

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Vers cette crise financière tant annoncée ?

Au rayon des néologismes est apparu en français le mot « collapsologie ». Le terme vient de « collapse », en anglais, signifiant « effondrement », terme qui était le titre d'un livre influent de J. Diamond paru en 2005. Cet ouvrage est consacré au lien entre l'environnement, d'une part, et la survie ou la disparition des civilisations, d'autre part. Le rôle de l'homme y est mis en avant : le Japon a prospéré malgré une nature peu clémente, là où les Mayas ont périéclité alors que les conditions de vie n'étaient pas particulièrement hostiles.

Bien entendu sans soutenir que c'est cette capacité humaine à l'autodestruction qui les inspire, pas plus qu'y voir une filiation avec Marx et son inclination des capitalistes à abuser du système au point de le faire imploser, reconnaissons qu'un certain nombre de voix se sont fait entendre récemment annonçant une crise financière prochaine aux effets encore plus catastrophiques que celle de 2007-2008. Il serait trop facile de les disqualifier en disant que celles-ci, n'ayant pas prédit la « Grande Crise Financière », sont mal placées pour tirer la sonnette d'alarme cette fois-ci. S'être trompé ne veut pas dire que l'on se trompe toujours. On apprend de ses erreurs ! Et les rares qui avaient bel et bien anticipé cette crise-là ont un historique en matière d'autres prévisions qui n'est pas particulièrement convaincant. Ceci, en incise, rappelle la difficulté de l'exercice de prédiction et, en particulier pour les économistes, que leur valeur ajoutée n'est pas dans la prédiction mais dans la compréhension des comportements humains et l'aide à la décision publique.

Il faut donc certainement prêter attention à celles et ceux qui annoncent une nouvelle crise financière ravageuse. Regardons les arguments les plus communément avancés, et cela même si les crises ne viennent pas nécessairement de là où on les attend. Un premier facteur est l'explosion de **la dette privée**. Les faits sont établis: oui, exprimé en pourcentage du PIB, l'endettement privé a fortement monté, et en particulier dans un pays comme la Chine. La faiblesse des taux d'intérêt et la progression de la valeur du patrimoine détenu par les agents privés donnent, toutefois, une image d'une autre nature. Aujourd'hui, le « service de la dette », à savoir honorer ses engagements, ne pose pas de problème grâce à la vigueur relativement soutenue de la croissance et au niveau plancher des taux d'intérêt, et il n'y a pas de raison apparente d'attendre qu'il en aille autrement dans les trimestres et années à venir. Les taux de défaut de crédit n'ont rien d'inquiétant ! En fait, comme l'indique le débat sur les effets néfastes en termes de productivité de ces entreprises « zombie » qui accaparent des parts de marché qu'il serait préférable de voir réallouées à des entreprises plus efficaces et plus novatrices, on peut même penser qu'il faudrait souhaiter davantage d'accidents de crédit!

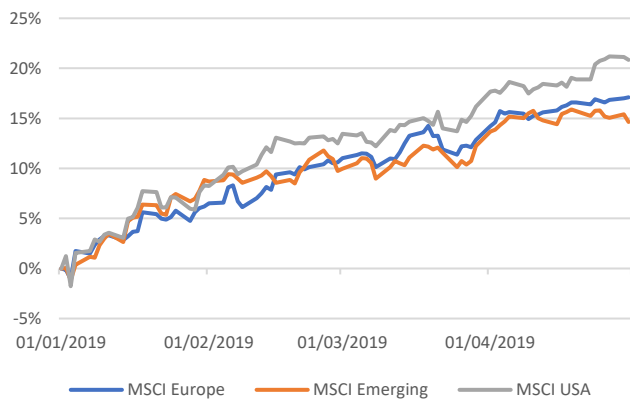
Le deuxième facteur est la hauteur des **dettes publiques**, alors que le coût budgétaire du vieillissement et du progrès médical est loin de se faire déjà pleinement sentir. Oui, l'endettement des pouvoirs publics a fortement augmenté dans les pays industrialisés à la suite de la crise financière et de la grave

