

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : La Chine ne courbera pas l'échine

Les mots peuvent être trompeurs. Dans le mot « protectionnisme », s'entend le mot « protection ». Or, le protectionnisme est loin de toujours protéger celui qui y a recours. En fait, en suivant la suggestion de G. Mankiw, les économistes feraient bien de remplacer l'usage du terme « protectionnisme » par celui de « isolationnisme » ; ce serait une source d'ambiguïté en moins. Nous avons déjà eu l'occasion d'écrire ceci ... mais cela reste malheureusement d'actualité, vu les mesures promues à l'heure actuelle par la Maison-Blanche.

Vu que les Etats-Unis ont choisi la voie de l'escalade dans l'imposition de taxes sur l'importation de biens en provenance de Chine, il importe de chercher à cerner les conséquences macroéconomiques et financières que cela pourrait avoir. C'est l'exercice auquel nous allons nous livrer ici.

Le premier effet potentiel est de stimuler la substitution de biens produits localement à des biens importés et la relocalisation aux Etats-Unis d'activités ayant été déplacées vers la Chine. C'est l'effet auquel pensera spontanément l'homme – et la femme – de la rue. Pourtant, sans bien entendu l'exclure, la portée de cet effet ne peut être que très limitée. Même si les taxes à l'importation sont portées à 25%, l'avantage en termes de coûts salariaux de la Chine restera substantiel. De plus, l'entrepreneur sera plus qu'hésitant avant de se lancer dans des investissements aux Etats-Unis, sachant que l'avantage compétitif donné à la production locale est limité à une comparaison avec la Chine et que, qui plus est, cet avantage peut disparaître encore plus vite qu'il est apparu. Il y a aussi que le marché du travail est tendu aux Etats-Unis, y compris pour les bas salaires. Trouver la main-d'œuvre adéquate ne sera pas aisé. Et enfin, n'oublions pas que le phénomène de délocalisation vers les économies émergentes est loin d'avoir la quête de compression de la masse salariale comme unique motivation.

Un deuxième effet possible est la substitution d'autres pays émergents à la Chine comme source de certaines importations américaines. A concurrence de cet effet, les mesures protectionnistes de D. Trump n'auront évidemment aucune conséquence sur l'économie outre-Atlantique.

Un troisième effet à envisager est que les exportateurs chinois abaisseront leurs prix de vente. Dans ce cas, la mesure n'affecte pas les producteurs et consommateurs américains, elle ne fait que bénéficier au Trésor américain. L'ampleur de cet effet sera plus que vraisemblablement aussi minime. L'exportateur chinois souhaitera ni afficher qu'il vendait trop cher, ni devoir maintenir des prix bas le jour où les taxes américaines baisseront. En outre, ses clients autres qu'Américains demanderaient à eux aussi bénéficier de cet abaissement de prix.

Un quatrième effet à considérer est que ce soit l'importateur et le distributeur américains qui absorbent la taxe à l'importation.

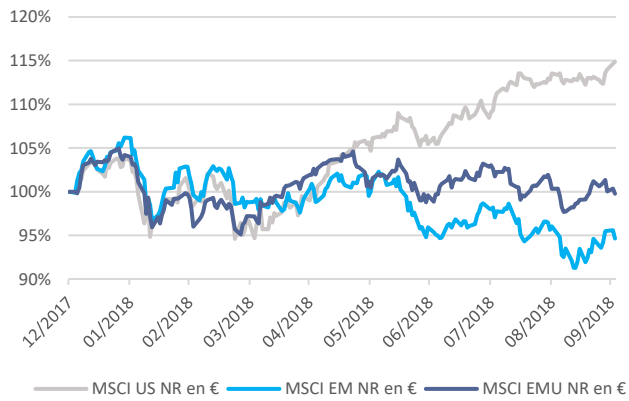
Dans un tel cas, la taxe à l'importation est sans effet sur le solde commercial et s'analyse comme une taxe sur l'activité économique américaine. On est fort loin de l'objectif poursuivi!

