

## **CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : L'énergie fossile, énergie du passé**

Souvenons-nous. Il y a dix ans, lors de l'été 2008, le prix du pétrole – en prenant le Brent, le pétrole de la Mer du Nord comme référence, une référence sujette à critique – a fleurté avec le niveau de USD 150 le baril. A l'époque, la question n'était plus vraiment de savoir si ce prix allait continuer d'augmenter mais combien d'années, voire à peine de mois, il faudrait attendre avant de dépasser USD 200 le baril. L'argument était simple et se résumait en deux mots : « peak oil », ou « pic pétrolier ». En clair, on découvrait moins de nouvelles réserves qu'on ne vidait celles qui étaient exploitées. Le spectre était donc celui de l'épuisement du pétrole.

Dix ans plus tard, après avoir frôlé à peine USD 25 le baril en début 2016, le prix du pétrole semble avoir repris une courbe ascendante. Ce rebond, alors que la technologie a continué de tirer vers le bas le coût de production des énergies non conventionnelles, comprenez les très controversés sables bitumineux et gaz et pétrole de schiste, est expliqué par la vigueur de la croissance économique, ce qui soutient la demande, et par une modération de l'offre. Celle-ci découle, d'une part, d'une coopération renforcée entre pays producteurs, à commencer par l'Arabie Saoudite et la Russie, deux pays qui, avec les Etats-Unis, forment le trio des plus grands producteurs de pétrole, et, d'autre part, de tensions nationales et internationales, en particulier au Venezuela, en Libye et en Iran.

Il importe de voir que la remontée actuelle du prix du pétrole n'a rien à voir avec un éventuel retour en grâce de la théorie de l'épuisement de la ressource. Au contraire, émerge une autre analyse, qui lui est diamétralement opposée. Loin d'évoluer vers un monde où tout le pétrole – et les autres énergies fossiles à sa suite – serait consommé, nous pourrions voir une large part des réserves d'énergie fossile actuellement identifiées ne jamais être exploitées. La raison en est connue : l'incidence environnementale de l'exploitation et de la consommation de telles ressources naturelles. Ceci place une hypothèse d'importance sur la valorisation boursière actuelle des entreprises actives dans le domaine des énergies fossiles. En effet, cette valorisation repose sur l'hypothèse que les réserves dont sont propriétaires ces entreprises seront exploitées et commercialisées au prix actuel des énergies concernées. Or, si tel devait être le cas, et donc ces réserves être utilisées, le réchauffement climatique dépasserait allègrement le seuil de 1,5 degré, avec tous les dérèglements environnementaux qui en résulteraient, notamment en termes d'inondations et autres événements climatiques extrêmes.

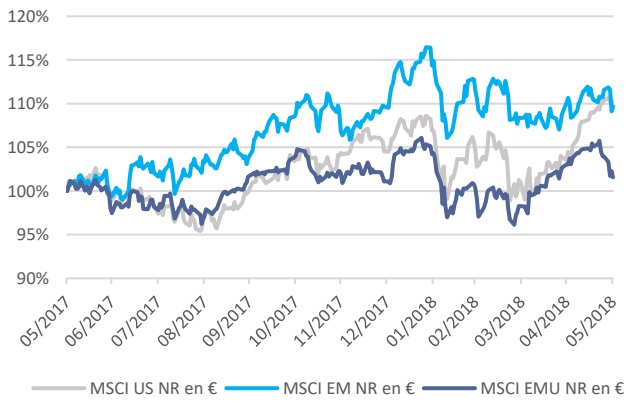
Il est donc prudent d'anticiper que l'impératif climatique fera qu'une partie significative des réserves de pétrole, de gaz et de

charbon pourraient ne jamais être commercialisées, de telle sorte que les entreprises qui les possèdent ne seraient pas assises sur le tas d'or – noir – que les marchés supposent. Par ailleurs, il est aussi réaliste d'imaginer que les habitants, de nos villes comme de Beijing, exigeront que des mesures soient prises pour réduire la pollution liée aux énergies fossiles. Il est donc aussi raisonnable d'anticiper que les charges réglementaires et fiscales pesant sur les énergies fossiles seront alourdies, tandis que les énergies renouvelables continueront de faire montre de progrès, en termes d'efficacité et donc de coût, absolument étonnants. Investir dans les énergies fossiles présente donc un profil de risque qui pourrait être sous-estimé par les marchés, ce qui pourrait conduire à de sérieuses déconvenues.