récession qui l'a suivie. Ensuite, sauf exceptions, dont en particulier celle de l'Allemagne, cet endettement ne s'est pas contracté, alors que les circonstances économiques n'étaient pas défavorables et que les engagements politiques l'avaient promis. Pour les grands pays industrialisés constituant le G7 mondial, le FMI attend un déficit moyen en 2019 de 3,2%, un niveau de déficit assez stable depuis 2014. Voilà qui semble élevé, d'autant plus que la faiblesse, des taux d'intérêt, allège les dépenses de service de la dette, et sachant que le vieillissement démographique va avoir tendance à simultanément limiter la croissance économique et augmenter les dépenses sociales. Il n'y a pourtant pas de raison de s'inquiéter outre mesure de la situation budgétaire. Avec des taux d'intérêt faibles et l'estompement du tabou du financement des Trésors publics par les banques centrales dans un environnement où un surcroît d'inflation est perçu comme moins préoccupant que la déflation, il est difficile d'envisager qu'une crise financière éclate de ce côté-là. Les esprits sont même plutôt à souhaiter un surcroît de dépenses publiques pour financer la transition environnementale.

Le troisième facteur déclencheur potentiel a trait à la **stabilité du secteur financier** lui-même. Oui, par essence, emprunter à court terme à X et Y pour prêter à long terme à Z expose à des risques, et la perte de transparence sur qui est exposé à quel risque, avec le développement de produits sophistiqués et l'émergence d'activités en marge de la régulation, exacerbe le danger. Et oui, même après le renforcement des règles prudentielles, le secteur financier demeure « sportif », à en juger par les liens incestueux entre banques et Etats et par le rapport entre le volume des crédits et le montant des fonds propres des établissements financiers. Toutefois, le système financier a sensiblement gagné en résilience depuis 2008, il s'est enrichi des leçons de cette expérience dramatique, et il ne faut pas penser que la boîte à outils, en cas de crise, est moins fournie maintenant qu'à l'époque. Que le FMI ou la Banque des Règlements internationaux lancent des appels à la prudence doit se comprendre non d'abord comme l'annonce d'une catastrophe prochaine mais comme un contre-feu face aux velléités corporatistes du secteur de détricoter les engagements de plus grande discipline pris au surlendemain de la Grande Crise.

Pour ce qui est des dangers identifiés, l'analyse, au total, ne conduit certainement pas à les nier mais, dans une large mesure, à les ramener à celui d'un dérapage brutal des taux d'intérêt. Pour confiner celui-ci, la stratégie est simple à énoncer : prévenir une perte de confiance auto-réalisatrice en continuant d'œuvrer à la consolidation des fondamentaux macroéconomiques et au renforcement des exigences financières prudentielles. Pour ce qui est des crises aux causes non anticipées, il est impossible d'en dire grand chose ... mais aussi de les annoncer comme imminentes !

Performance des marchés d'actions en euro



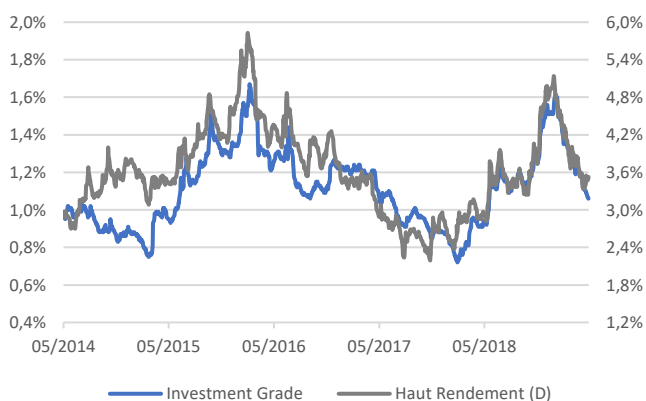
Source: Bloomberg, Orcadia AM

MARCHES D' ACTIONS

En mars et avril, les marchés globaux ont continué sur leur élan, offrant ainsi un troisième et quatrième mois consécutifs de hausse et, en corollaire, une performance cumulée appréciable. En plus, l'euro s'est quelque peu affaibli, de telle sorte que, pour un investisseur internationalement investi, les performances sont encore meilleures.

