

## **CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : plus de continuité que de changement dans les prévisions économiques**

Les crises non anticipées rappellent que l'art de la prévision est difficile en économie. Ceci pourrait avoir pour effet de discréditer l'économie dans son ensemble. Ce serait une erreur car l'économie sert d'abord et avant tout à comprendre et non à prédire. Un autre effet pourrait être de négliger ces prévisions qui, plus d'une fois, ont loupé le coche. Ce serait aussi une erreur car, à défaut d'annoncer les ruptures, les exercices de prévision apportent un éclairage sur le contexte dans lequel les entreprises et les pouvoirs publics vont opérer à court et moyen terme. Et c'est pourquoi ces exercices continuent d'être effectués, malgré leur imperfection. Ainsi, le Fonds Monétaire International (FMI) publie deux fois par an, en avril et en octobre, un document approfondi, appelé « World Economic Outlook », offrant des projections pour les deux ans à venir, ainsi qu'une perspective à 5 ans. Une actualisation sommaire est également publiée en janvier. Qu'y a-t-il lieu de mettre en exergue du document publié mi-avril ?

Premièrement, le sous-titre général de cette édition-ci, « *Cyclical upswing, structural change* », qui se traduit par « *Reprise conjoncturelle, changement structurel* », confirme la vue sensiblement plus positive qui se dégage sur l'économie mondiale par rapport à il y a 24 mois, quand le FMI avait mis en avant ses inquiétudes quant à la faiblesse persistante de l'économie, et même par rapport à il y a 12 mois, quand le FMI s'interrogeait publiquement sur le fait de savoir si l'activité commençait ou non à gagner en vigueur. Aujourd'hui, le fait est établi : l'économie mondiale a recouvré un taux de croissance soutenu. Il est estimé à 3,9% tant pour 2018 que pour 2019. Plus encore que la révision des chiffres, qui étaient de 3,7% il y a six mois pour ces deux mêmes années, c'est le ton qui a gagné en assurance.

Deuxièmement, la révision la plus spectaculaire apparaît aussi comme non durable. Elle concerne les Etats-Unis. Les changements apportés à la fiscalité y gonflent les attentes, portées à +2,9% en 2018 et +2,7% en 2019, venant de, respectivement, +2,3% et +1,9% en octobre dernier. En même temps, les économistes du FMI font plus que douter que les modalités de cette réforme soient de nature à stimuler l'activité dans la durée. Ainsi, à moyen terme, à l'horizon 2023, ils annoncent une croissance outre-Atlantique de 1,4% ... soit exactement la croissance pronostiquée pour la zone euro. Que le Nouveau Continent ne fasse pas mieux que le Vieux ne

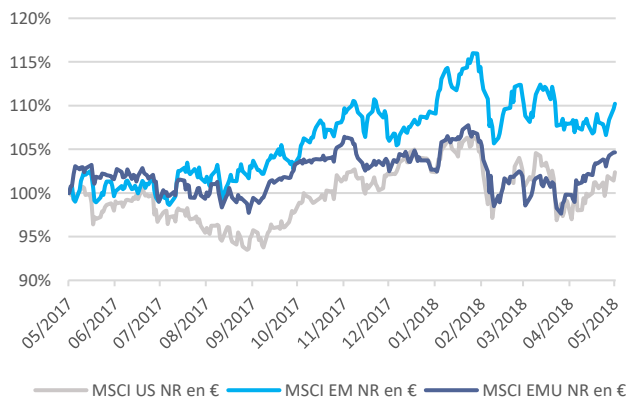
surprend pas celui qui sait que dans les décennies de l'après-guerre la croissance a été plus forte ici que là-bas mais tranche avec l'image d'Epinal d'une économie américaine dynamisée par la technologie et moins entravée par la fiscalité, la réglementation environnementale ou la protection sociale.

