

**CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Eternel Poséidon**

En Mer Egée, Poséidon est le seigneur des tempêtes et des tremblements de terre. A en juger par les turbulences en Grèce, puis en Turquie, il n'a pas fini d'œuvrer !

La Grèce est sortie tout récemment du 3ème plan d'aide européen. Cela ne signifie pas que tout aille pour le mieux à Athènes mais il s'agit néanmoins du signe tangible d'une amélioration structurelle de l'économie nationale :

- La croissance est revenue : elle est attendue à un petit 2% pour cette année ;
- Les perspectives sont bonnes : après des années de recul, l'investissement croît désormais au rythme de 10% l'an ;
- Le taux de chômage reflue : il est passé de 27% à 20% en l'espace de 5 ans ;
- La situation budgétaire a totalement changé : le pays dégage un excédent structurel primaire (c.-à-d. tenant compte de la conjoncture et hors charges d'intérêt sur la dette) de près de 4%, alors qu'en 2010 il s'agissait d'un déficit de 7% ;
- Le déficit commercial s'est évanoui : la balance courante est à l'équilibre alors qu'elle affichait un trou de 10% du PIB avant la crise.

Bien sûr, le pouvoir d'achat des Grecs a fort souffert, après l'emballage qu'il avait connu avant l'éclatement de la double crise, financière et de la dette publique. L'orientation budgétaire va devoir rester restrictive, notamment en matière de retraites, et cela pour des décennies. L'exode démographique est une hypothèque. La dette publique, à 180% du PIB, demeure non soutenable à long terme aux yeux des experts, et différer le début des remboursements de 10 ans, à 2032, ne répond pas à ce problème. Et la tutelle européenne ne va pas cesser, même si elle va être plus discrète : les Grecs devront continuer à rendre des comptes tous les trois mois.

En filigrane de ces points négatifs, reste posée l'insoluble double énigme de savoir si, au plus fort des tensions, il n'aurait pas été préférable pour le pays et ses habitants, présents et à venir, que la Grèce sorte de la zone euro et fasse défaut sur une partie de ses emprunts. Toutefois, aujourd'hui, l'amélioration macroéconomique est certaine, des ajustements structurels sont en cours et, ayant surmonté cette épreuve, la zone euro a fait montre de résilience.

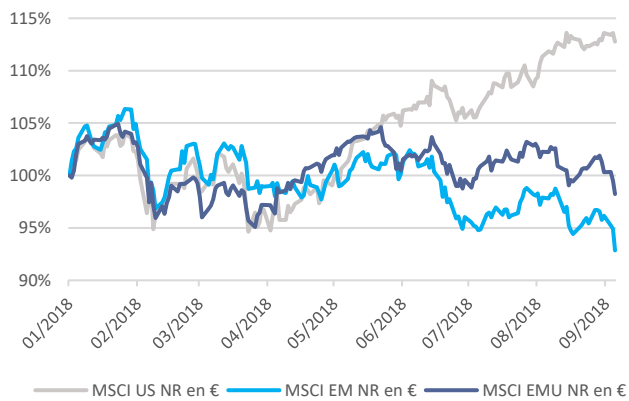
Dans la région, le flambeau des inquiétudes a été passé au rival historique, et néanmoins partenaire au sein de l'OTAN, qu'est la Turquie. Alors que le pays a affiché longtemps une croissance insolente du PIB (supérieure à 7% en 2017), la roue de la fortune a brutalement tourné. La devise a perdu plus d'un tiers

de sa valeur face au dollar depuis le début d'année, l'inflation s'est sensiblement accélérée (16% en rythme annuel) et les grandes agences de notation ont révisé à la baisse leur rating sur la dette souveraine et les banques locales.

Les problèmes de la Turquie répètent la leçon de ceux de la Grèce il y a une petite dizaine d'années, à savoir que l'analyse économique doit d'abord porter sur la soutenabilité, et non sur la performance à court terme. La croissance du PIB peut être vive, mais il ne s'agit pas de se contenter de regarder ce seul paramètre sous peine de courir de grands dangers. En Turquie, derrière la belle croissance, il y avait une consommation intérieure trop dynamique, un endettement privé excessif, un secteur de la construction hypertrophié, des dépenses d'infrastructures déraisonnables, un déficit commercial structurel, et aussi une grave détérioration de la gouvernance. Les marchés financiers n'ont pas pour habitude de se préoccuper d'une dérive autocratique mais quand le népotisme gagne, comme en témoigne la nomination du gendre du Président comme Ministre des Finances, et quand la Banque centrale est mise sous contrôle, il en va autrement. Or, cette dernière va devoir gérer un dilemme connu : un resserrement monétaire semble nécessaire pour endiguer l'inflation, mais alors l'activité, déjà en décélération, souffrira davantage.