Le primus inter pares des marchés a de nouveau été celui des Etats-Unis. Poussé par les excellentes *returns* d'entre autres les sociétés technologiques, il a gagné, en euro et en tenant compte des dividendes, plus de 20% depuis le début de l'année. Les marchés émergents et l'Europe sont restés un peu en retrait mais avec des rendements quand même fort élevés, leur rendement étant de, respectivement, 14,6% et 17,1%.

Evolution des spread « corporate » de la zone euro



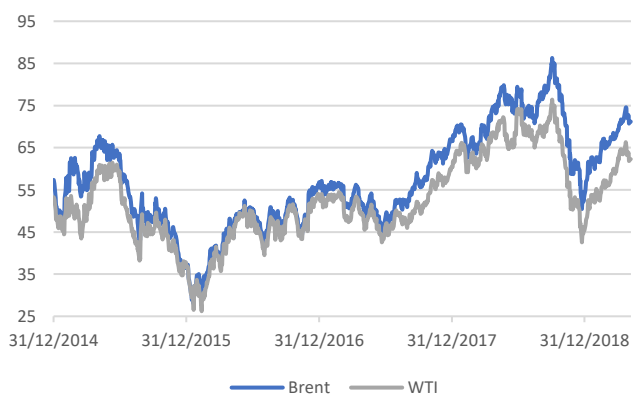
Source: Bloomberg

MARCHE OBLIGATAIRE

La compression des spreads *corporate* en Europe – aussi bien « *Investment Grade* » que « *Haut Rendement* » s'est poursuivie ces derniers mois. Ainsi, la hausse des spreads du 4ème trimestre de l'année passée a été totalement extournée. Cette baisse s'explique de deux façons. La crainte d'un fort ralentissement mondial, pour partie liée aux inquiétudes sur le commerce international, a reflué.

En outre, et cela a probablement pesé davantage, la FED et la BCE ont indiqué que des hausses de taux à court terme étaient improbables, voire encore plus improbables. Suite à ceci, la « chasse au rendement » a, de nouveau, été ouverte. Ce comportement a continué de se faire sentir car des investisseurs importants se sentent obligés – suite au fait que le cash subit un taux négatif – de limiter les liquidités, et cela malgré le fait que les rendements obligataires offerts sont à nouveau historiquement bas.

Evolution du prix du baril



Source: Bloomberg

MATIERES PREMIERES

Après la forte baisse des prix du baril pendant la seconde partie de l'année passée, qui a atteint son point bas juste avant Noël, l'or noir a connu une inversion de tendance marquée. Une bonne part de l'explication de la baisse, en particulier, au cours du 4ème trimestre – est liée à la peur que, suite à la hausse des taux de la FED et à l'exacerbation des tensions commerciales, la croissance économique se tasserait. Ce n'est pas une coïncidence que le plus bas dans le prix du baril a correspondu, avec le point critique des marchés internationaux des actions. Maintenant que cette peur a reculé, les prix ont pu se rétablir. Un autre facteur explicatif est l'augmentation de la tension dans ou avec certains Etats pétroliers, comme le Venezuela et l'Iran.

Ce qui se remarque aussi est que, depuis mi-2017, lorsque le prix du baril augmente, la différence de prix entre le Brent (Mer du Nord) et le WTI (Texas) se creuse. Cela s'explique par la flexibilité de la production d'énergie fossile de schiste aux Etats-Unis, qui gonfle quand les prix progressent. Cette hausse de l'offre exerce une pression modératrice sur les prix locaux.

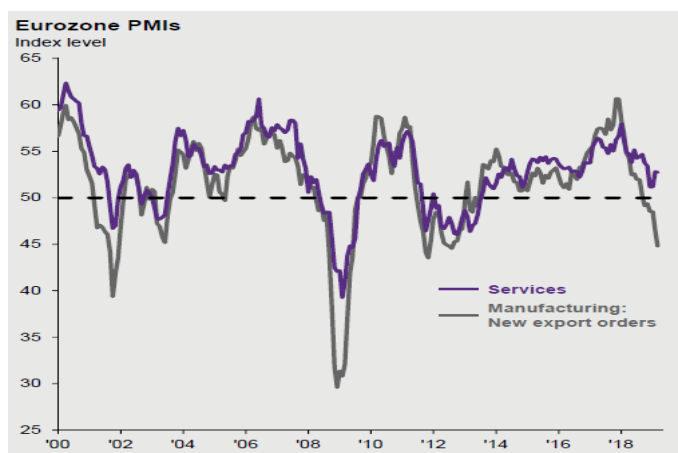
ALLOCATION & STRATEGIE

L'activité industrielle sous pression en zone euro ...