Troisièmement, si le FMI continue de pronostiquer une vive croissance dans les pays émergents, de l'ordre de 5% aussi bien à court qu'à moyen terme, la révision haussière est le fait des économies développées, et pas uniquement des Etats-Unis. La zone euro a eu du mal à s'extirper de la langueur qui a caractérisé les années d'après la double crise, financière et de la dette souveraine, mais c'est aujourd'hui acquis. La croissance y atteindrait 2,4% cette année et 2% l'an prochain, soit nettement plus que la croissance dite potentielle. Ce scénario positif pour l'Union monétaire, qui se perçoit aussi au niveau de ses membres méridionaux, contraste avec la stagnation, à un niveau modéré, des prévisions relatives au Royaume-Uni : +1,6% en 2018 et +1,5% en 2019. L'économie de l'Albion avait bien encaissé le résultat du référendum de juin 2016 relatif au Brexit, démentant ceux qui avaient associé à ce choix un contre-coup pour l'économie nationale, mais ce dernier semble quand même se dessiner.

Enfin, il faut voir que l'exercice de prévision est loin de ne valoir que par les pourcentages de croissance attendue. Ainsi, avec une inflation projetée à 1,5% en 2018 et 1,6% l'an prochain, il n'y a aucune raison pour la BCE de se dépêcher de resserrer sa politique monétaire. Aux Etats-Unis, la donne est différente, les mêmes projections s'y établissant à 2,5% et 2,4%. Au-delà, c'est sur l'analyse des risques identifiés par le Fonds qu'il convient de terminer. En l'occurrence, le FMI pointe l'augmentation des taux d'intérêt, un resserrement du crédit, un recul sévère des bourses, le protectionnisme ou encore l'environnement géopolitique.

Qu'il s'agisse de croissance ou des dangers, les prévisions connaissent des changements, et il est bon de s'intéresser à ce qui est changeant, mais il importe de garder à l'esprit les niveaux absolus, les tendances de fond et les mécanismes de stabilisation pour ne pas avoir une stratégie d'investissement ballottée au gré des fluctuations de « derrière la virgule » des prévisionnistes.

## Performance des marchés d'actions



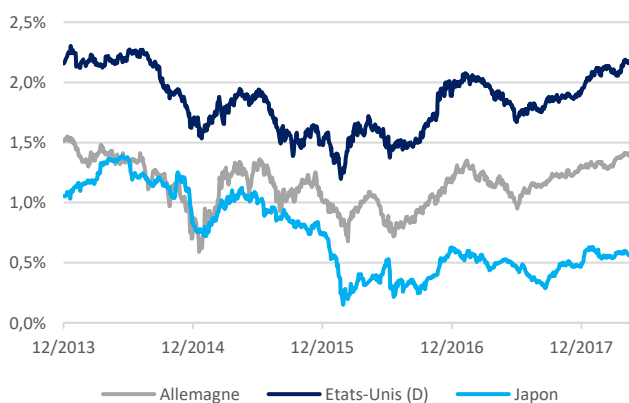
Source: Bloomberg

## MARCHES D' ACTIONS

En avril, le marché des actions européennes s'est remis de la baisse du premier trimestre. Les actions de la zone euro ont progressé de près de 5%. Au total, depuis le début de l'année, elles affichent une performance positive de quasi 2%. Ailleurs, les performances ont été plus faibles. Aux Etats-Unis, le marché a gagné 0,6%, tandis que les émergents baissaient d'un même pourcentage. Toutefois, grâce à l'appréciation du dollar, ces performances, exprimées en euro, deviennent respectivement +3,4% et +2,1%. Sur les quatre premiers mois de l'année, ceci donne +0,5% pour les émergents et -0,9% pour les Etats-Unis.

Sur un an, le plus frappant est, à l'exception des marchés émergents, que les performances des marchés d'actions ont été plutôt maigres en regard des excellents chiffres macro-économiques et des solides bénéfices des sociétés.

