

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : D estresser

Au moment où les grandes vacances pointent le nez, l'invitation à « d estresser » est, comme chaque année, pr esente dans les pages « bien-être » des magazines. La recommandation est de prendre du recul, de penser à tous les plaisirs de la vie, de se d econnecter du travail, en ce compris en s'éloignant de ses courriels, et de faire la part belle à l'imagination en se plongeant dans de bons romans. Mais comment pouvons-nous d estresser, comme citoyen ou comme investisseur, en lisant les autres pages de la presse ? L , les messages sont plutôt à faire stresser que d estresser : attaque sur l'Iran, pénurie de pétrole, conflit ouvert avec la Chine, victoire du populisme et de l'illib ralisme, opinion publique occidentale au bord de l'insurrection, récession imminente aux Etats-Unis, « hard Brexit », dettes publiques et privées en hausse, stabilité financière encore plus fragile qu'à la veille de la crise de 2008, spectre de la déflation, banques centrales désarmées, et la liste n'est pas exhaustive.

Notre point de vue est clair : oui, le monde court des dangers, au premier rang desquels se trouve la menace environnementale, mais il n'y a pas lieu de paniquer. Passons rapidement en revue les nouvelles du monde selon les trois angles usuels que sont le politique, l'économique et le financier.

Dimension politique

Sur le plan **politique**, il y a bien entendu des sources de préoccupation, mais il y a aussi de bonnes nouvelles que l'on oublie de décrypter. Citons-en quatre, qui impliquent directement les acteurs majeurs. Aux Etats-Unis, des accords de dernière minute continuent d'être trouvés, ici dans le cas des représailles commerciales à l'encontre d'un Mexique accusé de faciliter l'immigration clandestine. En Chine, les habitants de Hong Kong sont parvenus à se faire entendre et à faire reculer Madame Carrie Lam et, avec elle, la super-puissance chinoise. Cela confirme que les autorités de Beijing ont à se préoccuper prioritairement de la stabilité politique interne, et que cela pousse au pragmatisme, tant politique qu'économique. En Russie, aussi, l'autoritarisme est tombé sur un os, avec, là aussi, une belle reculade sous la forme de la libération d'un journaliste. Et, au-delà, c'est l'ascendant de V. Poutine qui vacille, souffrant du mécontentement populaire en termes de pouvoir d'achat. Et, quatrième zone, le 26 mai a été, comme l'a écrit Daniel Gros, un beau jour pour l'Europe, où « un Parlement est n  ». La participation des citoyens a fortement progressé, les partis extrémistes n'ont pas connu de grand soir, et, parmi les familles politiques traditionnelles, un vent d'air frais s'est levé. Bien sûr, tout n'a pas pour autant été que bonnes nouvelles récemment. Ainsi, pour l'Europe, l'embryon de budget de la zone euro est vraiment trop faible pour se réjouir de ce tout premier pas vers ce qui devrait être un instrument de première importance pour notre espace monétaire.