Les **prévisions** en matière d'**activité industrielle en Europe** sont **sous pression** depuis bon nombre de mois. Le sous-indice qui s'y rapporte du PMI a chuté récemment en-dessous de 50 points. Ce niveau qui est le plus bas depuis 6 ans annonce une **contraction de la production industrielle en zone euro**. Le rythme de la baisse dans l'ancien pilier fort qu'était l'Allemagne est particulièrement remarquable. Il y a environ un an, il se trouvait au-delà de 62 points, indiquant une forte croissance à attendre. Un an plus tard, l'indicateur précurseur s'établit à peine à 42 points, indiquant un recul de la production industrielle. **Pris isolément, les indicateurs manufacturiers peignent une image sombre** de l'état de l'économie européenne. L'explication serait l'incertitude liée aux conséquences d'un Brexit. Fort heureusement, l'indice de sentiment allemand ZEW indique que la situation se stabilise.

... mais pas au niveau des services

Remarquablement – car c'est exceptionnel –, il y a une divergence importante entre les **indicateurs précurseurs** de l'industrie et ceux des **services**. Ces derniers donnent une **image clairement plus rose**. La baisse a été moins brutale et le niveau de 50, qui indique une expansion, continue d'être dépassé. Voilà une excellente nouvelle, sachant que le **secteur des services est largement plus important** que celui de l'industrie.



Source: JP Morgan Asset Management

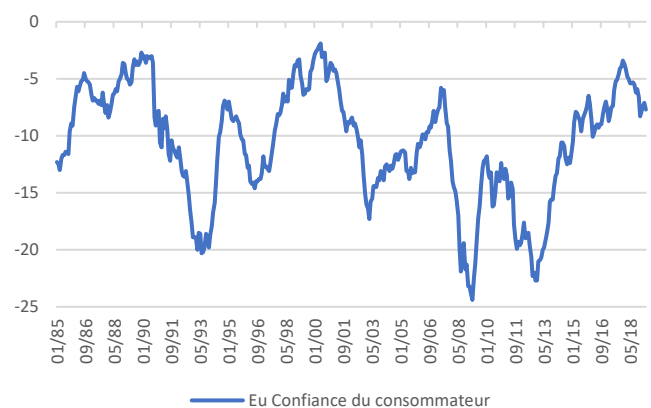
... mène à une BCE prudente

Suite à la floppée de chiffres décevants, la **BCE a significativement revu à la baisse ses attentes de croissance** pour l'année en cours. Au lieu de 1,7% encore attendu en décembre dernier, elle ne table plus que sur **1,1%**, taux le plus bas depuis 5 ans. Le chiffre pour 2020 lui aussi a été – marginalement – revu à la baisse. La BCE a aussi adapté ses **attentes d'inflation**. Pour 2019, vers **1,2% à peine**, largement en-dessous de la cible de 2%. Pour 2020 et 2021, la BCE s'attend à rester 0,5% sous la cible.

Mais pas de raison d'être trop sombre

La succession de moins bonnes nouvelles économiques en zone Euro donne l'impression que nous pourrions rapidement glisser vers une récession. Nous estimons que cette impression est excessivement pessimiste. Le secteur des **services continue de**

relativement bien tourner et la confiance ménagère demeure à un niveau élevé. Que le **niveau de chômage** se trouve au plus bas depuis bon nombre d'années et **continue de baisser** – l'année passée le nombre de chômeurs en zone euro a diminué d'environ 1,2 millions – en est un déterminant important. Que, suite à la baisse du chômage, les salaires commencent à monter – de l'ordre de 2% en zone euro, mais même de presque 5% en Allemagne – aide naturellement aussi. La combinaison de ces deux facteurs fait que le consommateur continue de consommer allègrement et que les chiffres des **ventes de détail les plus récents montrent une progression de l'ordre de 3% en rythme annualisé**.