L'énergie fossile risque de bien porter son nom, être une énergie du passé. Il y a donc de bons arguments de type financier pour éviter le secteur des énergies fossiles, même s'il en résulte une perte de diversification dans le portefeuille. Il y a aussi de bons arguments de type éthique pour un tel évitement. S'il peut, par ses placements, contribuer à l'émergence d'un monde moins carboné, l'investisseur n'aurait-il pas tort de s'en priver ? Bien sûr, il y a ici aussi de l'espace pour un contre-argument, à savoir ne plus être à même de peser, en tant qu'actionnaires, sur le comportement des entreprises visées. L'argument éthique vient renforcer l'argument financier. En effet, le premier amène un nombre croissant d'investisseurs à céder leurs participations fossiles. La ville de New York vient ainsi de rejoindre le mouvement « Go fossil free », ce qui signifie que les fonds de pensions de la ville, de l'ordre de USD 200 milliards, vont désinvestir des entreprises actives dans les énergies fossiles.

Orcadia AM a souhaité permettre à ceux qui veulent réduire ou éliminer l'investissement en énergie fossile de le faire, que ce soit pour des raisons éthiques ou de maîtrise des risques, et sans se prononcer nous-mêmes sur le bien-fondé de cette motivation. A cette fin, nous avons décidé de créer un compartiment de sicav, qui sera lancé dans les prochaines semaines et pour lequel la période de souscription initiale est ouverte. Fidèle à notre positionnement en matière d'investissement responsable, ce compartiment n'investira que dans les entreprises figurant, selon la firme MSCI, parmi les 25% les meilleures de leur secteur en termes environnementaux, sociaux et de gouvernance. En outre, donc, toute entreprise du secteur des énergies fossiles sera exclue. Ce compartiment est focalisé sur la zone euro.

## Performance des marchés d'actions



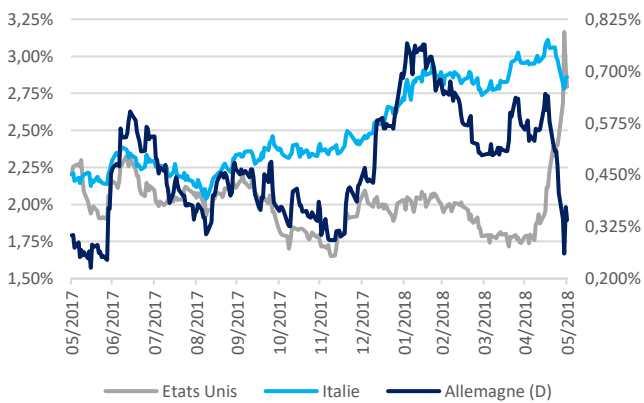
Source: Bloomberg

## MARCHES D' ACTIONS

Pour un investisseur diversifié à l'échelle mondiale, les dégâts de la crise politique italienne se sont révélés moins onéreux que craint. Le marché européen dans son ensemble a d'abord perdu environ 5%, mais avant de se rétablir, limitant le recul sur le mois de mai à 1,5%. La performance depuis le début de l'année est légèrement négative.

Exprimés en euros, les marchés émergents ont bien résisté, aidés par la dépréciation de la monnaie unique. L'excellente performance du marché américain s'explique de la même manière. En dollars, le marché a progressé de l'ordre de deux pour cent, mais, pour un investisseur de la zone euro, cette performance monte à quasi 6% grâce à la faiblesse de l'euro.

