

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Bizarrement bizarre

Après avoir brutalement chuté, les cours de bourse ont spectaculairement rebondi au cours du printemps dernier. Un tel revirement devrait s'expliquer, a priori, par une révision spectaculaire à la baisse du dommage économique attendu de la crise du coronavirus. Or, il n'en a rien été. Pour illustration, sur cet intervalle de temps, et en lieu et place d'un scénario conjoncturel nettement moins sombre, le Fonds Monétaire International (FMI) a revu ses attentes dans un sens négatif, et pas un peu : la contraction de l'économie mondiale en 2020 atteindrait non pas 3%, comme initialement annoncé, mais bien 4,9% ! Et sans que cela soit compensé dans l'amplitude du rebond espéré pour 2021 !

Les marchés financiers sont, a priori, à supposer rationnels : si une mauvaise nouvelle fait excessivement baisser les cours, il devrait y avoir assez d'esprits et de gestionnaires clairvoyants pour se porter acquéreurs à bon compte, et ce faisant, soutenir les cours. L'histoire, cependant, montre à suffisance que la bourse est affaire de modes, de booms et de krachs. Loin d'être clairvoyants, les marchés se montrent souvent myopes, avec des niveaux de valorisation particulièrement déprimés quand les choses vont mal et exubérants quand les choses vont bien. Cette observation est en contradiction avec l'anticipation rationnelle du caractère cyclique de l'économie, qui devrait conduire à des rapports cours / bénéfices élevés quand les bénéfices sont temporairement sous pression et des rapports cours / bénéfices faibles quand les bénéfices sont en vive croissance. Au fil du temps, les marchés se sont donc révélés bizarres, manquant de cette rationalité supposée.

Aujourd'hui, les marchés semblent bizarres, mais d'une autre manière que la bizarrerie historique. Ce qui apparaît bizarre, c'est que les cours ne sont pas très loin de leur niveau d'avant Covid-19, voire aux Etats-Unis sont plus élevés. Et cela, sans évoquer ici l'aspect humain et social, alors que les dégâts économiques du Covid-19 sont énormes, sans équivalent, alors que les effets en cascade, notamment en termes de faillite, d'emploi, de finances publiques et de confiance, sont potentiellement dévastateurs et alors que l'incertitude est majeure, à commencer par ce qui a trait à la maîtrise de la situation sanitaire et au rythme de la normalisation de la vie économique.

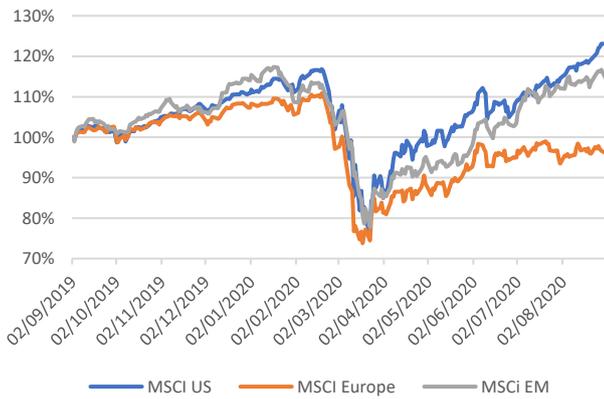
Donc, confrontés à une crise, historiquement, les bourses en ont exagéré les effets mais, face à la crise actuelle, elles ont

réagi tout autrement. Comment expliquer cette anomalie par rapport à l'anomalie usuelle ? Certainement pas par le fait que cette crise-ci générerait peu d'inquiétudes sur ces conséquences à moyen terme. Qu'elles soient sanitaires ou économiques, des inconnues majeures demeurent. L'explication la plus commune tient en deux mots : « banques centrales ». Ce sont elles qui soutiendraient les cours en menant une politique monétaire qui, avec des taux très bas pour très longtemps, contribuent à la profitabilité des entreprises et, plus encore, font qu'il n'y a pas d'alternative à la bourse. Et elles sont d'autant plus incitées à maintenir les taux bas que cela évacue le problème de l'endettement des pouvoirs publics et, dans une large mesure, aussi du secteur privé ... ce qui contribue à la stabilité financière dont elles sont les garantes. A cela s'ajoute encore un autre argument : soutenir la bourse est bon pour l'économie. Comme le disent Caballero et Simsek, du MIT, ce qui est bon pour Wall Street peut être bon pour « Main Street », comprenons pour l'Américain moyen.

