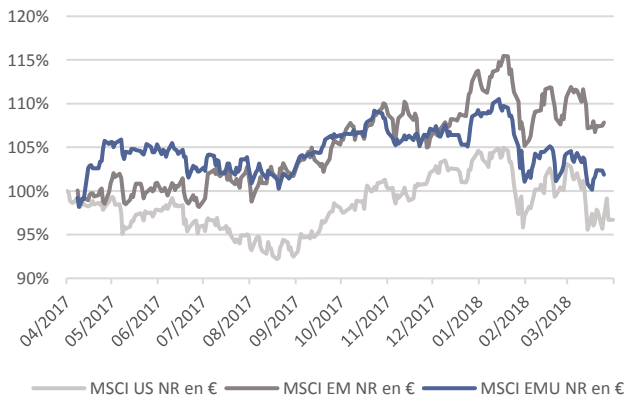
acteurs américains, il ne faut pas en inférer que l'entrepreneuriat est plus « vibrant » là-bas que chez nous. Les Etats-Unis ne sont pas qu'une Silicon Valley. Ainsi, le poids relatif des nouvelles entreprises, celles qui ont moins de douze mois d'existence, est sensiblement plus faible qu'il y a 20 ans. En particulier, les Etats-Unis souffrent d'une fâcheuse tendance à voir le degré d'intensité de la concurrence entre entreprises diminuer, et cela se manifeste par un piètre rapport qualité/services dans des secteurs allant des télécoms aux transports aériens.

L'examen des fondamentaux macroéconomiques ne conduit pas à délivrer un meilleur bulletin aux Etats-Unis. Le déficit budgétaire y est plus important que dans l'Union européenne et la tendance en matière de dette publique y est nettement moins favorable. Le solde commercial y est largement négatif, alors qu'il est positif en Europe. Et les réformes fiscales annoncées vont aggraver tant le déficit budgétaire que le déficit commercial. En matière d'éducation ou d'espérance de vie, les performances américaines ne sont en rien enviables, et cela même s'il s'y trouvent les meilleures universités et s'y prodiguent les meilleurs soins. L'état est moins présent aux Etats-Unis, mais il n'y est pas nécessairement plus efficace, comme en témoignent les coûts de réalisation des infrastructures. En fait, en matière de politique économique, le premier atout des Etats-Unis est d'être ... unis, ce qui permet une bien meilleure mutualisation des moyens et des risques.

Sur la base de la synthèse qui précède, il apparaît étonnant que les marchés américains des actions puissent être valorisés avec une prime significative par rapport à l'Europe. Or, tel est le cas, à en juger, par exemple, par la comparaison des rapports cours/bénéfices, une comparaison qui, pour être pleinement pertinente, doit être ajustée pour les effets d'une composition sectorielle différente. Qui plus est, avec les taux d'intérêt plus élevés aux Etats-Unis, le différentiel de valorisation devrait aller dans l'autre sens. Et, dans une perspective de moyen terme, que les marges bénéficiaires soient, en termes historiques, très élevées aux Etats-Unis mais pas en Europe invite également à privilégier l'investissement en actions du Vieux Continent.

Lorsque vient la question des divergences entre Europe et Etats-Unis, il convient de rejeter la caricature d'une Europe juste bonne à être le musée du monde et d'adopter une attitude pondérée. Cette pondération, confrontée à des valorisations divergentes des marchés, invite à son tour à oser une surpondération ici et une sous-pondération là-bas.

Performance des marchés d'actions



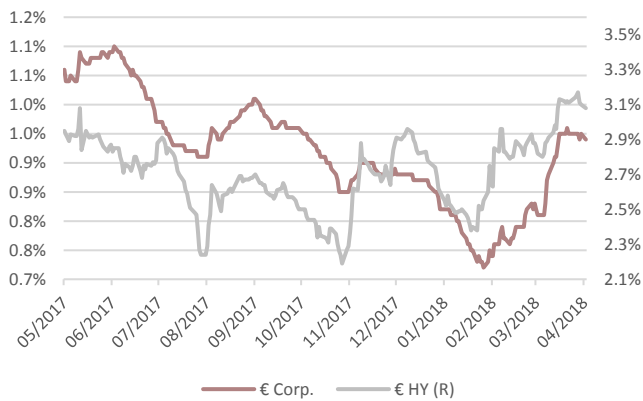
Source: Bloomberg

MARCHES D' ACTIONS

Au cours du mois de mars, le marché des actions a continué à se montrer volatil. Sur le graphique, s'observent des mouvements en dents de scie, qui correspondent avec le chaud et le froid soufflés par D. Trump et son administration à propos des entraves au commerce international.

