

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Moins n'est pas mal

Faut-il s'inquiéter du tassement des indicateurs avancés de l'économie européenne observé au fil des derniers mois ? Si la question se pose, c'est qu'il y a des arguments en faveur de la circonspection mais, au total, notre réponse penche clairement du côté rassurant.

Au fil des deux dernières années, nous avons eu le plaisir de voir les attentes de croissance sur le Vieux Continent être continuellement révisées à la hausse. Ainsi, pour l'année 2018, le FMI annonçait en janvier 2017 une croissance de 1,6%. Dans sa dernière édition du « World Economic Outlook », publiée en avril, le même FMI annonçait un pourcentage de 2,4%. Aujourd'hui, le vent a tourné. Ainsi, la Banque Centrale Européenne (BCE) qui s'attendait il y a peu à un même taux de croissance de 2,4% pour l'année en cours, a tout récemment abaissé la prévision à 2,1%. Quelles sont les raisons de cette inflexion ? Parmi les facteurs explicatifs potentiels, isolons-en quatre :

- La hausse du prix du pétrole, accentuée par l'appréciation du dollar par rapport à l'euro, sachant que la zone euro, comme le Japon, à la différence des Etats-Unis, est grande importatrice d'énergie fossile ;
- Les turbulences politiques internes, avec, en particulier, l'émergence d'une coalition populiste en Italie qui, sans parler de la dimension éthique, suscite des doutes sur le plan budgétaire et sur le projet européen ;
- La persistance des velléités protectionnistes de l'Administration Trump, avec une extension possible des secteurs de l'acier et de l'aluminium vers d'autres domaines plus sensibles, dont celui de l'automobile, ce qui affecterait le moteur allemand de la zone euro ;
- Les indicateurs avancés ne peuvent pas ad infinitum annoncer une accélération de la croissance.

Si nous restons sereins par rapport aux perspectives de l'économie européenne, c'est sur la base des éléments suivants. Premièrement, il faut voir que les indicateurs économiques avancés, s'ils se tassent, restent à des niveaux soutenus. Ce tassement est annonciateur non de récession mais de baisse de tempo de la croissance. Oui, l'indice relatif à l'industrie manufacturière est au niveau le plus faible sur 15 mois mais, à 55,5, il reste bien au-dessus du seuil de 50 associé à une baisse d'activité. Ni les Etats-Unis, ni la Chine ne semblent voir leur taux de croissance diminuer. Ceci et l'appréciation de la monnaie américaine devraient soutenir les exportations européennes, tandis que les dépenses de consommation résisteront grâce à l'évolution favorable des revenus des

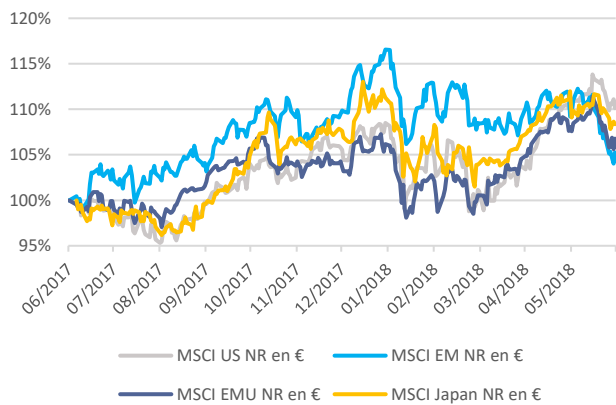
ménages (un effet emploi plus qu'un effet salaire) et que les dépenses d'investissement privé sont bien orientées après des années de modération. La belle rentabilité des entreprises et la faiblesse des taux d'intérêt les soutiendront.

Deuxièmement, le ralentissement actuel ne serait que normal. La croissance économique potentielle à moyen terme est généralement estimée à quelque 1,5%. Ainsi, le FMI annonce pour 2023 une croissance de 1,4% tant aux Etats-Unis que dans la zone euro. Il n'est pas raisonnable de penser que l'économie puisse durablement croître à un rythme largement supérieur à ce taux tendanciel sans créer des tensions, des surchauffes et des bulles. Certes, il est loisible d'estimer que le PIB européen est aujourd'hui encore en-dessous de ce qu'il aurait été si nous extrapolons la croissance d'avant 2008, ce qui laisserait encore du mou, appelé « output gap », à rattraper. Mais ce raisonnement est doublement erroné. D'une part, la croissance d'avant 2008 n'était pas soutenable, étant pour partie la résultante d'un emballement du crédit. D'autre part, la crise a tiré vers le bas le sentier de croissance potentielle de l'économie.