## Evolution de l'inflation attendue par le marché



Source: Bloomberg

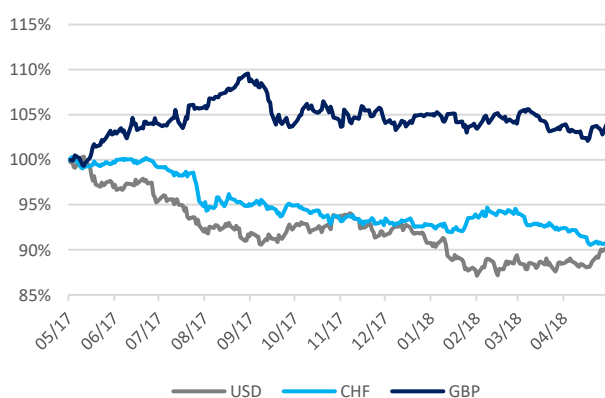
## MARCHE OBLIGATAIRE

En comparant les taux d'intérêt offerts par les obligations nominales et par celles liées à l'inflation du même émetteur et de même maturité, il est possible de calculer l'inflation implicite attendue par les marchés financiers.

Aux Etats-Unis, l'inflation moyenne sur les 10 ans à venir est en ligne avec l'objectif de 2% de la FED. Celle-ci peut donc normaliser sa politique, et donc réduire son bilan et relever graduellement les taux.

Dans la zone euro, l'inflation implicite s'accélère depuis un an mais reste bien en-deçà de l'objectif de 2% de la BCE. La Banque du Japon en est encore plus loin, avec une inflation attendue à 10 ans à 0,5%.

## Evolution de cours de change face à l'euro



Source: Bloomberg

## MARCHES DES DEVISES

Ces dernières semaines, le dollar s'est clairement apprécié. Fin mars, on obtenait presque 1,25 dollars pour un euro. Fin d'avril, le taux de change était retombé vers 1,20, environ 4% plus cher. Début mai, la tendance s'est prolongée.

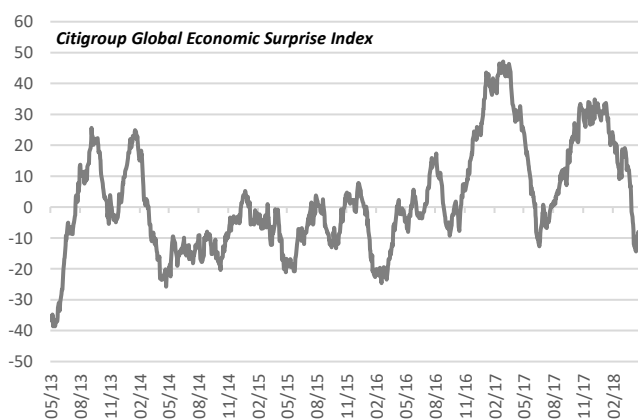
C'est clairement le dollar qui se renforce et non un affaiblissement spécifique de l'euro qui serait à l'œuvre puisque le Franc Suisse (CHF) a continué de s'affaiblir vis-à-vis de l'euro. Les injections massives de liquidités par la Banque Centrale Suisse (SNB) semblent atteindre leur objectif.

La stabilité de la Livre Sterling (GBP) contraste, quant à elle, avec les nombreuses pierres d'achoppement que Theresa May rencontre sur la voie du Brexit.

## ALLOCATION & STRATEGIE

### Des chiffres économiques décevants...

Ces dernières semaines, les nouveaux chiffres macro-économiques ont globalement été légèrement en-dessous des attentes. En témoigne le passage en territoire négatif du *Citigroup Global Economic Surprise Index*, montrant que les déceptions sont plus fréquentes que les heureuses surprises. En soi, ce constat n'a rien d'inquiétant. De plus, on a pu observer un phénomène similaire l'an dernier, et ensuite l'indicateur est reparti à la hausse.