## Evolution des taux dix ans

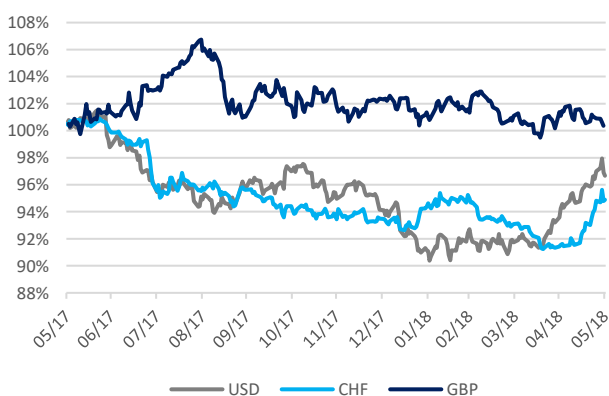


Source: Bloomberg

## MARCHE OBLIGATAIRE

Le graphique le montre clairement : « la confiance vient à pied et repart en cheval ». Jusqu'en avril, une baisse graduelle des taux italiens à 10 ans de l'ordre d'un demi pourcent a pu être observée, malgré le fait que, sur la même période, les taux montaient légèrement. La formation d'un gouvernement entre les populistes de la Lega et du M5S a entraîné une explosion des taux italiens. Dans une seconde phase, nous avons aussi assisté à une augmentation des taux en Espagne et au Portugal. Ces derniers ont, depuis lors, rebaisé vers le niveau d'avant la formation du gouvernement italien, ce qui n'est pas le cas dans la « Botte ». Les tensions italiennes ont généré un « *flight to quality* » en faveur des emprunts allemands et américains.

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



Source: Bloomberg

## MARCHES DES DEVISES

La crise italienne s'est aussi fait remarquer sur le marché des devises. Le dollar a clairement rompu la tendance baissière de l'année passée. La hausse avait déjà commencé avant mais les développements politiques sur la rive du Tibre ont apporté de l'eau au moulin.

C'est encore plus net avec l'évolution du Franc Suisse (CHF). Celle-ci ne se comprend qu'à l'aune des peurs que suscitent l'évolution politique en Italie.

La livre sterling, en revanche, n'a pas profité de l'accès de faiblesse de l'euro. L'explication la plus évidente est que le Royaume-Uni est lui-même confronté à trop de difficultés pour que sa monnaie puisse avoir un statut de refuge.

## ALLOCATION & STRATEGIE

### Des tensions dans les obligations des pays émergents ...

Au cours du mois de mai, nous avons pu observer des mouvements importants sur les marchés obligataires, en Europe mais aussi en dehors. Ainsi faut-il mettre en exergue les réactions paniquées des banques centrales en Argentine et en Turquie qui, pour répondre à la faiblesse de leur devise, ont fortement relevé leurs taux. En Turquie, une dépréciation de quelque 20% a tiré le taux vers 16,5% et en Argentine les taux sont montés à 40%. Il ne faut pas généraliser de tels cas mais **les devises émergentes se trouvent** ces derniers temps clairement **sous pression**.

La **hausse des taux sur la dette émergente s'est manifestée** sur les obligations en monnaie locale mais aussi sur celles en dollar. L'intérêt pour ce genre d'obligations à plus haut risque a eu tendance à diminuer ces derniers temps. Cette diminution s'explique par le fait que, suite à la hausse des taux aux Etats-Unis, les rendements y sont de nouveau plus attractifs.

A l'exception de certains cas extrêmes, tel celui de l'Argentine, il serait **erroné de parler de panique** sur les marchés obligataires émergents. Nous estimons que **la correction actuelle est saine**. Les rendements attendus avaient, comme pour la plupart des obligations, perdu tout attrait en termes historiques. **Si les taux continuent d'y monter, une opportunité pour un investissement à moyen terme se reformera**. Ces dernières années, les émetteurs émergents ont gagné aussi bien en vigueur qu'en stabilité financière. Le glissement de dettes en dollars vers un financement en devise locale a fortement diminué la sensibilité à une appréciation du dollar. Une forte hausse de ce dernier n'entraîne plus quasi automatiquement une crise de la dette. De plus, les marchés émergents continuent de bénéficier d'une croissance au-delà de la moyenne et leurs réserves de devises sont beaucoup plus élevées que dans le passé. Il va de soi que, pour ce genre d'obligations à profil plus risqué, la diversification est particulièrement importante.

Rendement dette Emergente en devise locale



Source: Bloomberg

### ... mais pas dans les obligations corporates

Les obligations *corporate* n'ont guère souffert des récentes turbulences Italiennes. Le *spread* vis-à-vis du taux allemand a monté mais ceci est davantage lié à la baisse de ce dernier. Globalement, les rendements offerts par les obligations *corporate* sont restés stables, voire ont légèrement baissé. Les obligations de haut rendement, en revanche, ont subi une

hausse du rendement exigé. Toutefois, ce dernier est resté clairement en-dessous de la moyenne historique.