Troisièmement, la croissance actuelle est de bonne qualité. Bien sûr, elle résulte pour partie d'une politique monétaire accommodante, par nature pas éternelle, mais en même temps elle est caractérisée par de nombreux points positifs : retour de la croissance en Grèce, disparition des déficits commerciaux nationaux chroniques dans la zone euro, baisse du chômage et hausse du taux d'emploi, absence de dérapage budgétaire, adoption de réformes structurelles au niveau européen (un budget de la zone euro est en gestation) comme au niveau national (fiscalité, retraite, marché du travail, accompagnement des chômeurs, ...) et reprise de l'investissement des entreprises. Ce dernier élément est d'importance, car il conditionne les gains de productivité futurs et, espérons-le, un regain de concurrence.

« On a autant le goût avec un peu qu'avec beaucoup », disait mon grand-père maternel pour tempérer la consommation de sucreries de ses petits-enfants. En matière économique, et même si cela nourrit le consumérisme, on préfère plus à moins, à commencer en termes de croissance, mais le moins européen actuel ne doit pas faire penser à mal. Et savourons la douce torpeur de l'été.

Performance des marchés d'actions



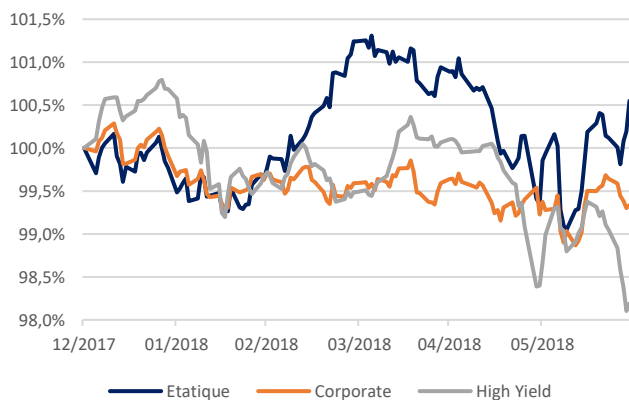
Source: Bloomberg

MARCHES D' ACTIONS

Depuis le début de l'année les bourses pataugent. En devises locales et incluant les dividendes, l'indice japonais recule le plus (-3.5%) et la zone euro termine tout juste en territoire négatif. Les marchés Emergents terminent dans le vert grâce à un petit sprint de fin de mois. Aux Etats-Unis, la performance est légèrement positive grâce aux géants de la technologie qui continuent de progresser.

Ce n'est pas l'économie mais la politique qui est en filigrane de ces évolutions. La menace protectionniste est sans doute le premier facteur explicatif, auquel s'ajoute, pour la zone euro, les préoccupations relatives à l'Italie et, au-delà, au projet européen. Grâce à l'affaiblissement de l'euro le Japon affiche un return tout juste positif (+0.9%) et aux Etats-Unis on dépasse même les 5%. En moyenne les devises des marchés émergents reculent vis-à-vis l'euro de sorte que leur performance en euro sur le semestre est de l'ordre de -4%

Evolution des indices obligataires



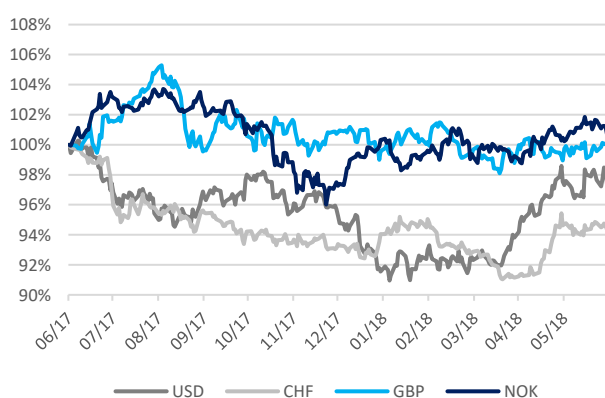
Source: Bloomberg

MARCHE OBLIGATAIRE

A la différence des années précédentes, le risque n'a pas payé ce semestre-ci en matière obligataire. Les emprunts italiens ont clairement souffert de la hausse des taux liée à la formation d'un gouvernement populiste. En leur globalité les obligations étatiques de la zone euro sont à l'équilibre grâce à l'effet « *flight to quality* » dont ont bénéficié les pays plus au nord de la zone, à commencer par l'Allemagne.