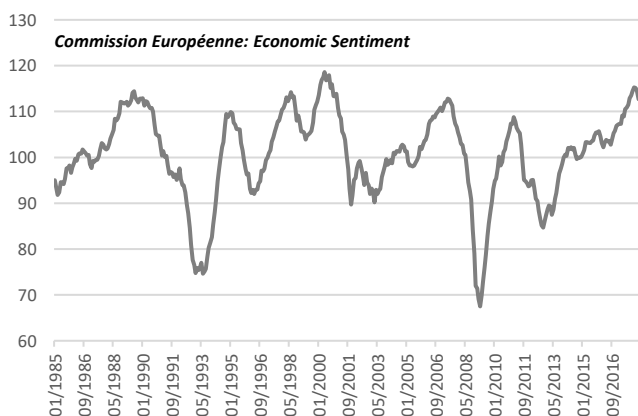


Source: Bloomberg

### ... dans la zone euro en particulier ne nous inquiètent pas

En affinant l'analyse, il apparaît que c'est quasi exclusivement en zone euro que les chiffres n'arrivent pas à égaler les espérances, des espérances, il faut l'ajouter, qui étaient élevées. Ces derniers trois mois, nous avons, par exemple, assisté à un repli marqué de l'indice PMI, de quasi 60 points vers environ 55 points. La croissance économique en est un autre bon exemple, s'inscrivant en progression de 0,4% au premier trimestre en comparaison avec +0,7% au dernier trimestre de l'année passée.

Le repli de l'indice PMI ne doit pas nous inquiéter. Il traduit que **la croissance économique de la zone euro ne s'accélère plus. Ceci est tout à fait normal**, et même sain, puisque la croissance du 4ème trimestre de l'année passée excédait le rythme de la croissance potentielle. De plus, ne perdons pas de vue que le niveau de 55 points – ce dont les marchés ne rêvaient pas il y a à peine quelques années – annonce que la croissance économique restera soutenue.



Source: Bloomberg

Pour sa part, le *economic sentiment indicator* de la Commission Européenne montre clairement que la décélération est en fait très limitée, vu **qu'il demeure à un niveau qui a correspondu dans le passé avec une belle vigueur économique.**

### Facteurs explicatifs

Le fait qu'un tel repli ne s'observe pas en Chine et aux Etats-Unis est réconfortant. Les perspectives économiques internationales restent favorables. Toutefois, il convient de s'interroger sur les raisons du ralentissement de la cadence en zone euro.

Une part significative du repli tient à des **facteurs transitoires**. La production a été entravée par quelques grandes **grèves**, par une **météo** défavorable et une **grippe** plus virulente que d'habitude. Par ailleurs, **quand le rythme est au-delà du potentiel, il ne faut pas s'étonner d'un ralentissement**, le nombre de goulets d'étranglements s'accumulant. C'est aussi clair que **l'appréciation de l'euro** vis-à-vis des devises des concurrents n'a pas aidé la croissance.

Ces éléments ont été repris par M. Draghi lors de sa dernière intervention sur la politique monétaire de la zone euro. La BCE estime que la décre de premier trimestre n'est que temporaire. Elle s'attend pour l'année en cours à une croissance de 2,4%, à peine moins que les 2,5% de 2017, où ce fut surtout le second semestre qui a été exceptionnellement bon.