Il y a enfin un cinquième effet à évoquer : que les exportations chinoises renchérissent et que cette hausse des prix soit répercutée par les importateurs dans leurs propres prix de vente. Ceci est de loin ce qui apparaît le plus probable, en raison des limites à la substituabilité, de la réticence des intervenants à prendre la hausse des taxes à leur compte et de l'état de santé de l'économie américaine. Ce dernier est tel que les vendeurs américains se sentiront à même de pouvoir répercuter la hausse des prix d'achat dans les prix de vente. Bien sûr, ce renchérissement est de nature à réduire le volume des achats des biens concernés et donc à pénaliser l'activité en Chine. De grands effets de déplacement de la demande ne sont toutefois pas à attendre. La hausse du prix des jouets chinois pourrait inciter des parents à limiter le nombre de cadeaux d'origine chinoise sous le sapin au profit d'une excursion à Disneyland ou à la pizzeria du coin. Ceci ne peut évidemment être exclu mais a une portée que relativise les limites à la substitution dans le comportement d'achat des agents économiques.

Il est hautement improbable que la Chine s'aplatisse devant les récriminations américaines. C'est une question d'orgueil mais aussi parce que les reproches américains ne portent pas là où ils seraient davantage fondés, parce que le coût pour l'économie chinoise ne sera pas majeur et parce que les autorités disposent des moyens nécessaires pour compenser les effets de ce protectionnisme. Elle a d'ailleurs déjà adopté des mesures de soutien, notamment en matière de fiscalité. Rappelons, en incise, que si les exportations restent de première importance pour l'Empire du Milieu, le solde de sa balance commerciale, en pourcentage du PIB, est une fraction de celui de l'Allemagne ou des Pays-Bas.

Au total, les taxes imposées par l'administration américaine se révéleront de nature « stagflationniste », c'est-à-dire qu'elles pénaliseront l'activité tout en alimentant l'inflation aux Etats-Unis. Ce bilan négatif invite à penser qu'elles ne dureront pas, surtout que les restrictions imposées en matière d'immigration ont le même double effet, avec une plus grande sensibilité de l'électorat en regard de cette seconde question. La globalisation de l'économie n'est pas sans critique mais les mesures américaines n'y répondent pas, et sont auto-pénalisantes. Même si la notion de « doux commerce » de Montesquieu apparaît lointaine, il peut être tablé sur le fait que la guerre commerciale ne dégénérera pas.

Performance des marchés d'actions



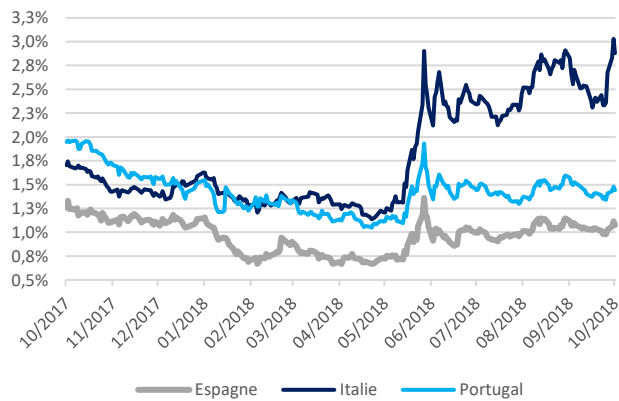
Source: Bloomberg

MARCHES D' ACTIONS

Avec les trois quarts de l'année déjà derrière le dos, les contours de l'année boursière 2018 commencent à se dégager. Sauf si le traditionnel rallye de fin d'année devait être beaucoup plus marqué que d'habitude, ce ne sera pas un grand cru. Sauf, bien entendu, à avoir investi une large majorité de son patrimoine aux Etats-Unis, et en particulier dans certains secteurs de la bourse. La nouvelle appréciation du dollar a renforcé cette surperformance. Dans un portefeuille suffisamment diversifié, en revanche, les performances médiocres de la zone euro (stable) et des émergents (-5%) pèsent.

Ce qui est frappant est la divergence de performance depuis la mi-mai quand les escarmouches commerciales ont commencé. Jusqu'à nouvel ordre, les marchés pensent clairement que les Etats-Unis en seront les gagnants et les pays émergents les perdants.