Le supplément de rendement – appelé le « *spread* » – offert par les obligations d'entreprise (« *corporate* ») de qualité vis-à-vis des obligations souveraines était trop faible pour compenser la pression sur les cours. Ainsi la performance de ces obligations était légèrement négative (-0.7%). Au niveau des obligations dites à haut rendement, le rendement exigé a significativement augmenté, de telle sorte que, malgré des taux d'intérêt plus élevés, la performance finale s'est révélée négative, de l'ordre de 2%

Evolution de cours de change face à l'euro



Source: Bloomberg

MARCHES DES DEVICES

Comme indiqué ci-dessus, l'euro a eu à affronter des vents contraires. Il s'est agi d'un certain affaiblissement des indicateurs précurseurs – qui ne pouvaient pas rester à un tel niveau de surrégime – et plus encore des interrogations de type politique. Au premier semestre, l'euro s'est déprécié vis-à-vis de toutes les devises importantes, hormis la livre sterling. Nul besoin de chercher l'explication ici, il s'agit bien entendu des dilemmes posés au Royaume-Uni par le Brexit. Les devises des marchés émergents ont aussi eu à pâtir de la résurgence des réflexes protectionnistes.

ALLOCATION & STRATEGIE

Les titres sur la politique commerciale...

La **tendance** à avoir **des nouvelles moins favorables s'est prolongée** ces dernières semaines. Nous avons analysé la décélération des indicateurs conjoncturels dans la zone euro et la dégradation des perspectives politiques en **Italie** dans notre précédente édition. Plus récemment, c'est évidemment la **détérioration du climat en termes de relations commerciales** internationales qui a occupé les esprits et les marchés. Ceux entre les Etats-Unis et la Chine se trouvent clairement sous pression. Ce mois-ci, les deux pays devraient introduire des droits à l'importation réciproques sur environ \$50 milliards de biens et de services. Depuis, D. Trump a menacé de porter ce montant à \$200 milliards. Le fait que les Etats-Unis ont introduit des droits d'importation aussi à l'encontre des alliés historiques que sont le Canada et l'Union européenne, et cela sur la base d'un argument de « sécurité nationale », histoire de contourner les règles de l'Organisation Mondiale du Commerce, est à tout le moins étrange. Il ne faut pas espérer que la tension se dissipe rapidement.

... poussent les bonnes nouvelles au second plan

L'attention portée à ces développements risque de biaiser négativement la perception de l'environnement actuel. Ainsi, **la croissance mondiale reste bien orientée**, malgré la décélération de certains indicateurs précurseurs. Et malgré la rhétorique, le niveau effectif du commerce international a encore cru en ce début d'année. La demande de pétrole connaît une croissance supérieure à la tendance historique. Deux indicateurs que l'économie mondiale continue de bien tourner. Et cet **environnement macro-économique favorable se traduit dans des révisions d'attentes de bénéfices** clairement à la hausse.



Les actions restent attrayantes ...

La combinaison de bénéfices bien orientés et de cours sur les bourses stables, voire en léger déclin, a remis **les valorisations en ligne avec la moyenne historique**, qui est de l'ordre de 15 fois les bénéfices attendus. En 2004, on a pu observer des valorisations similaires pour une économie mondiale en aussi bonne forme mais avec le sérieux bémol qu'à l'époque les taux d'intérêt étaient deux fois plus élevés. En regard de son propre historique, le marché mondial des actions nous semble donc correctement valorisé ; **en regard des obligations, il apparaît clairement attrayant**, même si la remontée récente des taux aux Etats-Unis a diminué cette attractivité.

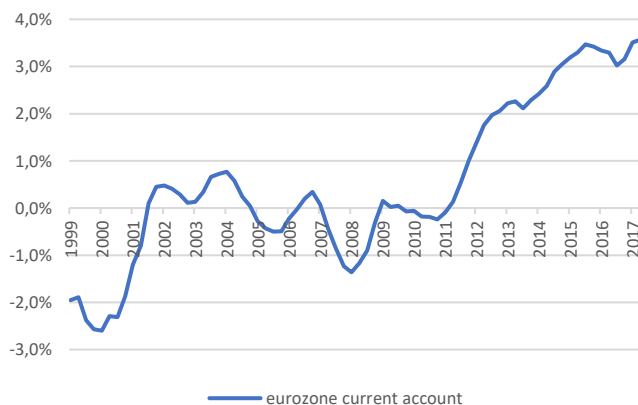
... mais risquent de devenir plus volatiles

Le mélange de facteurs positifs et négatifs invite à penser que la volatilité des marchés d'actions sera plus élevée que l'an dernier. Nous maintenons notre surpondération en actions mais estimons que **les circonstances se prêtent à une allocation plus dynamique**, où une hausse des cours incitera à diminuer le poids des actions pour l'augmenter quand ils seront sous pression.