Source: Bloomberg

Cette belle tenue est une des raisons les plus importantes expliquant la croissance de 0,4% du PIB au premier trimestre de l'année, clairement mieux qu'attendu.

Aux Etats-Unis la croissance reste bien présente...

Aux Etats-Unis, tout comme en Europe la croissance économique du premier trimestre a clairement dépassé les attentes (3,2% comparé à 2,3%). Puisqu'elle s'explique par des composantes plus volatiles – telles que le gonflement des stocks et l'évolution des exportations nettes – on peut s'attendre que cette surprise positive s'annule aux trimestres suivants. Toutefois, il ne faut pas – contrairement aux craintes de l'année passée – s'attendre à un ralentissement brutal et **l'économie américaine poursuivra sa croissance en ligne avec son potentiel à long terme**.

... et en Chine le stimulus a du succès

En Chine, un **stimulus de l'ordre de 2%** commence à porter ses premiers fruits. Aussi bien **l'indicateur précurseur PMI** officiel que celui de Caixin-Markit dépassent de nouveau la barre des 50 points, **indiquant une accélération de la croissance**, ce qui se confirme par une augmentation de la production d'électricité. Une augmentation des investissements d'infrastructure d'environ 10% et une accélération dans le rythme de croissance du crédit devraient soutenir ces germes.

Les chiffres publiés aux Etats-Unis surprennent positivement...

Aux Etats-Unis les chiffres des bénéfices publiés ont été moins mauvais que ce que le marché craignait. Avant le lancement de la saison des résultats des entreprises cotées, les analystes s'attendaient à une belle croissance (+5%) des chiffres

d'affaires, mais à des bénéfiques en baisse de l'ordre de 5%, après un grand cru en 2018. Avec environ 75% des résultats publiés, on observe que les **revenus sont en ligne avec les attentes** et que les **profits**, eux, **les dépassent** avec une hausse de l'ordre de 2%.

... contrairement à l'Europe

En Europe environ 50% des chiffres ont été annoncés. Les analystes s'attendaient à une augmentation limitée (de l'ordre de 3%) des revenus et, contrairement aux Etats-Unis, à une progression des bénéfiques de 8%. Bien qu'il soit encore trop tôt pour tirer des conclusions définitives et que la dispersion entre les résultats soit grande, on constate, sur la base des chiffres déjà publiés, **qu'aussi bien la croissance des revenus que celle des bénéfiques restent – légèrement – en-dessous des attentes** (respectivement -0,4% et -1%).

Nous gardons notre vue sur les marchés des actions...

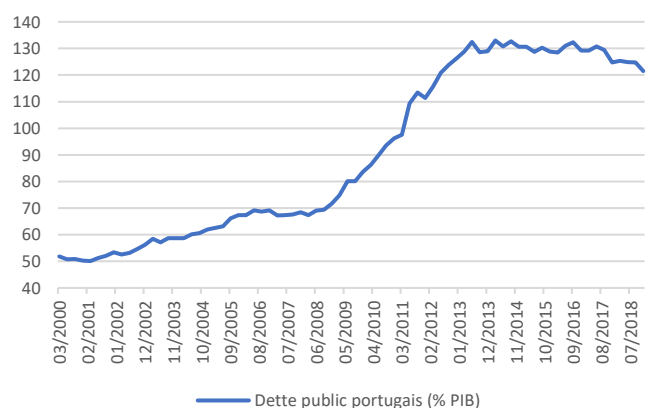
Chacun des quatre premiers mois de l'année a vu le marché mondial des actions progresser, menant ainsi à une très belle performance. Nous gardons notre vue positive, mais avec tempérance. Bien que les **valorisations** ne soient plus bon marché, elles sont **loin d'être excessives**. La **prime de risque** vis-à-vis des obligations – aidée par la baisse des taux – **reste attrayante, voire très attrayante**. Une surpondération – limitée – en actions reste donc indiquée. Au niveau régional, nous maintenons notre **préférence pour les marchés émergents**. La valorisation y reste plus intéressante, aussi bien au niveau des marchés des actions que de celui des devises, sans parler d'un potentiel de croissance plus marqué. Dans le passé, ces conditions ont constitué un indicateur fiable pour une surperformance des marchés émergents. L'incertitude macro-économique en **Europe**, en combinaison avec le risque politique qui reste présent, forme un contre-argument à la valorisation attrayante. Nous maintenons donc notre point de vue **neutre**. Aux **Etats-Unis**, nous continuons de plaider pour une **sous-pondération**. Aussi bien en termes absolus qu'en rapport avec son propre historique, les valorisations sont les moins intéressantes. Vu le niveau plus haut des taux, la prime de risque offerte y est aussi clairement plus basse qu'ailleurs. En même temps, il ne faut pas perdre de vue la composition sectorielle. Plus que dans les autres régions – mais aussi vis-à-vis de son propre historique –, les indices américains sont dominés par des secteurs dits de croissance. Un taux d'actualisation plus bas, ce que reflète le niveau des taux d'intérêt, fait que la valeur actuelle des bénéfiques futurs et donc de l'entreprise est plus élevée. Cet effet joue beaucoup plus fort pour des sociétés de croissance que pour des sociétés cycliques. En plus, il ne faut pas perdre de vue que, malgré le fait que la prime de risque soit plus basse qu'ailleurs, elle reste belle et bien en ligne avec la moyenne historique. Nous limitons donc la sous-pondération aux Etats-Unis.