Faut-il craindre un effet de contagion ? La réponse est largement négative. Vis-à-vis de l'Europe, il y a différents canaux de transmission potentiels, comme celui de nos exportations vers la Turquie et celui de l'exposition du système bancaire européen au risque turc, mais la sensibilité de l'Union est limitée. Il y a bien aussi la question migratoire, où la Turquie est rémunérée pour faire barrage à l'exode vers l'Europe, et on ne peut exclure la tentation du chantage, mais la crédibilité de celui-ci serait faible. De même, la contagion vers d'autres pays émergents doit être relativisée. Regrouper ces pays sous une telle appellation générique ne doit pas cacher les spécificités de chacun d'entre eux. Oui, la Turquie fait partie du club des « Cinq fragiles », un concept né en 2013. A l'époque, elle était en compagnie de l'Inde et du Brésil, notamment. Aujourd'hui, ce club compte toujours la Turquie mais l'Inde et le Brésil n'en sont plus, et ont été remplacés par l'Argentine et l'Egypte, des pays qui pèsent nettement moins lourds dans l'économie mondiale. Ceci conforte l'idée que le risque de contagion doit être vu comme minime.

## Performance des marchés d'actions

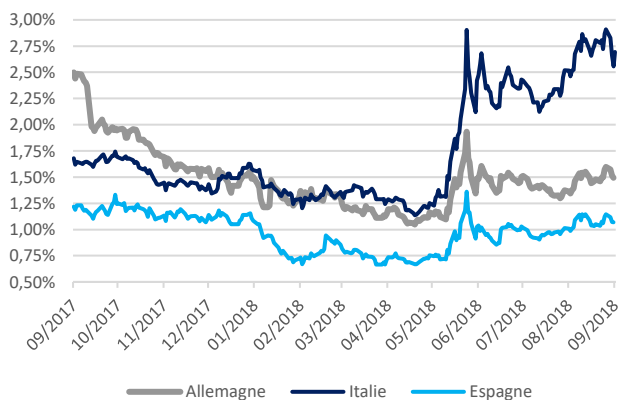


Source: Bloomberg

## MARCHES D' ACTIONS

Le schisme dans les marchés d'actions qui s'est créé quand la rhétorique du président américain Donald Trump en termes de relations commerciales est devenue, à la mi-mai, clairement plus agressive, s'est approfondi pendant l'été. La zone euro a pataugé et l'absence d'orientation claire sur le plan des résultats des entreprises n'a pas aidé. Les marchés émergents qui sont considérés comme les plus grandes victimes potentielles des tensions protectionnistes ont souffert et la forte baisse de leurs devises a accentué le recul. A l'opposé, se trouve de nouveau cette année le marché américain. La combinaison de la hausse des cours – portés par des bénéfices vraiment excellents – et de l'appréciation du dollar le fait progresser de quasi 15% en euro depuis le début de l'année.

## Evolution des spread par rapport au taux 10 ans allemand



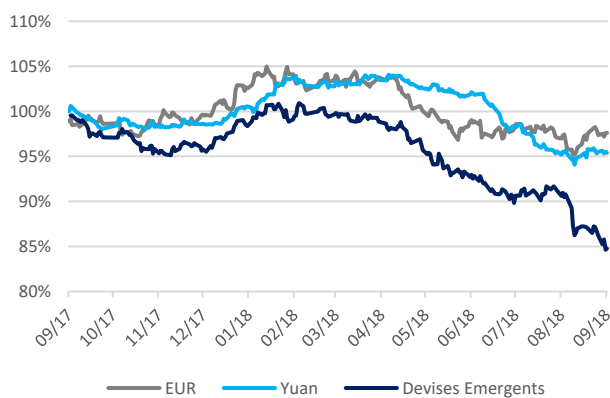
Source: Bloomberg

## MARCHE OBLIGATAIRE

De manière globale, les marchés obligataires ont été plutôt calmes pendant l'été, à l'exception de la Turquie et de l'Argentine. Les cours de leurs obligations et devises ont été mis sous forte pression. Mais ces deux pays sont quantités quasi négligeables sur le marché obligataire mondial.