Evolution des spread par rapport au taux 10 ans allemand



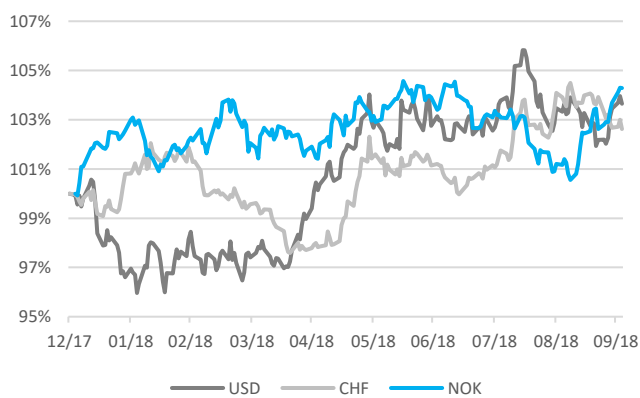
Source: Bloomberg

MARCHE OBLIGATAIRE

Après avoir baissé de quelques dizaines de points de base, le spread italien s'est à nouveau brutalement tendu. Cela s'explique par le fait que le Ministre des Finances n'a pas su faire prévaloir sa ligne budgétaire plus prudente et dû revenir sur son engagement de limiter le déficit public, et ni les marchés ni la Commission Européenne n'ont apprécié. Que le Président de la Commission budgétaire de la Chambre des députés déclare que « la plupart des problèmes italiens pourraient être résolus en ayant une monnaie nationale propre » a jeté de l'huile sur le feu.

Il est remarquable – et c'est une bonne nouvelle – que les taux en Espagne et au Portugal n'ont pas été mis sous pression. L'augmentation limitée du spread s'explique uniquement par le « flight to quality » vers le Bund allemand. L'absence de contagion est un clair témoignage que les marchés ne s'inquiètent pas de la pérennité de la zone euro.

Evolution de cours de change face à l'euro



Source: Bloomberg

MARCHES DES DEVISES

Que les marchés ne paniquent pas à propos de la monnaie européenne peut aussi se déduire de l'évolution des taux de change vis-à-vis de l'euro. Le dollar s'est apprécié mais de manière modérée. L'explication se trouve probablement plutôt dans les commentaires de la FED et la conclusion d'un accord commercial avec le Canada que dans les troubles internes de la zone euro. S'il y avait véritablement de l'inquiétude, le cours du Franc suisse, devise refuge par excellence, ne se serait pas déprécié vis-à-vis de l'euro.

L'appréciation de la couronne norvégienne (NOK) est sans le moindre doute davantage liée à l'augmentation du prix du baril qu'aux déclarations de parlementaires italiens. Si le prix de l'or noir continue sur son élan, il nous semble que la couronne devrait continuer de s'apprécier par rapport aux devises de ses pays voisins.

ALLOCATION & STRATEGIE

Les chiffres macro-économiques européens ne déçoivent plus...

Pour les marchés financiers, la vraie nouvelle, quand une donnée macroéconomique paraît, n'est pas le niveau de celle-ci mais la comparaison entre la statistique et ce qui était attendu. On se réjouira donc qu'en zone euro, les chiffres publiés ne déçoivent plus par rapport aux attentes. Après plusieurs mois négatifs – où les chiffres publiés se révélaient en deçà des attentes – le *Citigroup Economic Surprise Index (CESI)* s'est retourné et est revenu à un niveau neutre, avant de retomber légèrement vers la fin du mois de septembre.



Source : Bloomberg

Une économie européenne qui tourne bien...

Cette amélioration ne tient pas d'abord à de meilleurs chiffres mais à un abaissement des attentes. Toutefois, ceci n'indique pas que l'économie européenne tournerait mal. Au contraire ! A la fin de l'an dernier, les attentes avaient tellement progressé qu'il devenait quasi impossible de les battre. Malgré le fait que les entreprises, entre autres suite aux tensions au niveau commercial, sont devenues plus prudentes, leur optimisme reste au-delà de la moyenne. Et, malgré le fait que la confiance des consommateurs était en baisse, l'Européen est loin de broyer du noir. Ce serait étonnant qu'il le fasse quand on constate que les salaires moyens montent pour la première fois depuis la crise financière de plus de 2%. La baisse du chômage – en ce moment environ 8% ou à moins que 1% plus haut que le minimum depuis la création de la zone euro – est clairement aussi un facteur important.