... tout comme sur le marché obligataire

En obligations, nous maintenons notre **prudence en raison des intérêts ... sans intérêt**. Pour les **obligations corporate**, et celles dites à haut rendement en particulier, nous estimons que le **jeu n'en vaut pas la chandelle**. Au niveau des **obligations souveraines**, nous continuons de voir le **spread offert par les obligations italiennes comme acceptable**. Il ne s'agit pas de nier que le risque politique reste bien présent mais l'économie a montré, après un rétrécissement limité, une croissance positive au premier trimestre. De même, il n'est question de

nier que les banques italiennes restent parmi les plus faibles en zone euro. Toutefois, ici aussi une évolution positive s'observe. Elles profitent aussi plus que les autres banques européennes de l'annonce récente de la prolongation du TLTRO de la BCE (qui offre aux banques des conditions de crédit intéressantes pour autant qu'elles utilisent ces montants pour accorder des crédits à leur tour). En Italie, le spread gouvernemental plus élevé se traduit en taux sur les obligations bancaires clairement au-delà de la moyenne.

Nous avons depuis un bon moment une opinion positive sur la **dette souveraine portugaise**. Après une période très difficile où le pays a – après la Grèce – dû faire appel à un financement de secours suite à une perte de confiance totale qui a amené le marché à exiger des taux usuraires, le pays a clairement évolué ces dernières années dans la bonne direction. Une des exigences de la Troïka au gouvernement du centre-droit pour accorder le financement d'urgence fut l'obligation de mener une politique de consolidation budgétaire. Suite à cette politique, le déficit des pouvoirs publics a rapidement baissé d'au-delà de 11% en 2011 à 4,5% en 2014. Mais l'augmentation des impôts et les économies drastiques ont mené à une explosion de chômage vers environ 17% de la population (et même au-delà de 40% pour les jeunes) et à une non-reconduction du gouvernement en 2015. Le nouveau gouvernement de centre-gauche dirigé par Antonio Costa a décidé de mener une politique anti-austérité. Malgré le scepticisme initial, un retournement de situation économique a été réalisé, ce qui a valu au pays de revenir, aux yeux des 3 grandes agences de notation, dans le cercle des emprunteurs dits « investment grade ». Aujourd'hui, le taux de chômage s'élève à 6,7%, en-dessous de la moyenne européenne, et le déficit budgétaire a quasi totalement été éliminé. Actuellement, le Portugal paie un **spread de l'ordre de 110 points de base** sur le taux allemand à 10 ans. Ce spread s'explique selon nous par l'**endettement élevé** des ménages (67% du PIB par rapport à 57% en moyenne en zone euro) et surtout du pays (112% du PIB, contre 85% en moyenne), **ce qui rend le redressement fragile**.



Toutefois, ces deux indicateurs évoluent dans la bonne direction et, **si le momentum se maintient**, nous estimons que le **spread pourrait encore diminuer davantage**. Nous continuons donc de penser que le Portugal mérite une place dans un portefeuille obligataire.

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.