Source: Bloomberg

### La formation d'un gouvernement en Italie...

L'événement phare du mois est, sans aucun doute, l'évolution politique en Italie. Contre aussi bien nos attentes que celles du marché, les populistes de gauche (le Mouvement 5 Etoiles – M5S) et de droite (la Lega) sont arrivés à un accord. Ils se sont mis d'accord sur le Président du Conseil, Giuseppe Conte, un professeur de droit administratif sans expérience politique significative, et sur des mesures fortes et emblématiques. L'accord de coalition donne une impulsion budgétaire spectaculaire. Il est question d'un impôt des personnes physiques à taux unique de 15% et d'un impôt des sociétés à 20%, ainsi que d'une allocation universelle de €780. La réforme des retraites sera détricotée et la hausse prévue de la TVA annulée. **Le coût annuel total de ces largesses se monte entre 110 et 125 milliards d'euro, correspondant à 6 à 7% du PIB Italien**. Certes, il y aura un effet retour en termes de consommation, d'accélération de la croissance et, plus hypothétiquement, de recul de la fraude, mais ceci est fort loin de couvrir un tel coût.

### ... mets les marchés sous tension...

La réaction des marchés obligataires a été rapide et sans pitié : **une forte hausse des taux. Vu le niveau d'endettement public actuel** – après la Grèce, le plus haut de la zone euro – **une telle politique budgétaire est déraisonnable**. La réaction des agences de notation a été tout aussi claire : le rating BBB, en soi déjà faible, du pays pourrait être abaissé.

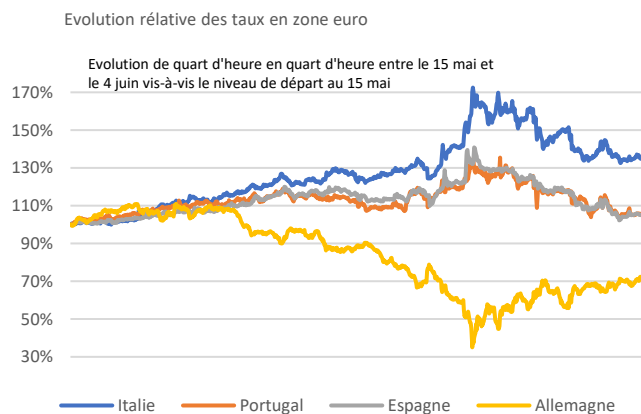
### ... et a aussi un impact politique en Europe

Ceci n'est pas sans conséquence sur le plan européen. E. **Macron peut oublier** – au moins temporairement – **ses propositions ambitieuses** de renforcement de l'union bancaire, de large budget de la zone euro et d'émission d'« *eurobonds* ». En soi, ces propositions sont bonnes, voire nécessaires pour éviter une suite de la crise de 2011-2012 et pour renforcer la zone euro. Mais, **avec l'Italie gouvernée par un tel gouvernement irresponsable, l'Allemagne et les autres pays dits « du nord » ne seront jamais d'accord pour offrir une garantie explicite ou implicite** envers l'Italie ou ses banques. Bien qu'en meilleure santé que leurs consœurs grecques, portugaises ou chypriotes, elles portent encore toujours les

stigmates de la crise. Un quart des dettes à problèmes de la zone euro se trouve sur le bilan d'une banque Italienne !

### La réaction des marchés est probablement exagérée

La réaction initiale des marchés au refus par le président italien de l'euroscéptique notoire Paolo Savona comme Ministre des Finances a été positive, mais s'est vite inversée. Le spectre de nouvelles élections accroissant le poids des euroscéptiques a fait exploser les taux. Au Portugal et en Espagne, les taux ont aussi crû mais de manière nettement moins prononcée. Les taux longs allemands, en tant que port de refuge de la zone euro, baissaient de l'ordre d'un demi pour cent.



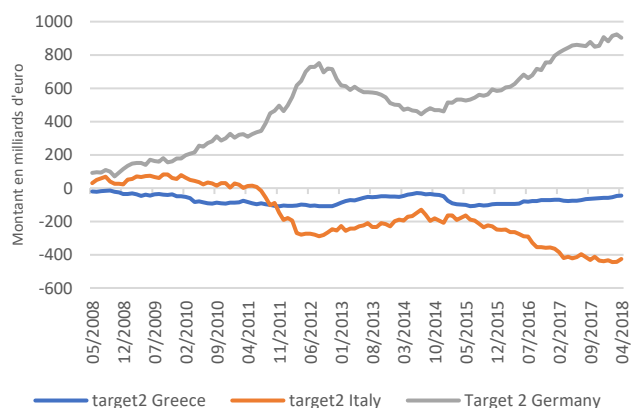
Source: Bloomberg

La réaction du marché a été probablement exagérée mais toutefois sans pouvoir être qualifiée de complètement irrationnelle. Des pays de la zone Euro, c'est en Italie que le soutien de l'opinion publique pour la monnaie unique est le moins affirmé. Les deux partis populistes vont continuer de faire de l'Europe leur bouc émissaire et il est à redouter qu'en cas de nouvelles élections ils progresseraient, accroissant leur marge de manœuvre pour mettre en œuvre leurs propositions.