### Axe franco-allemand en Europe ?

L'environnement politique en zone euro reste globalement favorable. E. **Macron promeut activement un renforcement de la structure européenne**. Olaf Scholz, le nouveau Ministre des Finances allemand, se montre prudent mais accepte l'idée que **l'union bancaire est prioritaire** et qu'il faut améliorer le fonctionnement du Fonds de Stabilité européen (ESM). Ceci **fortifiera la zone euro face aux turbulences du futur**. Toutefois, il a donné le message que l'agenda qu'E. Macron avait en tête était trop ambitieux. En ce moment, un système de garantie de dépôts bancaires pan-européen reste clairement tabou pour les Allemands, bien qu'ils en comprennent l'importance à long terme. Ce point de vue n'est pas incompréhensible. Les Allemands ne veulent pas porter le chapeau des créances douteuses en **Espagne** et en Italie. Le premier pays nommé donne à voir un rétablissement clair et net et une **économie mieux équilibrée**. Le déficit commercial abyssal – qui a culminé à quelque EUR 100 milliards – s'est mué en un surplus de l'ordre de EUR 20 milliards. L'assainissement structurel de l'économie fait que les crédits douteux devraient être moins problématiques en cas de nouvelle crise. **En Italie, le scénario politique** que nous avons mis en avant après les élections **a émergé**. Les partis populistes – qui rassemblent ensemble environ 60% des sièges à la Chambre – ne sont pas arrivés à former un nouveau gouvernement. On se dirige donc vers de nouvelles élections. Entretemps, le pays sera géré par un gouvernement « technique ». Nous considérons ceci comme favorable, avec l'espoir que l'amélioration économique et la baisse des tensions migratoires favorisent les partis plus mesurés.

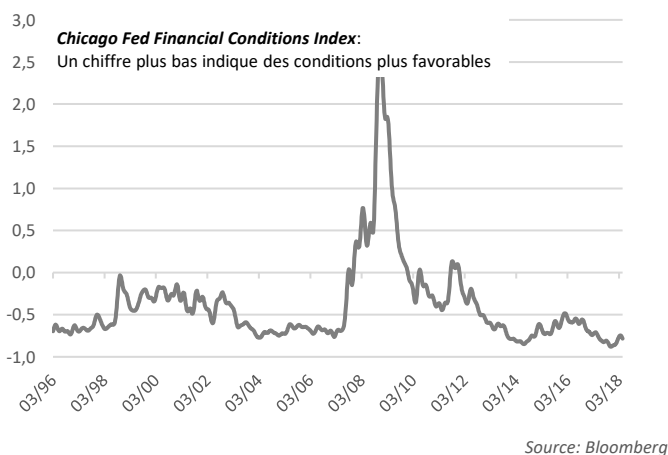
*La cadence de la croissance américaine reste soutenue...*

**Aux Etats-Unis, les surprises économiques n'ont pas été en retrait par rapport aux attentes dans la même mesure qu'en Europe.** Malgré un hiver sévère, l'économie a cru de 2,3% en base annuelle. Le fait qu'en mars « à peine » 103.000 emplois ont été créés, comparé à des attentes à 193.000, doit être mis en perspective de l'excellent mois de février. Sur le premier trimestre, en moyenne pas moins de 200.000 jobs additionnels sont venus gonfler le marché du travail, bien au-delà de la moyenne mensuelle de 182.000 en 2017. Aujourd'hui, le **nombre de chômeurs se retrouve au plus bas depuis les années 60.**

Cette amélioration sur le plan de l'emploi se traduit en une **accélération des hausses des salaires.** Celles-ci, ayant atteint 2,7% sur base annuelle, sont au niveau le plus haut depuis plus de 10 ans. Et ce n'est pas fini ! Des estimations de la FED indiquent que le niveau de chômage pourrait descendre à 3,8% d'ici la fin de l'année, et même 3,6% l'année prochaine et en 2020. Avec un tel niveau de chômage, à ce point sous le niveau naturel, il est plus que probable que la pression sur les salaires se manifesterait plus vigoureusement, même si bon nombre des Américains qui, lors de la crise, ont quitté le marché de l'emploi, sont susceptibles d'y revenir.