Sur le mois, les principaux marchés ont perdu 2%, voire davantage. Pour une fois, ce ne fut pas la zone euro (-2,1%) qui était en queue du peloton mais les Etats-Unis (-3,5% en Euro). Sur l'ensemble du trimestre, et malgré des journées parfois difficiles, les trois grandes zones affichent des pertes somme toute relativement modérées : -2,8% pour la zone Euro, -3,3% pour les Etats-Unis et -1,2% pour les marchés émergents.

Spreads corporate et haut rendement dans la zone euro

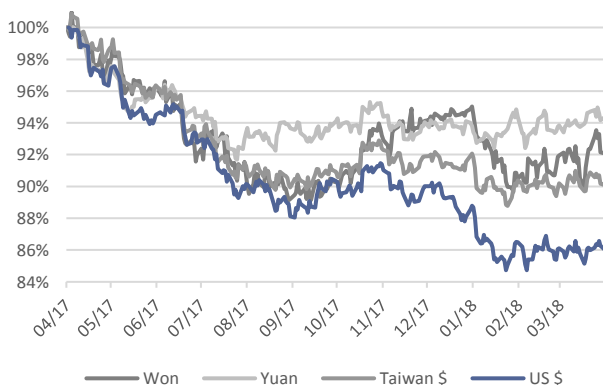


Source: Bloomberg

MARCHE OBLIGATAIRE

En rupture avec ce qui avait été observé jusqu'il y a peu, choisir des obligations de moindre qualité n'a pas été payant ce trimestre-ci. Le taux à 10 ans allemand est reparti à la baisse, vers environ 0,5%. Dans le reste de la zone Euro, nous avons assisté à une stabilisation, voire une diminution, des spreads exigés pour les obligations souveraines. De la sorte, les obligations étatiques de la zone euro ont affiché une performance positive (+1,4%) sur le premier trimestre. Pour les obligations corporate (-0,4%) et les obligations à haut rendement (-0,5%), ce fut le contraire, malgré des taux d'intérêt plus élevés. L'augmentation des spreads (de, respectivement, 10 et 30 points de base) a plus que rongé ce surcroît de taux.

Evolution de taux de change



Source: Bloomberg

MARCHES DES DEVISES

La nervosité qu'exhibent les marchés d'actions suite aux vicissitudes de la politique commerciale américaine ne se remarque pas sur les marchés des changes. Le cours du dollar vis-à-vis de l'euro est même particulièrement stable. En revanche, les devises de certains pays exportateurs asiatiques importants, tels Taiwan (Taiwan \$), la Corée (Won) ou la Chine (Yuan), ont plutôt eu tendance à s'apprécier qu'à se déprécier vis-à-vis de l'euro. Si les marchés des devises craignaient réellement une escalade vers une guerre commerciale, une pression à la vente de ces monnaies aurait dû en résulter, avec à la clef une dépréciation vis-à-vis de l'euro.

ALLOCATION & STRATEGIE

Les explications simplistes de la baisse récente des taux ...

Ces dernières semaines, les taux d'intérêt ont eu tendance à baisser en Europe. Une explication pourrait être la victoire du populisme lors des élections législatives italiennes. **Le retour du risque politique** aurait incité les investisseurs à se réfugier dans les obligations. Le fait que les spreads italiens ont à peine bougé découlerait de la perception du marché que la BCE interviendrait de toute façon s'ils se mettaient à monter. Une autre explication pourrait être **l'escalade des joutes protectionnistes** suite à l'annonce par Donald Trump que les mesures américaines sur l'acier et l'aluminium seront suivies d'autres visant spécifiquement la Chine. Ici, l'effet serait double : la hausse du risque rend les obligations plus attractives et l'impact négatif sur la croissance mondiale calmerait les prix et pèserait sur les taux.

... ne sont probablement pas les bonnes.