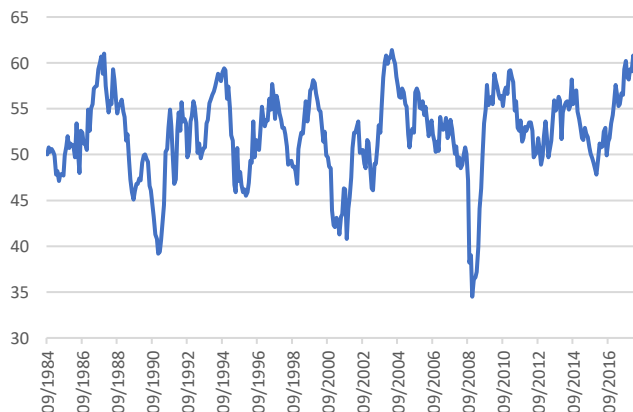
Source : Bloomberg

... permet à la BCE d'arrêter les mesures de support

Puisque la croissance économique en zone euro se trouve depuis un certain temps au-delà de la croissance tendancielle et puisque les attentes restent bonnes, la **BCE arrêtera à la fin de l'année ses achats nets d'obligations** (programme dit de « *quantitative easing* », ou QE), des achats une nouvelle fois réduit de moitié depuis ce mois-ci. Toutefois ça **ne signifie pas** que la **politique monétaire** de la zone euro **cessera d'être très souple**. Mario Draghi, le Président de la BCE, a indiqué que la banque centrale maintiendra des taux courts négatifs pour une période prolongée après l'arrêt du programme. En outre, les intérêts reçus et les obligations arrivant à échéance dans ce portefeuille de QE – bon pour quasi €20 milliards sur base mensuelle – continueront d'être réinvestis « pour une période prolongée ».

Les Etats-Unis avancent plein gaz...

Malgré la longue durée de l'expansion économique aux Etats-Unis, elle ne s'estompe pas. Au contraire ! Le fait que D. Trump soit critiqué, notamment pour sa politique commerciale, ne se traduit pas au niveau de la **confiance des entreprises**. Il faut **remonter à 1984** – quand Ronald Reagan, Président à l'époque, s'exclamait que « l'aube se lève aux Etats-Unis » – **pour voir un tel optimisme**.



Source : Bloomberg

Tout comme son voisin européen, Joe Sixpack – l'Américain moyen – puise sa confiance de la combinaison d'un chômage en baisse et de salaires en hausse. Avec, comme seule différence, que la situation pour l'employé américain est plus rose. Le chômage n'a plus été aussi bas depuis de très nombreuses années et les salaires horaires progressent de l'ordre de 3% annualisé, le niveau le plus élevé depuis l'éclatement de la crise.

... ce qui libère le chemin pour des augmentations de taux supplémentaires

Le stimulus venant des réformes fiscales et les prêts souples des banques se joignent à **une politique monétaire qui reste clairement accommodante**. Même après l'augmentation des taux qui a porté le taux directeur « *prime rate* » à 2 – 2,25%, ce dernier compense à peine l'inflation actuelle. Sur la base du marché des futures, le marché s'attend à une augmentation supplémentaire de 25 points de base (bps) en décembre. Porté

par les statistiques sur la progression des salaires, il accorde une probabilité de 50% à une augmentation d'au moins 50bps pour l'année prochaine, là où auparavant il ne s'attendait qu'à 25bps au maximum. Les gouverneurs de la Federal Reserve, eux, s'attendent, **sur la base dite du « dot plot », à des taux courts à environ 3,625% pour la fin 2020** et à un « long term rate » de 3%. Malgré les révisions à la hausse, il est donc clair que **le marché reste à la traîne par rapport aux attentes des banquiers centraux.**

Support diminuant mettra la pression sur les taux européens...

Ces constatations expliquent notre allocation prudente en matière d'obligations. Suite à l'arrêt progressif des achats de la BCE, **l'offre nette** (nouvelles émissions après déduction des remboursements) **d'obligations souveraines deviendra**, pour la première fois en quasi 5 ans, **à nouveau significativement positive. Le retrait d'un acheteur qui, indifférent au prix,** crée une pression sur les cours, pourrait être présenter comme levant l'ancre des taux en zone euro. Les montants en question étaient plus que significatifs, dépassant €500 milliards en obligations d'état en 2016 et 2017. Le retrait de la BCE aura aussi un impact sur le marché des obligations corporate. En effet, la BCE en a aussi acheté dans le cadre du programme QE. En plus il faut tenir compte de l'effet « recherche de rendement ». Les achats d'obligations souveraines par la banque centrale ont poussé les acheteurs traditionnels d'emprunts d'Etat à se tourner vers les obligations corporate afin de retrouver des rendements acceptables. Ce faisant, une pression à la baisse sur le taux d'intérêt de ces obligations était exercée. A leur tour, les acheteurs d'obligations corporate ont été alors incités à sauter le pas et investir dans des emprunts plus risqués. Il ressort de ceci que la pression de la BCE s'est répandue comme une tache d'huile dans le marché obligataire, tirant vers le bas les spreads sur toute la courbe des risques.

... tout comme aux Etats-Unis...