*...ce qui poussera à des augmentations de taux supplémentaires*

Contrairement à celui de la plupart des autres banques centrales, le mandat officiel de la FED est double : le plein emploi et la maîtrise de l'inflation. Il est évident que la FED souhaite normaliser les taux, ne serait-ce que pour pouvoir les ré-abaisser lors de la prochaine récession. Nous estimons que la bonne question à se poser n'est pas de savoir si les données économiques vont obliger la banque centrale à augmenter ses taux mais plutôt si elles vont lui laisser la possibilité de le faire. Tenant compte des bons chiffres publiés ces derniers temps, nous estimons qu'elle sera **capable d'augmenter les taux d'intérêt 4 fois sur l'année.** Toutefois, les hausses des taux récentes ne nous inquiètent pas vraiment puisque la courbe des taux ne va pas s'inverser et les conditions financières globales restent très accommodantes.



*Les fondamentaux à long terme jouent contre le dollar*

La révision à la hausse des anticipations en ce qui concerne les taux d'intérêt aux Etats-Unis et l'accumulation de tensions sur le plan du commerce international ont entraîné une appréciation du dollar face à l'euro. Nous estimons que cette hausse n'est que temporaire. Les fondamentaux à long terme sont en défaveur du dollar. En particulier, **le déficit commercial américain** va se creuser, alors que la zone euro dégage un surplus. Les dollars reçus par les fournisseurs européens seront vendus contre euro, ce qui **créera de l'offre en dollars** et de la demande pour des euros. **Le plan fiscal** de D. Trump **risque** non seulement de **diminuer la confiance envers les Etats-Unis comme débiteur**, et ainsi à long terme envers leur monnaie, mais il risque **aussi de faire croître l'inflation**, qui se trouve déjà à un niveau plus élevé qu'en Europe. Le renchérissement du prix des biens et services américains est appelé à peser sur le dollar. A plus court terme, l'analyse politique conduit aussi à tabler sur une remontée de l'euro, qui a eu à pâtir de vues sombres sur l'Italie. Au niveau actuel, nous sommes en faveur de diminuer légèrement la pondération en dollars. S'il devait se renforcer davantage, nous en profiterions pour accentuer notre modeste sous-pondération actuelle.

*L'image globale reste positive...*

Globalement, **l'économie mondiale reste en plein forme.** Faisant abstraction des éléments géopolitiques comme l'augmentation des tensions avec l'Iran, venant après celles relatives à la Corée du Nord, un seul élément est identifié comme susceptible de gâcher les belles perspectives conjoncturelles : un dérapage des tensions commerciales. A ce jour, **une vraie guerre commerciale reste improbable.** Nous l'avons déjà mentionné dans le passé : D. Trump « aboie plus qu'il ne mord ». Le fait qu'il est revenu sur les droits de douane pour l'aluminium et l'acier pour ses alliés en est bon exemple. Le fait que son administration essaie de calmer le jeu et indique qu'il y a de l'espace pour négocier en est un autre. En plus, on ne sait se départir d'un sentiment de versatilité. Après avoir rejeté le partenariat transpacifique TPP (Trans-Pacific Partnership), il est maintenant à nouveau ouvert pour un « deal ».

*... et notre allocation inchangée*

Se basant sur les éléments économiques ici passés en revue et sur les excellents bénéfices déjà publiés par les entreprises pour le premier trimestre – dont nous parlerons en plus amples détails dans notre prochain « Spotlight » –, nous maintenons notre **préférence pour une surpondération claire en capital à risque.** Nous restons prudents en obligations, aussi bien de la zone euro que des Etats-Unis. Nous estimons que, suite aux excellents chiffres macro-économiques, les banques centrales vont tôt (FED) ou tard (BCE) durcir leur politique monétaire, actuellement extrêmement souple en regard du contexte conjoncturel. Ainsi, nous **maintenons** non seulement **une sous-pondération en obligations** mais **limitons** aussi **leur maturité** afin de réduire la sensibilité à des augmentations de taux. Dans le dernier « Spotlight », nous avons déjà mentionné que nous étions très **circonspects face aux obligations corporate.** Ce point de vue est resté inchangé.

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.