A nos yeux, il faut élargir le champ de l'explication, et avancer un second facteur : là où on aurait pu s'attendre à ce que la politique de sauvetage des pouvoirs publics fasse mal aux actionnaires, ces derniers ont été traités de manière positive, voire complaisante. C'est le cas avec les recapitalisations publiques emblématiques de Lufthansa et de Renault, avec le relâchement des règles relatives aux aides d'Etat et à la préservation de la concurrence ou, tout simplement, avec l'indemnisation du chômage économique. Et, à moyen terme, le ralentissement du commerce international est de nature à favoriser les champions nationaux comme les faillites sont de nature à permettre aux survivants d'augmenter leurs marges bénéficiaires.

De cette analyse du comportement des marchés découle un double regard sur la bourse. Le premier est que les niveaux actuels anticipent beaucoup de bonnes nouvelles sur la lutte contre la pandémie et la reprise économique, ce qui signifie qu'ils laissent peu de place pour des surprises négatives. Le second est que, fort de cette attitude « actionnaires-friendly », une forte rechute des cours apparaît peu probable.

Performance des marchés d'actions en devises locales

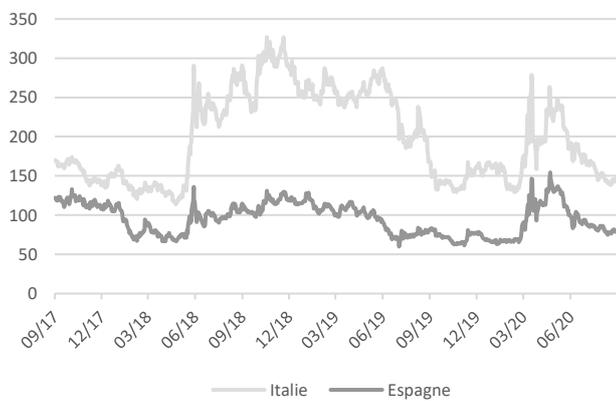


Source: Bloomberg, Orcadia AM

MARCHES D' ACTIONS

La reprise des marchés s'est poursuivie au cours de l'été. Les nouvelles positives en provenance d'Asie, où la pandémie n'a touché que de manière limitée les grandes économies, ont propulsé les marchés émergents, qui sont revenus à leur niveau de début de l'année. Le marché américain a poursuivi sa marche en avant, porté par les entreprises technologiques (avec la FAANG comme porte-étendard) et affiche une augmentation d'environ 10% depuis le début de l'année. Cependant, il existe une dichotomie claire sur le marché américain, les secteurs plus traditionnels étant clairement à la traîne. L'Europe n'a pas vraiment réussi à poursuivre la hausse au cours de l'été. De ce fait, elle est la seule zone importante encore clairement (-10%) dans le rouge depuis le début de l'année. Toutefois, en raison de l'affaiblissement du dollar (-6%), la performance annuelle des marchés américain et émergents est nettement inférieure pour un investisseur européen.

Evolution des spreads italiens et espagnols vis-à-vis de l'Allemagne

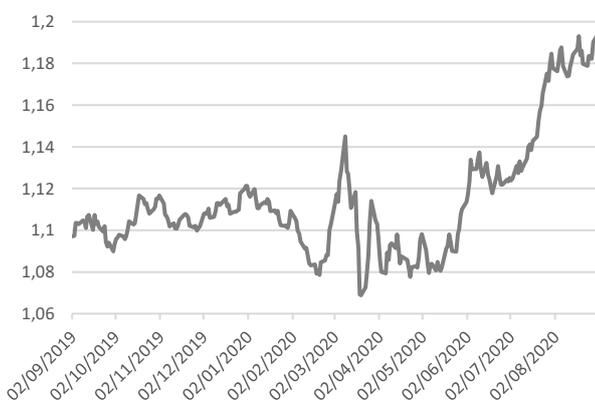


Source: Bloomberg

MARCHE OBLIGATAIRE

Les mesures européennes coordonnées anti-crise, avec lesquelles, dans les années à venir, quelque 750 milliards d'euros seront décaissés du budget européen sous forme de prêts et de subventions, sont une étape importante dans l'intégration européenne. Pour la première fois, des obligations seront émises à grande échelle, garanties par tous les États membres. Les plus touchés d'entre eux, économiquement parlant, par la pandémie recevront le plus de soutien, ce qui équivaut implicitement à des transferts budgétaires du Nord vers le Sud. Nous avons clairement vu l'impact de cet accord sur les marchés obligataires. Malgré le fait que l'Italie et l'Espagne aient été très gravement touchées (au printemps par un confinement complet et en été par le manque de touristes), leurs « spreads » contre le Bund allemand sont presque revenus au niveau d'avant la crise.

Evolution du cours euro / dollar



Source: Bloomberg

EVOLUTION DES DEVISES

Qualifier l'accord Merkel-Macron du début de l'été comme un « moment Hamilton » va probablement trop loin. Hamilton avait réussi à organiser une mutualisation des dettes de la fédération américaine à la fin du XVIIIe siècle, fournissant ainsi la base du financement de l'État fédéral aux États-Unis. Néanmoins, l'accord est une étape importante dans l'intégration européenne. Il créera un marché important (750 milliards d'euros) et liquide d'obligations d'excellente qualité qui n'existait pas auparavant, et unifiera plus étroitement le sort des membres de la zone euro.