Un peu plus prudent mais toutefois positifs sur la zone euro

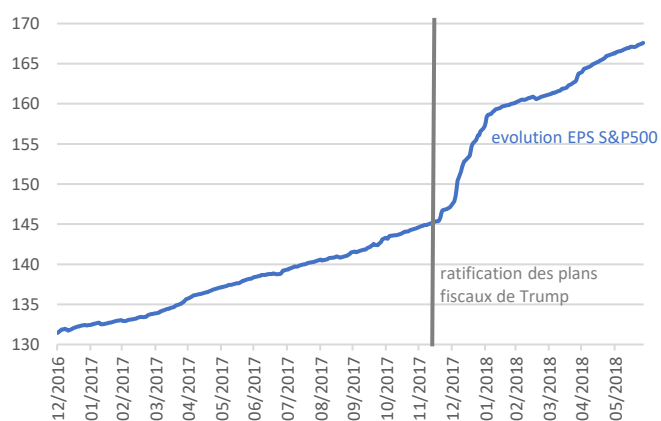
En zone euro, la décélération évoquée ci-dessus a concerné tant des données « dures » (les statistiques relatives à l'activité telle qu'observée) que les indicateurs précurseurs dits de sentiment. Des facteurs temporaires ont pesé sur l'activité, tels que la météorologie ou la santé publique (épidémie de grippe). Pour ce qui est du sentiment : les attentes ne pouvaient pas rester éternellement sur un sentier de croissance aussi vive.

La conjonction d'un **momentum économique moins affirmé** et d'une **prime de risque accrue en raison de la situation politique en Italie**, et plus généralement en Europe, nous a amenés à un positionnement plus prudent vis-à-vis des actions de la zone euro. Toutefois, **nous continuons de plaider pour une surpondération**. Compte tenu du fait que la rentabilité actuelle des entreprises est toujours en-dessous de sa moyenne, une **valorisation** à 14 fois les bénéfices attendus **n'est pas exagérée**. Et **en comparaison avec des obligations corporate ou étatiques**, les actions sont **attrayantes, voire très attrayantes**. La **politique monétaire reste un facteur de soutien** important. Bien que la Banque centrale européenne (BCE) a – en ligne avec les attentes – indiqué que les rachats dans le cadre du programme dit d'assouplissement monétaire, ou QE, seront limités à €15 milliards par mois à partir de septembre et arrêtés à la fin de l'année, M. Draghi a aussi indiqué qu'il ne faut pas s'attendre à une hausse des taux officiels avant septembre 2019. Ceci est clairement plus tard que ce que le marché avait escompté. Par ailleurs, la récente hausse du dollar renforce la position compétitive de la zone euro pour les trimestres à venir. Nous estimons toutefois que ce facteur est temporaire. Le stimulus fiscal aux Etats-Unis conduira à une inflation plus élevée et la position d'exportateur net de la zone euro augmente la demande pour la monnaie unique. Ces deux éléments exerceront une pression à la hausse sur l'euro, dominant l'impact du différentiel historiquement élevé de taux en faveur des Etats-Unis.



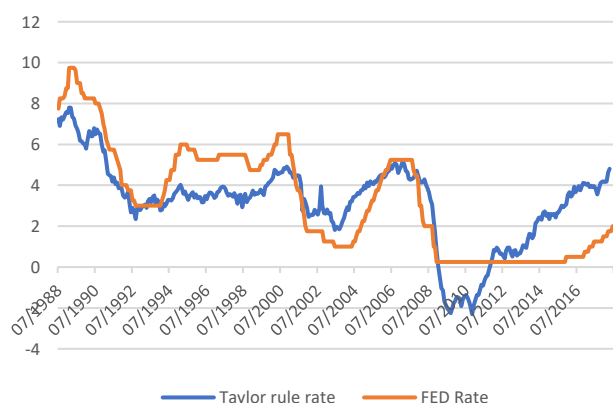
Prudence, sans exagération, aux Etats-Unis