Ce relativisme n'est pas approprié pour l'Italie, un des plus importants débiteurs au monde. Malgré le fait que les taux longs se sont quelque peu tassés après le pic initial ayant immédiatement suivi la formation du nouveau gouvernement populiste, la tension, après avoir reflué, est revenue, alimentée par la crainte d'un dérapage budgétaire. Soulignons ici que le Portugal et l'Espagne, qui, initialement, avaient souffert en raison d'un possible contagion, se sont ensuite « désolidarisés ». Ceci est un signe que les marchés estiment que le problème italien est domestique avant d'être européen.

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



Source: Bloomberg

## MARCHES DES DEVISES

Sur le marché des devises, le fait marquant a été la vigueur du dollar. Après la dépréciation du début d'année, il s'est sensiblement renforcé à partir du milieu du deuxième trimestre. Pendant l'été, il s'est stabilisé par rapport à l'euro mais a accentué son appréciation par rapport aux devises émergentes. Ceci s'explique aisément par l'aggravation des tensions en matière de commerce international. En outre, les vicissitudes du peso argentin et la livre turque ont alimenté un sentiment négatif sur le cours de change d'autres devises des pays émergents.

## ALLOCATION & STRATEGIE

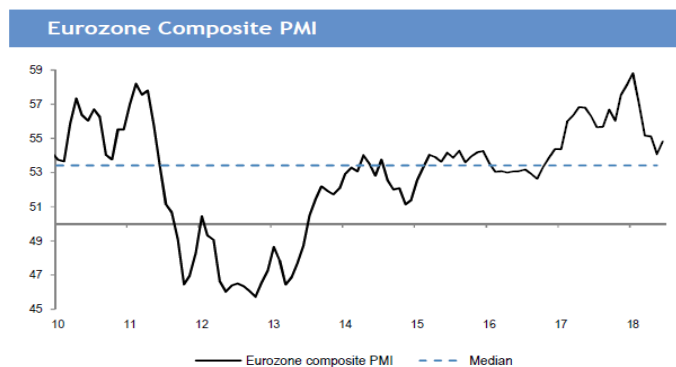
### Le consommateur global se porte à merveille...

La confiance des consommateurs s'est stabilisée à un niveau historiquement élevé au sein des pays industrialisés. **Le consommateur européen puise cette confiance dans le recul du chômage**, dont le taux est descendu en-dessous de la moyenne des 20 dernières années. Dans les pays du Nord de l'Union, à commencer par l'Allemagne, le marché de l'emploi devient de plus en plus serré, ce qui se traduit en une augmentation des salaires au-delà de l'inflation, mais qui reste toutefois fort modérée.

**Aux Etats-Unis, le consommateur est également encouragé par un marché du travail serré.** Les PME indiquent que trouver de « bons » employés n'a jamais été aussi difficile. Cet environnement professionnel et la **contraction significative de la dette des ménages depuis la crise** soutiennent non plus seulement les achats courants mais aussi l'acquisition de biens plus onéreux comme les voitures qui ont retrouvé des niveaux d'avant crise.

### ... l'image chez les producteurs est plus diffuse.

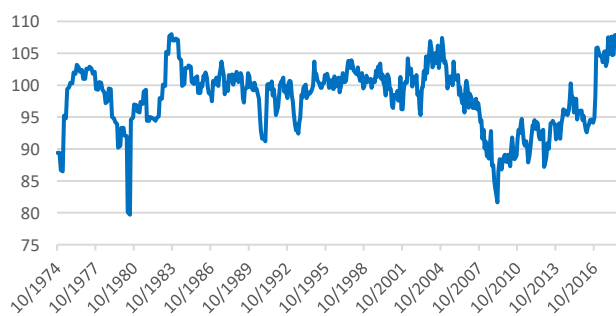
L'augmentation des **tensions** politiques, et en particulier celles relatives à la politique commerciale américaine, a **affecté la confiance des entreprises européennes.**



Source : JP Morgan

Toutefois cet affaiblissement ne nous inquiète pas. Certes, la baisse des indicateurs précurseurs « PMI » a été significative mais s'est produite au départ d'un niveau élevé. L'indice actuel reste au-delà de la moyenne des dernières années. Les données les plus récentes indiquent que la confiance a regagné un peu de terrain. **Aux Etats-Unis, on est bien loin d'une diminution de la confiance des entreprises.** Au contraire ! La confiance des PME américaines se trouve au niveau le plus élevé depuis que cette statistique est mesurée, il y a presque 50 ans.

### NFIB Optimism index



Source : Bloomberg – NFIB

### Une croissance au-delà de la croissance tendancielle

Aux **Etats-Unis**, la combinaison de hauts niveaux de confiance pour les ménages et les entrepreneurs a tiré la croissance à **4% en rythme annualisé**, bien au-delà de la croissance de ces dernières années. En **zone euro**, la croissance s'est montrée légèrement moins soutenue que ce qui a pu être observé l'année passée. Toutefois, à **1,6%**, elle reste au-delà de la croissance tendancielle qui se trouve sous pression suite au vieillissement de la population.