L'importance de l'accord a été reconnue sur les marchés des changes. Ce n'est pas un hasard si depuis que le plan a pris forme, l'euro s'est sensiblement apprécié par rapport au dollar et à l'ensemble des devises.

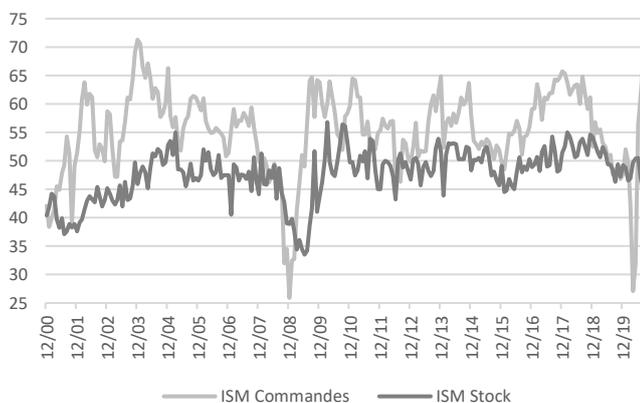
ALLOCATION & STRATEGIE

La situation sanitaire s'est améliorée pendant l'été

Au niveau sanitaire, les nouvelles sont devenues encourageantes dès la seconde moitié de l'été. **Aux États-Unis, le nombre de nouveaux cas a diminué de moitié** entre la mi-juillet et aujourd'hui. **En Europe, le tableau est plus contrasté.** Ainsi, il y a eu une augmentation significative des nouveaux cas en Espagne et, dans une moindre mesure, en France, mais rien de tel en Allemagne ou en Italie. De plus, **pour ne pas avoir une image biaisée de l'évolution du nombre de cas positifs, il faut mettre celle-ci en perspective**, en tenant compte de l'augmentation du nombre de tests. Les grands pays de la zone euro testent actuellement environ 1% de leur population par semaine, sensiblement plus que lors de la première vague. Le pourcentage de tests positifs - bien qu'en hausse en France (actuellement $\pm 5\%$) et en Espagne (actuellement $\pm 10\%$) - reste nettement inférieur à ce que nous avons vu en avril (environ 25%).

Tableau contrasté aux Etats-Unis...

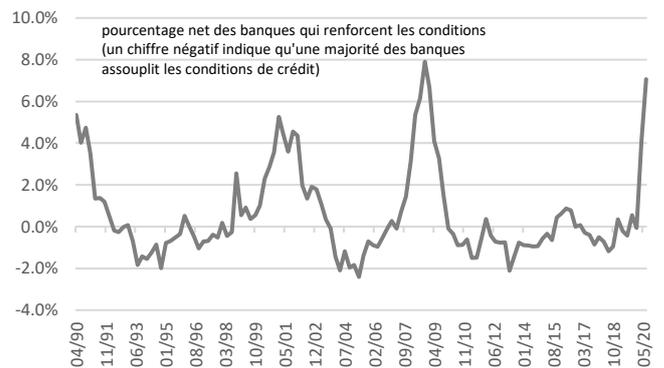
D'un point de vue économique, le tableau est lui aussi fait de contrastes. Aux Etats-Unis, sur la base des « nouvelles commandes ISM » on peut penser **que l'industrie américaine est en meilleure forme que ce qui avait été redouté.** Le nombre de nouvelles commandes a augmenté au rythme le plus rapide depuis une vingtaine d'années. Pour leur part, les stocks disponibles ont diminué, ce qui suggère que des chiffres positifs peuvent également être attendus pour l'industrie dans les mois à venir.



Source : Bloomberg

En revanche, le nombre de **nouvelles inscriptions au chômage reste à environ un million** et le rythme de reprise de la consommation semble ralentir. Le nombre de **faillites augmente** et il n'y a actuellement aucun accord politique sur le renouvellement du programme d'aide. Le creusement des pertes sur créances rend les **banques nettement plus strictes dans l'octroi de crédit.** Cela touche plus particulièrement les petites entreprises qui ont peu ou pas accès aux marchés financiers et ne peuvent donc pas bénéficier de l'intervention de la banque centrale sur le marché du crédit.