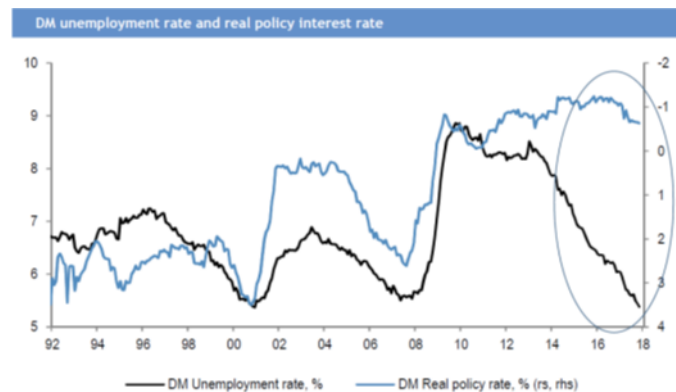
Nous estimons qu'il ne faut pas donner trop de poids à ces deux arguments. **Il y a un an, le risque politique était clairement plus élevé et pourtant les taux se trouvaient à peine plus bas.** Les populistes se parlent en Italie mais, hormis sur une réforme électorale, leurs points de vue demeurent difficilement compatibles. La situation la plus probable reste celle de la continuité. Le risque d'une guerre commerciale avec la Chine ne doit pas non plus être surestimé. Dans le passé, **Donald Trump** a déjà montré qu'il **aboyait plus fort qu'il ne mordait**. Le fait qu'il soit déjà fortement revenu sur l'annonce de prélèvements sur l'acier et de l'aluminium en est un bon exemple. Bien que le montant de **50 milliards de dollars** soit élevé en termes absolus, il ne représente **à peine que 0,25% du PIB** des Etats-Unis. La réaction modérée de la Chine, exprimant le souhait de voir l'OMC rester au centre du jeu, est suffisante pour que Trump puisse donner l'impression aux Américains d'avoir agi vigoureusement tout en calmant le risque d'une escalade.

Notre vision sur les taux reste donc inchangée

Notre point de vue que **le taux d'intérêt à 10 ans allemand évoluera vers 1% d'ici la fin de l'année** reste inchangé. Une économie européenne à n'en pas douter plus dynamique réduit la pertinence d'une continuation des stimuli quantitatifs par la BCE. La baisse récente d'indicateurs précurseurs dans certains pays poids lourds de la zone ne nous inquiète pas : leur niveau demeure très élevé et, après une série de données mensuelles à la hausse, un petit repli devenait inévitable. Nous estimons que le programme de QE actuel où, jusqu'en septembre, la banque centrale achète mensuellement pour 30 milliards d'euro d'obligations, s'éteindra vers la fin de cette année ou le début de l'année prochaine. Suite à la cessation des achats, **l'offre nette obligataire sera pour la première fois depuis 2015 clairement positive**, après des années où les achats réalisés par la BCE ont absorbé plus que les émissions nettes des Etats. Suite à la fin du programme européen, **les bilans des banques centrales du G4 diminueront**, mais légèrement, pour la première fois en quasi dix ans. En toute logique, cela devrait exercer une pression à la hausse sur les taux.

La politique monétaire actuelle remarquablement souple...

Ce qui devrait nous étonner n'est pas la fin du quantitative easing mais au contraire, le fait que les banques centrales ne se montrent pas nettement plus agressives. Même si les données les plus récentes ont été un peu en-dessous des attentes, les perspectives pour l'économie n'ont jamais été aussi roses au cours des 10 dernières années. Avec le repli marqué du chômage, on pourrait s'attendre à des taux courts plus hauts.



Source: JP Morgan

... le restera pour une période prolongée.

En ce moment, la **Federal Reserve** est la seule banque centrale occidentale d'importance à avoir clairement commencé la normalisation de ses taux. Après la hausse récente, nous nous attendons à encore **3 augmentations supplémentaires** cette année. Ainsi, notre scénario se trouve en ligne avec le dot plot de la banque centrale, dans lequel les différents gouverneurs indiquent leurs attentes pour les taux à la fin de l'année, mais légèrement plus haut que les attentes du marché. Au Japon et en zone euro, les taux resteront bas pour une période prolongée.

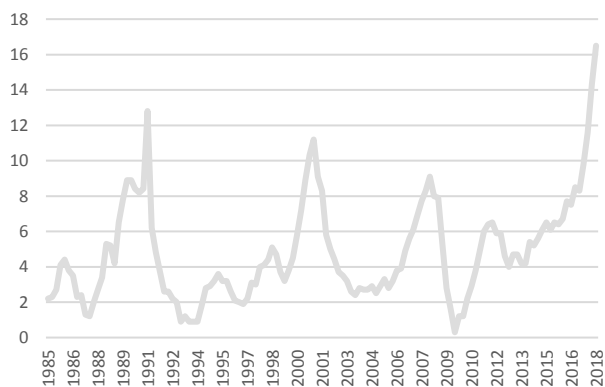
Mr. Kuroda, le gouverneur de la **Banque du Japon**, a fait comprendre que **les taux longs demeureront cloués à 0%** pendant encore au moins un an. La **BCE**, de son côté, a fait comprendre que **cela prendra encore du temps avant que le taux négatif actuel redevienne positif**. Dans les deux zones, l'inflation reste obstinément en-dessous du niveau souhaité de 2%. De plus, un resserrement implicite de la politique monétaire a résulté de l'appréciation des devises.