Outre-Atlantique, l'économie est portée par la consommation et la politique budgétaire expansionniste de Trump. Toutefois, nous restons plus prudents vis-à-vis des actions américaines. Le cycle économique – bien que nous estimons qu'une récession n'est pas pour demain – y est déjà fort avancé. A 16 x les bénéfices attendus, **la valorisation y est plus exigeante**, malgré le fait que la croissance des bénéfices soit très soutenue. La prudence est de rigueur quant à la **possibilité de maintenir de telles marges bénéficiaires**. Toutefois nous limiterions la sous-pondération puisque **bon nombre d'éléments positifs** sont présents. Les **indicateurs précurseurs** indiquent que la croissance économique restera soutenue. Et si nous sommes d'avis que, sur le plus long terme, **les mesures fiscales** feront plus de tort que de bien, elles gonfleront les bénéfices sur le plus court terme. Le graphique ci-dessous met clairement en évidence la progression des attentes de bénéfices de l'ordre de 10%.



Source: Bloomberg

La **composition** différente **des indices** plaide en faveur des Etats-Unis. Des géants technologiques tels que Amazon, Google, Facebook et bien d'autres, majoritairement cotés aux Etats-Unis continuent de bien performer. Pour sa part, la **politique monétaire** restera relativement **accommodante** malgré le fait que la FED, comme escompté, a relevé les taux pour la deuxième fois cette année. Malgré cette hausse, ils restent inférieurs à l'inflation. Sur la base du modèle dit de la règle de Taylor – un indicateur de ce que serait le niveau « neutre » des taux courts –, la FED mène encore et toujours une politique stimulante, même si la FED a fait comprendre au marché que deux nouvelles augmentations de taux sont à attendre d'ici la fin de l'année.



Source: Bloomberg

Nous surpondérons les marchés émergents ...

En ce qui concerne les marchés émergents, nous restons, tout comme pour la zone euro, en faveur d'une légère surpondération. Malgré un début d'année en fanfare, les marchés émergents ont souffert au premier semestre. L'exacerbation des tensions commerciales est probablement l'explication la plus importante. La baisse de leurs devises, dont nous avons parlé dans le précédent Spotlight, n'aide clairement pas. En moyenne ces devises ont reculé de plus de 6% cette année vis-à-vis du dollar. Le niveau de ces devises se retrouvent aujourd'hui proche du niveau de début 2016, moment de forte inquiétude sur la Chine. Pourtant, bon nombre des sujets de préoccupation d'alors ont été – au moins partiellement – gérés dans l'Empire du Milieu et le FMI a même, dans une étude récente dans laquelle une croissance de l'ordre de 5,5% est prévue à un horizon de 5 ans, accueilli favorablement le changement du focus d'une croissance rapide vers une croissance soutenable. La **valorisation attrayante** (11x les bénéfices attendus) et la **diminution des tensions politiques** dans la péninsule coréenne **compensent** selon nous **les menaces sur le commerce**. Et si la baisse des devises a un impact négatif sur le rendement à court terme, elle augmente la compétitivité de la région sur le plus long terme. En ce moment, nous ne considérons pas de raison suffisamment forte pour empêcher le redressement tant du marché des actions que des devises. La combinaison des deux pourrait même conduire à une jolie performance, mais en étant conscient du risque d'une plus grande volatilité.

... tout comme le Japon

Enfin, notre point de vue sur le Japon reste positif. La politique du premier ministre Abe a clairement **amélioré la gouvernance des sociétés japonaises**. Cette meilleure gouvernance a eu un **impact très positif sur leur rentabilité et sur la discipline en termes d'allocation de capital**. Ainsi, les remontées vers les actionnaires, sous forme de dividendes et de rachats de titres propres, ont été plus généreuses, et la tendance pourrait tabler aussi sur un plus grand recours à l'endettement. Contrairement aux sociétés américaines, leurs consœurs nippones ne sont guère endettées. En outre, la **politique monétaire hyper accommodante** de la banque centrale (BoJ) va se poursuivre. Dans un effort – encore infructueux à ce jour – de tirer l'inflation vers le niveau souhaité de 2%, elle a non seulement cloué les taux longs au raz des pâquerettes, comprenez 0%, mais elle achète en plus environ 1% de la capitalisation boursière par an.

Günter Van Rossem – 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

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.