### Les tensions (géo-)politiques montent

L'atmosphère s'est montrée moins bonhomme au niveau (géo)politique. L'été a été rythmé par les interrogations récurrentes sur **l'Italie**, par les problèmes de **la Turquie** et par l'avalanche de tweets venant de la Maison-Blanche. Avec son – absence de – style, **D. Trump a alimenté la pression au niveau des relations commerciales.** Nous tablons sur le fait que **l'impact sur le commerce mondial restera limité** : le commerce bilatéral entre la Chine et les Etats-Unis représente à peine 3% du commerce mondial. Des économistes de JP Morgan ont calculé que si les Etats-Unis introduisaient de tels droits d'importations sur toutes ses importations en provenance de tous leurs partenaires – si le mot « partenaires » a encore un sens – commerciaux et donc pas seulement la Chine, et si tous ces partenaires contre-attaquaient avec un même ordre de grandeur, la croissance mondiale se trouverait amputée de 0,4% point de pourcentage. Ce serait désagréable mais loin d'être inquiétant. De plus, il reste fort improbable qu'un tel scénario se produise. A ce stade, seules les relations avec la Chine tournent à l'aigre. Avec les autres partenaires commerciaux significatifs, les discussions laissent penser à des termes commerciaux pas trop différents de ceux d'application actuellement. Que les déclarations tonitruantes puissent être suivies d'actes tempérés laisse espérer qu'un accord devrait pouvoir être trouvé avec la Chine avant que les tensions ne s'enveniment trop.

### Le succès de la stratégie de Trump est mitigé

Les **nouveaux accords** avec la zone euro et le Mexique peuvent être vendus comme des victoires mais aussi comme du **vieux vin avec de nouvelles étiquettes. En même temps, les Etats-Unis semblent se tirer une balle dans le pied.** La rhétorique américaine assure que ses concurrents commerciaux vont pouvoir conclure plus facilement des accords bilatéraux. **Depuis le printemps le dollar s'est renforcé suite au rhétorique tonitruante**, de l'ordre de 7% vis-à-vis l'euro, de 9% par rapport au yuan et de 15% par rapport à la moyenne des devises des marchés émergents. Cette hausse augmente l'attractivité de produits importés pour Joe Sixpack, l'Américain moyen, **contrecarrant ainsi les mesures protectionnistes** de Trump, **au moins partiellement.** Le plus grand risque d'une escalade des tensions commerciales est celui de son impact sur le sentiment. Il pourrait mettre sous pression la confiance des entreprises, ce qui pourrait mener à une diminution des investissements et des recrutements.

### Surtout les sociétés américaines sont devenues meilleur marché

Ces derniers mois, les actions sont globalement devenues meilleur marché. En Europe, cette tendance est due à la combinaison de la stagnation des cours avec une légère

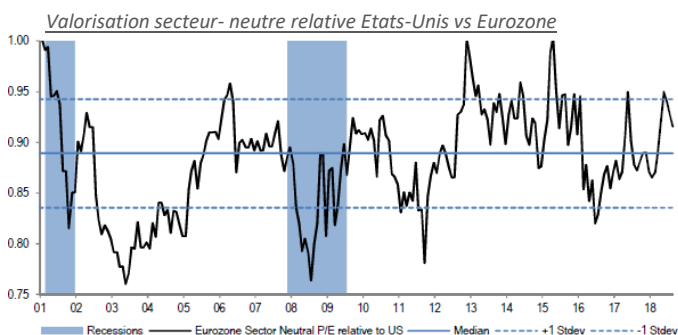
augmentation des bénéfiques. Aux Etats-Unis, l'envolée des bénéfiques a plus que compensé les augmentations des cours. Après un premier trimestre qui ne peut être vu que comme excellent, les sociétés américaines ont continué sur leur élan et pas moins que 85% des sociétés ont fait mieux que ce qui était attendu. Elles **tirent parti de la diminution des impôts**. Ce n'est pas tout. **Les sociétés ont racheté en masse leur propres actions**. Des analystes estiment que pour la fin de l'année le cap des mille milliards de dollars sera dépassé, un doublement en comparaison avec l'année précédente. L'optimisation fiscale et financière a donc joué un rôle mais n'en oublions pas les performances des entreprises, qui sont plus pérennes. **Les revenus des sociétés ont augmenté de quasi 10% en rythme annualisé**, au-delà d'attentes exigeantes.