Des signes que la pression sur les salaires monte...

Malgré le fait que les banquiers centraux ne sont pas arrivés à ce jour à atteindre leur objectif de 2% d'inflation, nous estimons qu'à terme ils y parviendront. Aux Etats-Unis, en avance en matière conjoncturelle, nous remarquons que les intentions des sociétés en matière de hausse de prix se trouvent à un niveau plus vu depuis des années. En zone euro, on commence aussi à observer – surtout dans les pays du Nord – des signes de pénuries de main-d'œuvre. En Allemagne, les employeurs deviennent plus souples. Le syndicat IG Metall est arrivé à obtenir des augmentations de salaires de l'ordre de 4% pour les 2 ans à venir. Outre le taux élevé, il faut souligner que l'écart entre les augmentations demandées et celles qui ont été obtenues fut historiquement bas. Puisqu'ils servent souvent de référence dans les accords sectoriels allemands, nous pouvons nous attendre à des augmentations de salaire généralisées relativement conséquentes. Dans les pays plus au sud, le

marché du travail est – malheureusement – loin d’être serré et le taux de chômage y reste, malgré une baisse remarquable, élevé.

% des sociétés ayant des difficultés à trouver la main-d’œuvre appropriée



Source: Eurostat

... ne changera pas la politique de la BCE...

Cette divergence rend la tâche de la BCE plus complexe. Nous estimons qu’elle préférera faire montre de prudence dans le rythme d’inflexion de sa politique monétaire. Bien que ce ne soit pas à l’ordre du jour, elle préférera relever trop lentement ses taux, quitte à dépasser son objectif d’inflation, que de risquer de tuer la relance économique dans le sud en les augmentant trop rapidement. Cette relance est en effet primordiale pour éviter un retour des questions existentielles au sein de la zone euro.

... puisqu’un déraillement de l’inflation reste très peu probable

Toutefois, un déraillement de l’inflation nous semble très peu probable. La plupart des tendances mondiales structurelles restent désinflationnistes (digitalisation, robotique, vieillissement de la population). La crise de 2008 toujours en tête et craignant d’être remplacés par des technologies qu’ils ne comprennent pas toujours très bien, les salariés seront prudents avant de chercher à tirer parti de la bonne conjoncture pour exiger des augmentations de salaire.

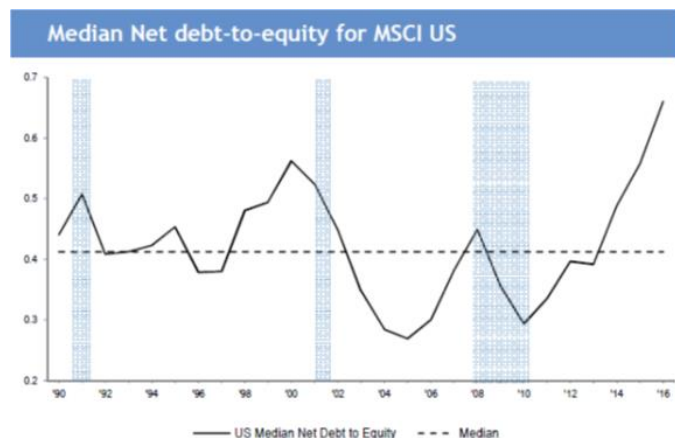
La baisse des taux crée des opportunités de prise de bénéfice

Nous estimons que la baisse récente des taux d’intérêt en Europe n’est que temporaire. Pour nous, il s’agit d’une opportunité pour revendre une partie des obligations achetées antérieurement à des taux plus élevés, et donc des prix plus bas. Il est clair que notre intention est de les racheter quand les taux reviendront en ligne avec nos attentes. Puisque nous estimons que le marché sous-estime la détermination des banques centrales à faire remonter l’inflation dans les années à venir, la détention d’obligations liées à l’inflation, protégeant contre ce risque, reste indiquée dans un portefeuille.