Dimension économique

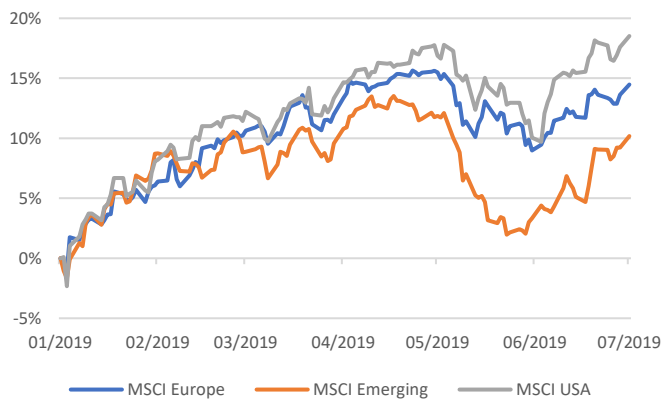
Sur le plan ** conomique**, il y a bien entendu un ralentissement de la conjoncture dans les pays industrialisés, c'est indéniable, mais il est dommage que ce ne soit pas perçu pour ce que cela est réellement, à savoir une normalisation. Oui, le taux de croissance en Allemagne en 2019 sera d'un petit pour cent au lieu de 2,5% en 2017 ... mais ce rythme-là était tout simplement intenable dans un pays confronté à une évolution démographique défavorable et accumulant des surplus commerciaux excessifs. Oui, la croissance en Chine ralentit mais voilà qui est sain, sur les plans macroéconomique, financier et environnemental. Oui, le 3,2% de croissance aux Etats-Unis au premier trimestre 2019 est appelé à fléchir mais l'expansion budgétaire décidée par Donald Trump, si elle a donné un coup de fouet à l'économie nationale, l'a fait au détriment de l'équilibre intergénérationnel. Avec la bonne santé du marché du travail et la légère progression du pouvoir d'achat, la consommation des ménages n'est pas une source de préoccupation. Du côté des entreprises, le secteur des services se porte bien lui aussi. L  où les indicateurs ont fléchi, c'est auprès des industriels, affectés par les tensions commerciales et le net ralentissement de la hausse des échanges internationaux. Le danger ici est un report des décisions d'investissement, mais globalement, il y a plutôt de quoi se déstresser. D'ailleurs, va dans le bon sens ici l'émergence d'une conscience que les autorités chargées de la concurrence ont été trop complaisantes en matière de fusions d'entreprises, de rachats de start-ups par les acteurs dominants et d'actionnariat identique pour des entreprises d'un même secteur supposées chercher à grappiller des parts de marché.

Dimension financière

Sur le plan **financier**, l'inquiétude est palpable à certains égards : les flux de capitaux montrent une grande prudence envers l'investissement en actions, les taux d'intérêt à long terme, pourtant déjà faibles, ont encore baissé et le cours de l'or a progressé. Toutefois, ici, encore, il s'agit de déstresser. Le marché actions se traite à des niveaux de valorisation qui, à en juger par le rapport cours/bénéfices, n'ont rien d'anormal et, avec les taux d'intérêt actuels, il offre même une prime de risque qui peut être qualifiée de généreuse. Le fait que le marché ait rebondi après le passage à vide de la fin 2018 est également de nature à apaiser, et cela alors que les flux de fonds ne lui ont pas été favorables. L'absence de bulle immobilière et l'impact favorable des faibles taux sur les charges financières des entreprises sont également des facteurs favorables.

Au total, il est une évidence qu'il y aura encore des tensions politiques, des récessions économiques et des creux boursiers, mais cela n'est rien que normal. Et reconsidérer ce qui inquiète comme étant normal est la première étape pour déstresser. Il ne s'agit pas ici d'inciter à prendre plus de risques mais   bien vivre avec ceux qui sont pris.

Performance des marchés d'actions en devise local



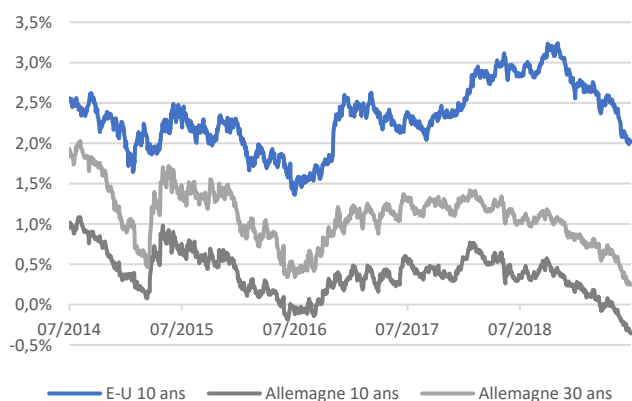
Source: Bloomberg, Orcadia AM

MARCHES D' ACTIONS

Le graphique des performances boursières met clairement en évidence le moment auquel les tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine se sont accentuées. L'ensemble des marchés boursiers souffrent de cette situation et, sans surprise, les indices des pays émergents – avec la Chine, poids lourd des indices en tête du peloton – ont reculé davantage.