*Il n'y a pas que les GAFA aux Etats-Unis...*

La perception que la bonne performance boursière des Etats-Unis ne s'explique que par la hausse des GAFA et autres stars de la technologie est fautive. Nous n'allons pas nier que leur poids important a contribué à la bonne performance de l'indice. Toutefois en donnant à toutes les entreprises du S&P500 – de la plus grande à la plus petite – le même poids (soit 0,2%), on peut observer que la performance boursière, de jour en jour, est très similaire. Ce n'est qu'en août, quand des géants tels que Amazon et Apple ont fortement monté, que le S&P500 traditionnel a surperformé cet indice « *équilibré* ». **Il en ressort que la performance du marché n'est pas le fait d'un petit nombre d'entreprises, ce qui en augmente la durabilité.**

*... mais ils sont co-responsables pour une prime de valorisation*

La différence de composition sectorielle rend le marché américain plus attrayant. Le secteur de **la technologie pèse pour environ 25% dans le S&P500**. Or, celui-ci bénéficie d'une **croissance qui est structurellement plus élevée** et est caractérisé par des avantages d'échelle croissants. On parle d'effets de réseau. **En Europe, le poids lourd est le secteur financier, qui, lui, est clairement moins attrayant** avec un modèle de revenus sous pression et des avantages d'échelles que lime le lien imposé par le régulateur entre taille et exigence de fonds propres. Si on donnait le même poids sectoriel à l'indice européen qu'à l'indice américain, il apparaîtrait que **l'attractivité relative, en termes de rapport cours/bénéfice, du marché européen a significativement diminué**. L'explication est simple, à savoir la différence dans l'évolution des bénéfices entre les deux rives de l'Atlantique.



Source : JP Morgan

*Continuer de surpondérer les actions ...*

Les niveaux de valorisation et les attentes de résultats plaident pour une surpondération des actions au sein du portefeuille, malgré la rhétorique protectionniste. **Les marchés émergents ont le plus à perdre d'une escalade du conflit commercial** Amérique-Chine mais nous estimons que ce risque est **déjà intégré dans les cours** de bourse et les taux de change. Toutefois, la réaction initiale du marché serait négative. Les prévisions sur le moyen terme restent bien orientées. La valorisation plus élevée en termes absolus du marché américain est partiellement compensée par une composition sectorielle qui est liée à une croissance plus soutenue. Vu que les valorisations sont devenues plus raisonnables grâce aux bons résultats du semestre passé, nous **plaidons pour limiter la sous-pondération des actions américaines**. **Au niveau des actions de la zone euro**, il faut tenir compte de la moins bonne dynamique des résultats et, au-delà, d'une valorisation, hors effets de composition sectorielle, moins attractive en termes relatifs. L'investisseur pourrait **chercher à réduire sa surpondération sur rebond**.

*... et sous-pondérer les obligations*

Le marché obligataire s'est fait remarquer par sa stabilité, hormis en Italie et dans des marchés émergents. S'agissant de Rome, la crainte est celle d'un relâchement de la discipline budgétaire alors que l'Etat est fort endetté et que la croissance reste structurellement faible. Les taux allemands sont restés stables. L'inattractivité du taux offert a été compensée par l'incertitude italienne. Joue également un effet plus structurel, à savoir que l'offre de papier allemand diminue en termes absolus. Les six premiers mois de l'année, l'Allemagne a en effet dégagé un surplus public de quasi €50 milliards. On s'attend à ce que l'endettement public passe en-dessous de 60% du PIB vers la fin de l'année, venant de 64% en début janvier.

Aux Etats-Unis, les taux ont été aussi remarquablement stables malgré des chiffres et une politique qui augmentent les risques de surchauffe de l'économie et d'accélération de l'inflation. L'explication est probablement du même ordre : un « *flight to quality* » correspond à l'aversion envers les marchés émergents.

Nous restons prudents au niveau obligataire. **Les taux ne sont toujours pas attractifs**. Nous continuons donc de plaider pour une **sous-pondération significative** de cette classe d'actif – **en faveur du cash** – et pour une durée (sensibilité aux taux) limitée. Pour ceux qui sont à même de supporter une volatilité accrue dans leur portefeuille, **une position en obligations souveraines italiennes a du sens**. En ce qui concerne les obligations corporate – investment grade ou haut rendement –, nous maintenons notre position. Malgré la hausse des spreads depuis le début de cette année, nous les considérons comme toujours insuffisants en regard des normes historiques et des risques les concernant, qui sont en train de monter.

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](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.