La prudence continue de s’imposer en corporate bonds

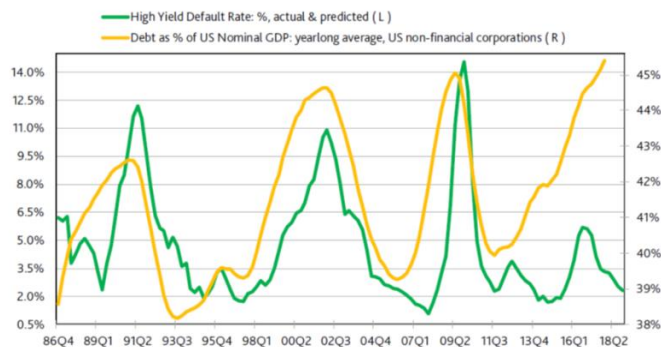
Aux niveaux des obligations corporate, nous maintenons notre prudence. Au sein des indices y relatifs, nous pouvons observer certaines tendances importantes. D’abord, la sensibilité au taux augmente suite à la fois à l’effet mécanique des taux bas et au fait que les sociétés – vu le niveau bas des taux – se sont refinancées sur de plus longues échéances. Ensuite, le poids relatif des titres les moins solides, ceux qui ont un rating BBB, a gonflé et représente en ce moment quasi 50%. Enfin, le

facteur le plus important est le fait que le **taux moyen d’endettement** exprimé en relation avec le cashflow s’est **clairement détérioré** ces dernières années aux Etats-Unis. Vis-à-vis du dernier point haut, nous sommes 25% plus élevés aujourd’hui. Ici, il est important de tenir compte du fait que le dernier sommet faisait suite à une forte pression sur le dénominateur – les cashflows –, lors de la crise financière. Aujourd’hui, nous pouvons remarquer que c’est le numérateur – les dettes – qui monte plus vite que le dénominateur (les cashflow), malgré que ce dernier profite clairement de la bonne conjoncture. Ce qui est inquiétant, c’est que c’est surtout dans les catégories les moins solides que le niveau d’endettement monte le plus vite. Nous remarquons une tendance similaire en observant la médiane de la dette nette, c’est-à-dire soustraction faite des liquidités disponibles, des plus grandes sociétés américaines en comparaison de leurs fonds propres. On se trouve au niveau le plus haut des trente dernières années et la remontée récente est spectaculaire. Recourir à la médiane au lieu de la moyenne se justifie car cette dernière est biaisée par les montagnes de cash dont disposent certains géants technologiques.



Source: JP Morgan

Moody’s a produit un autre graphique extrêmement intéressant, qui montre la relation à long terme de la dette des sociétés américaines (en % du PIB) et le pourcentage d’obligations à haut rendement en défaut de paiement (high yield default rate). Malgré le fait que l’endettement soit historiquement élevé, le défaut de paiement actuel et attendu atteint des niveaux historiquement bas. Ce niveau s’explique par le fait que le refinancement de dettes est actuellement extrêmement aisé et bon marché, ainsi que par la bonne conjoncture et les mesures de réduction d’impôts.



Source: Moody’s

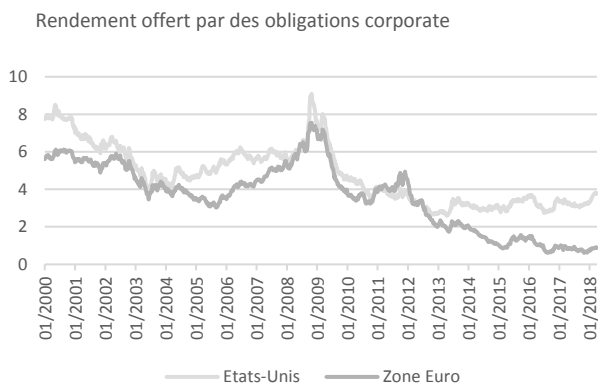
En Europe, la situation se présente sous un jour heureusement différent. Globalement, le niveau d'endettement est plus faible et nous estimons que la conjoncture ne se trouve pas encore à un pic. **Toutefois, croire que l'Europe du crédit corporate**

serait épargnée en cas de correction significative aux Etats-Unis est une illusion.

Cette analyse d'un risque en augmentation avec des taux d'intérêt extrêmement bas explique pourquoi nous restons à l'écart des investissements en obligations corporate aux Etats-Unis et sélectifs aussi bien sur le nom que sur la maturité d'investissements en papier européen.

Prudence accrue sur l'obligataire

Ces derniers mois, nous avons réinvesti prudemment en obligations souveraines européens au fur et à mesure que les taux montaient et la valeur des obligations baissait. Comme indiqué ci-dessus, suite à la baisse des taux, et donc la hausse des cours, nous avons pris notre bénéfice sur une partie de ces achats. Ainsi, notre approche déjà prudente l'est encore davantage.



Source: Bloomberg

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Eco parc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – 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.