Le renversement de tendance initié début juin avec une reprise rapide des marchés n'est en rien la conséquence de progrès au niveau des discussions sur le commerce mais plutôt la conséquence des propos des banques centrales qui indiquent qu'elles sont prêtes à intervenir en cas de fléchissement de l'activité économique. L'attitude des banques centrales a, à nouveau, dopé les marchés boursiers qui ont commencé l'été en pleine forme !

Evolution des rendements souverains



Source: Bloomberg

MARCHE OBLIGATAIRE

La hausse des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis ainsi que la forte dégradation des relations diplomatiques dans la région du Golf Persique avaient déjà incité les investisseurs à allouer une portion plus importante des capitaux dans des actifs « refuge ».

En outre, le changement de ton des banques centrales (FED et BCE) initié début juin, indiquant que celles-ci étaient prêtes à assouplir davantage leurs politiques monétaires si nécessaire, a amplifié la baisse de taux déjà initiée. Dès lors, le taux à 10 ans allemand et de nombreuses émissions d'Etats Européens présentent un taux de rendement négatif, une situation assez inédite. Même l'obligation à 30 ans offre un rendement à peine positif.

Evolution des devises



Source: Bloomberg

MARCHE DES DEVICES

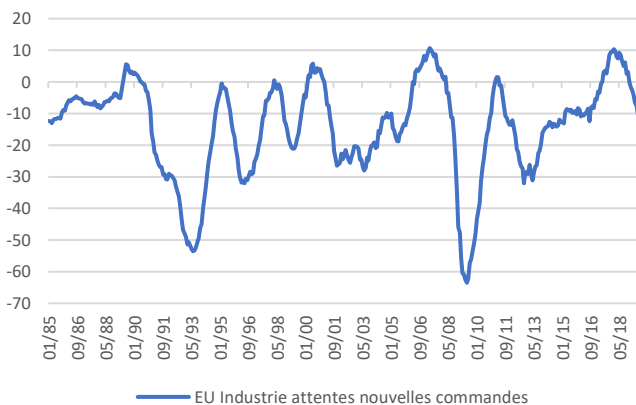
Les tensions commerciales ont également eu des répercussions sur le marché des devises. Le cours du Yuan s'est fortement affaibli contre le dollar US (échelle de droite) à fin avril, lorsque les tensions commerciales se sont accentuées à nouveau, et ce en dépit de plusieurs interventions de la banque centrale chinoise afin de freiner la baisse de la devise.

Fin mai, le dollar US s'est affaibli contre l'euro alors que la banque centrale américaine changeait son discours quant à la politique monétaire à venir (plus accommodante). Il est vrai que la banque centrale européenne a également indiqué qu'elle est prête à assouplir davantage sa politique monétaire mais celle-ci dispose de moins de marges de manœuvre que la FED, ceci expliquant le mouvement – limité toutefois – d'appréciation du dollar contre EUR.

ALLOCATION & STRATEGIE

Indicateurs précurseurs industrielles sous forte pression ...

Les informations récemment publiées dans la presse financière pourraient donner l'impression que nous nous trouvons au bord d'une récession économique. C'est notamment l'image que donne de **nombreux indicateurs précurseurs de l'activité industrielle** qui se sont **clairement affaiblis** ces derniers mois, **tout particulièrement en zone euro**. Même si la forte baisse de l'indice des nouvelles commandes passées à l'industrie partait d'un niveau élevé, elle reste toutefois inquiétante.



Source : Bloomberg

En **Chine**, l'image est **similaire**. La croissance du secteur industriel a décéléré et ressort actuellement à 5% en base annuelle, soit le rythme de croissance le plus bas depuis de nombreuses années. **Aux Etats-Unis également**, nous avons pu observer un fléchissement de l'indicateur précurseur de la production industrielle « ISM Manufacturing ». Le ralentissement y est toutefois clairement moins prononcé qu'en zone euro et le niveau actuel de l'indice n'indique absolument pas de récession mais plutôt une décélération de la croissance de l'activité.