Aux Etats-Unis, il y a plusieurs raisons pour voir des taux longs en hausse. Contrairement à la BCE, **la FED a déjà commencé à comprimer la taille de son bilan.** Suite au **stimulus budgétaire**, le déficit public y monte, un déficit financé par des **dettes supplémentaires**, de telle sorte de **l'offre d'emprunt augmente.** La combinaison de ces deux évolutions crée une double pression à la hausse sur les taux. Rappelons aussi que la hausse des taux courts influence les taux longs. En termes de mathématique financière, le taux long peut être décomposé en une série d'investissements courts qui se suivent, augmenté d'une compensation pour la plus longue durée. Ceteris paribus, une hypothèse forte vu l'interdépendance des facteurs, une augmentation des taux courts créera une pression haussière sur les taux longs. De plus, il existe un effet de « crowding out » (éviction) qui fait que la compensation exigée pour accepter de prêter à plus long terme augmente lors que les taux courts deviennent plus attractifs.

Une **augmentation des taux souverains se répercutera** inévitablement **sur le taux des obligations corporate.** En outre, nous estimons que le rendement supplémentaire (spread) offert par ces dernières vis-à-vis du papier étatique ne compense pas suffisamment la détérioration de l'endettement des sociétés, en particulier pour les obligations à haut rendement.

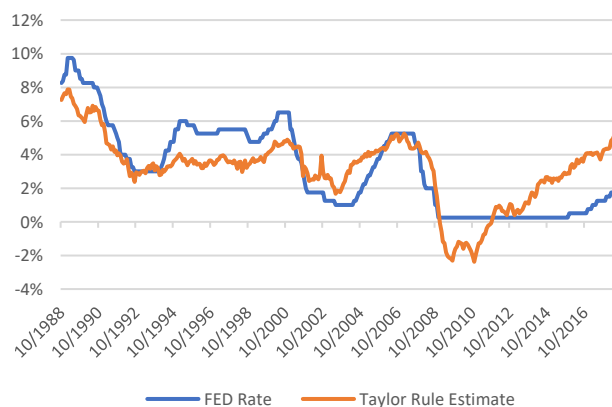
... qu'aux pays émergents

Parmi les pays émergents, de plus en plus de banques centrales, suite à une pression sur leurs devises, se voient obligées de durcir de nouveau leur politique monétaire. Ce resserrement est clairement en porte-à-faux avec une inflation fondamentale, ou « core », qui – faisant abstraction de quelques exceptions comme le Venezuela et la Turquie – se trouve en-dessous la moyenne historique et qui, pour certains d'entre eux, dépasse à peine le niveau observé dans les pays industrialisés.

Bien que l'inflation aura tendance à augmenter dans les prochains mois suite à la dépréciation des devises, le **rendement réel offert par un portefeuille diversifié** en dettes souveraines émergentes **commence à devenir attrayant.** Toutefois, avant d'entrer dans ce marché, nous souhaiterions voir une stabilisation des devises. En d'autres mots, il faudra attendre plus de clarté sur le conflit commercial sino-américain.

Contrairement aux obligations une vue positive sur les actions

Qu'on puisse s'attendre à une augmentation des taux ne nous rend pas négatif sur le marché des actions. **Malgré le fait que la politique monétaire mondiale est devenue moins accommodante, elle est loin d'être restrictive.** En zone euro, les taux courts restent en territoire négatif, même en termes nominatifs, et aux Etats-Unis ils restent bel et bien en-dessous du niveau « neutre » indiqué par le « Taylor Rule ».



Source : Bloomberg

Globalement les **valorisations sont en ligne avec les moyennes historiques.** En **termes relatifs**, vis-à-vis des alternatives obligataires, elles restent **attractives.** Nous maintenons donc notre vue positive et continuons de **recommander une surpondération en actions.** Au niveau **géographique, nous ne nous écartons pas fort du benchmark** tout en **surpondérant légèrement la zone euro et les émergents au détriment des Etats-Unis.** Les actions des marchés émergents ont une valorisation attrayante mais leur alternative – les obligations souveraines en monnaie locale – est devenue aussi clairement plus intéressante. En plus, ces pays risquent d'être la première victime d'un conflit commercial qui déraperait. La valorisation de la zone euro est plutôt attrayante vis-à-vis des autres marchés, et des Etats-Unis en particulier. Toutefois, comme nous l'avons déjà indiqué dans le précédent Spotlight, la différence s'explique principalement par une différence dans la composition sectorielle des indices.

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.