### L'Italie n'est pas la Grèce

**A jouer avec le feu, le risque de brûlure est réel.** Un mauvais tour politique ou des taux d'intérêt qui flambent provoqueraient de vives tensions. Un tel scénario reste improbable, mais il l'est moins qu'il y a quelques semaines. **Heureusement, l'Italie n'est pas la Grèce.** Si le sud du pays est en retard économique et de gouvernance, le nord est un des noyaux durs industriels de la zone euro. L'endettement public, à 132% du PIB, est élevé mais les ménages italiens sont relativement riches et leur endettement est parmi le plus bas de la zone euro. Une partie importante de la dette gouvernementale est détenue à l'intérieur des frontières, par des institutions financières et les ménages, ce qui ferait d'un non-remboursement un suicide aussi bien politique qu'économique. Les banques Italiennes sont nettement mieux capitalisées que les grecques ne l'étaient et le pourcentage de crédits à problèmes est significativement plus bas. Le fait de disposer de statistiques fiables réduit naturellement la méfiance. En même temps, **que l'Italie ne soit pas la Grèce pose aussi problème.** Il y a d'abord la taille. L'Italie est un des poids lourds de la zone euro, aussi bien au niveau démographique qu'économique. La dette publique italienne, de quelque €2300 milliards est la plus importante de la zone euro. Les dettes vis-à-vis des partenaires européens au travers des banques centrales sont de l'ordre de 4 fois plus élevées que

celles de la Grèce à l'apogée des fuites de capitaux. Les banques, ne serait-ce que par leur taille, y sont beaucoup plus interreliées avec leurs consœurs européennes que les grecques dans le temps.



Source: BCE

### Suffisamment de raisons pour une vision positive tempérée

Globalement, nous maintenons notre vision positive tempérée sur les actions européennes et sur les obligations de la périphérie, en tablant sur le fait que les taux d'intérêt resteront très bas encore longtemps. Cette analyse repose sur **l'amélioration conjoncturelle en Italie** et sur la force de la rationalité. Le populiste n'a pas intérêt à tuer le bouc émissaire, car, dans ce cas, comment expliquer la persistance des difficultés? Ceci dit, la situation politique, elle, n'est pas encourageante. Toutefois, **il y a loin de la coupe aux lèvres.** Entre les ballons d'essai lancés par les populistes et l'adoption de nouvelles lois, il y a un pas. Il faut aussi avoir à l'esprit les contre-pouvoirs. Après la deuxième guerre mondiale, et avec les leçons de l'ère mussolinienne, le pouvoir politique a été fragmenté, ce qui **entrave l'adoption de mesures radicales, bonnes ou mauvaises.** Ainsi, le Président de la République est un contrepoids important, et il a déjà montré qu'il n'a pas peur de l'être. Dans un pays qui n'est déjà pas connu pour la stabilité de ses gouvernements, le manque de convergence entre la Lega et le M5S et les egos de leurs figures de proue invitent à se demander à quelle rythme les tensions vont monter et la lune de miel se terminer.

Au niveau européen, il faut escompter que l'attitude sera moins dure qu'avec la Grèce, vu la taille de l'enjeu italien et les leçons de la gestion de la crise grecque. De plus, **la BCE**, si elle devait choisir ne pas contenir un dérapage des taux italiens, courrait le risque de voir le fruit d'années d'accommodement monétaire s'envoler et de se retrouver fort démunie face à un retour du marasme.

Ceci dit, ne soyons pas angéliques. Les risques se sont effectivement accrus et **la probabilité d'une plus grande volatilité pendant les mois à venir est relativement élevée.** Ce n'est pas le moment d'alléger le poids des actions de la zone euro mais, si elles devaient remonter à leur niveau d'avant les tensions italiennes, un certain délestage pourrait être considéré. Ceci créerait de l'espace pour pouvoir tirer parti d'une volatilité potentiellement accentuée.

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.