Malgré des tensions, une hausse du baril limitée

Selon de nombreux observateurs, la hausse limitée du prix du baril, malgré l'accroissement des tensions entre les USA et l'Iran et l'effondrement de la production vénézuélienne, s'expliquerait par une forte baisse de la demande, un autre signe possible d'une récession imminente. Nous ne sommes que partiellement d'accord. Nous constatons effectivement une **diminution limitée de la croissance de la demande de pétrole**. Toutefois, nous estimons que **l'explication principale de la baisse du prix du baril est l'augmentation de la production de pétrole de schiste aux Etats-Unis**. Grâce à cette production très flexible, la production des Etats-Unis a augmenté sur les 4 dernières années de plus de 5 millions de barils, ce qui correspond à l'augmentation de la demande mondiale sur la période.

... mais dans leur ensemble une image plus nuancée

Cependant, l'analyse de la situation économique ne doit pas restée confinée au secteur industriel et lorsque nous analysons les perspectives dans leur ensemble, l'image est plus nuancée. Bien que nous ne niions pas un certain ralentissement, le **secteur des services** – qui représente plus de 50% de l'activité

économique au sein des pays développés – continue de relativement **bien fonctionner**. Globalement, le **consommateur** reste aussi un **soutien important de la croissance**. Les salaires progressent plus vite que l'inflation aussi bien aux Etats-Unis (+3% pour le salaire horaire) qu'en zone Euro (+2.5%). Le chômage, globalement toujours en recul, se trouve au sein de nombreux pays à un point bas historique et, sans surprise, la confiance des consommateurs reste à un niveau très élevé.

Les tensions commerciales pourraient à terme se venger

Jusqu'à présent, l'impact des tensions commerciales reste plutôt limité. Toutefois, si un accord n'est pas trouvé prochainement, des conséquences négatives pour la croissance économique se manifesteront. Plusieurs grandes entreprises comme Wal-Mart, Nike et Apple ont déjà évoqué des potentielles répercussions pour les ménages américains. Un papier de recherche de la FED indique que si les prélèvements sont maintenus, **le coût annuel pour un ménage lambda s'élèvera à \$800**. Par ailleurs, compte tenu des grandes incertitudes politiques – ne pensons qu'au Mexique qui malgré l'accord commercial récent s'est vu menacé de nouvelles taxes –, **les sociétés pourraient devenir plus prudentes dans leurs décisions d'investissement**. Il va de soi que si cette situation perdure les effets négatifs de l'organisation moins efficace de la « supply chain » internationale risquent de voir le jour rapidement. Le fait que, lors du G20, Xi et Trump se soient mis d'accord pour geler les tarifs actuels peut être considéré comme un développement positif. Toutefois, le chemin pour arriver à un accord global semble encore long et jonché de nombreux obstacles, même si toutes les parties concernées ont intérêt à trouver un accord.

Baisse des attentes d'inflation risque de forcer la main des banques centrales

Ces derniers mois, nous avons observé une baisse notable des attentes d'inflation.



Source : Bloomberg

La baisse était limitée aux Etats-Unis mais nettement plus marquée en zone Euro où l'inflation anticipée se trouve actuellement à un niveau légèrement en-deçà de celui de 2016, moment auquel la BCE achetait en abondance des obligations dans le cadre de son programme QE. Il est donc peu surprenant

que M. Draghi, qui est dans les derniers mois de sa présidence de la BCE, a lors d'un speech à Sintra au Portugal, clairement laissé entendre que la **BCE était prête à intervenir** le cas échéant. M. Powell, président de la **FED**, a également fait clairement comprendre que **le chemin le plus probable des taux courts** aux Etats-Unis était **celui d'une baisse** alors que des hausses de taux étaient encore attendues il y a quelques semaines. **Les effets** de ces propos ont été **indéniables et quasi immédiats**. **Le taux 10 ans américain est retombé** à des niveaux proches de deux pourcent. **En Allemagne**, le taux à 10 ans a même **atteint un plus bas historique**. Sur des échéances plus longues, comme le taux allemand à 30 ans, le niveau est à peine positif. La chasse au rendement devient de plus en plus désespérée et les investisseurs doivent se contenter de spread de plus en plus bas. Ainsi, les émissions obligataires offrant un rendement négatif représentent mondialement plus de onze mille milliards d'Euros, un niveau bien plus haut que le record antérieur de 2016.

Prudence en obligations...

Considérant que les **anticipations d'inflation** sont actuellement **trop basses**, nous estimons qu'il est approprié de détenir une partie significative de l'allocation en papier étatique par le biais d'obligations liées à l'inflation. En ce moment, **le marché anticipe une baisse de 75 points de base (0.75%) des taux courts** américains sur les six prochains mois. Même si nous sommes convaincus qu'il y a de bonnes chances que la FED, à titre « d'assurance », baisse son taux directeur lors d'une prochaine réunion, nous pensons toutefois que les anticipations du marché sont **exagérées**, compte tenu du fait que les perspectives de croissance, certes revues à la baisse, restent modérément positives. Nous estimons également que **les taux longs se situent à un niveau trop bas**. Toutefois, une **hausse marquée est peu probable** dans le court terme. Le fait que les taux longs de l'ensemble des autres émetteurs de première qualité (safe havens) tels que l'Allemagne, la Suisse, ou le Japon soient négatifs augmente l'attractivité du papier étatique américain. Du fait de l'écart de rendement et compte tenu du caractère décorrélant en cas de volatilité sur les marchés actions, nous considérons qu'il reste approprié de garder une allocation en obligations gouvernementales US. Néanmoins, compte tenu des niveaux excessivement bas des taux nominaux et du fait qu'une proportion de plus en plus significative des émissions **affichent des rendements négatifs**, nous gardons une **allocation prudente** au niveau de nos investissements obligataires. Nous gardons une sous-pondération de la poche obligataire et investissons sur des maturités limitées. Par ailleurs, nous maintenons notre préférence pour du papier étatique au papier corporate, compte tenu du faible niveau des spreads. Bien que récemment les spreads des émetteurs de la périphérie (Italie, Espagne et Portugal) aient baissé plus vite que ceux des corporates, ces émetteurs présentent toujours un surplus de rémunération alors que le risque effectif – même si la volatilité à court terme est potentiellement plus élevée – de ce type d'obligations est plus limité.



Source : Bloomberg, Orcadia AM

... les actions par contre restent relativement attrayants...

A fin juin, les marchés actions ont retrouvé les sommets atteints fin avril. La correction du mois de mai a été rapide mais le rebond de juin l'a été tout autant. Nous proposons de **continuer de surpondérer les actions** en portefeuille. Cette opinion se base sur notre optimisme modéré quant aux perspectives de croissance économique et sur le fait que les valorisations ne sont pas excessives. Du fait du niveau extrêmement bas des taux, les primes des risques offertes sont attractives au sein de l'ensemble des régions. **Toutefois la rapidité de la hausse des indices nous incite à une certaine prudence à plus court terme, surtout en considérant les tensions politiques qui ne se sont pas dissipées**. Grâce à une baisse de la volatilité, le prix d'une assurance à court terme en achetant des options put a fortement diminué. En payant une prime limitée, nous pouvons couvrir partiellement le risque de baisse des marchés actions tout en gardant le potentiel de hausse. Au niveau géographique nous maintenons notre préférence pour les marchés émergents. Les indicateurs précurseurs y restent, malgré les tensions commerciales, relativement bien orientés. Les valorisations des marchés d'actions et des devises y sont plutôt attrayantes sur base de comparaisons historiques. Nous proposons de financer cette surpondération des marchés émergents par une sous-pondération aux Etats-Unis. Toutefois, celle-ci reste modérée. La sous-pondération US s'explique par le fait que le marché américain est le seul dont la valorisation se trouve au-delà de sa moyenne historique. Notre positionnement neutre en Europe cache une surpondération de la zone euro compensée par une sous-pondération dans le reste de l'Europe et donc de la Grande-Bretagne notamment. L'issue des négociations sur le Brexit reste hautement incertaine et les derniers développements politiques au Royaume-Uni renforce cette incertitude.

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.