Conditions de crédits aux entreprises



Source : Federal Reserve of St Louis

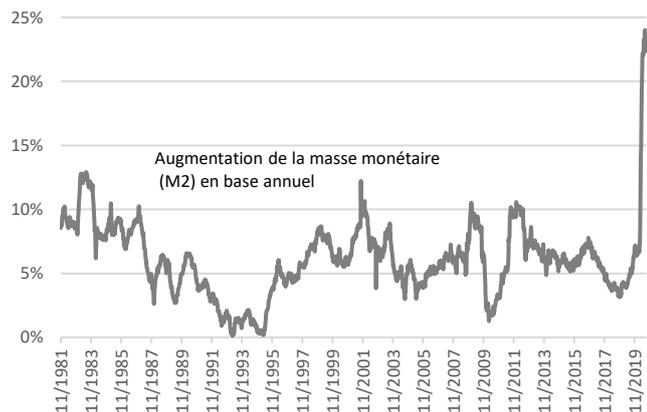
... et l'Europe perd en momentum

En Europe, la reprise a semblé perdre de son élan. **L'indice Markit PMI dépasse à peine le niveau de 50**, ce qui correspond à une stabilisation de la situation dans l'industrie. Les **consommateurs**, en partie en raison des rapports alarmants d'une « deuxième vague », sont **également plutôt prudents** en termes de dépenses. En Chine, la consommation est également restée bien inférieure aux attentes en juillet. Plutôt que d'augmenter comme attendu, elle a baissé de 1,1% d'une année sur l'autre, et cela alors que, au niveau sanitaire, la situation en Chine se normalisait depuis un certain temps.

La FED réinterprète son mandat

Aux États-Unis, la banque centrale (FED), conformément aux attentes du marché, a présenté une nouvelle lecture de son double mandat historique, à savoir la stabilité des prix et la maximisation de l'emploi. À l'avenir, **l'accent sera davantage mis sur l'emploi**, et cela dans un sens élargi, pas en se limitant au seul taux de chômage, et, bien que les objectifs d'inflation restent inchangés à 2%, ce sera **l'inflation moyenne sur le cycle économique** qui sera examinée pour déterminer si l'objectif est atteint. En d'autres termes, si l'inflation est restée inférieure à la cible pendant un certain nombre d'années, ce « déficit » peut ensuite être « rattrapé » avant qu'il faille resserrer la politique monétaire. À première vue, ce changement peut sembler anodin, mais ce ne l'est en aucun cas. C'est **clairement une rupture par rapport à l'orientation que Paul Volcker** avait fait prendre au début des années 80 et qui a été maintenue pendant les décennies suivantes. Pour lutter contre la hausse de l'inflation, Volcker avait fortement relevé les taux d'intérêt à l'époque, en dépit des graves conséquences que cela a eu sur l'emploi. Depuis lors, la stabilité des prix avait pris le dessus - du moins implicitement - sur l'emploi. Aujourd'hui, la FED inverse les priorités. **La conséquence la plus immédiate est que les taux d'intérêt à court terme sont désormais réellement bétonnés pour les années à venir.** Cela rend également **plus probable une augmentation à moyen terme du niveau des prix**, car la FED n'augmentera pas les taux d'intérêt à la première menace d'inflation. Bien que des pressions déflationnistes soient à l'œuvre du fait de la récession (il faut brader les prix pour attirer les clients), il semble réaliste que, dans une seconde phase, l'augmentation significative de la

masse monétaire y contribue, et sans que cette accélération de l'inflation soit immédiatement combattue par une hausse des taux d'intérêt.

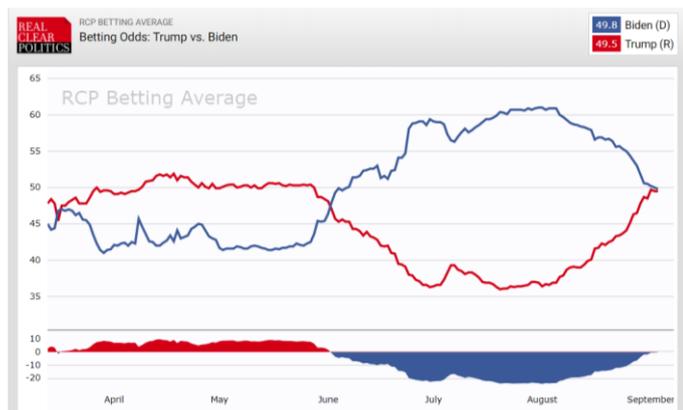


Source: Federal Reserve of St Louis

Contrairement à l'assouplissement quantitatif (« QE ») initial, lorsque les achats de soutien de la FED et d'autres banques centrales ont pu être contrecarrés par les politiques budgétaires restrictives, des sommes colossales sont maintenant dépensées par les pouvoirs publics dans le monde entier pour soutenir l'économie.

Les élections présidentielles peut-être quand même tendues

Le fait de se rapprocher des élections américaines de novembre ne fait pas diminuer l'incertitude quant à leurs résultats. Au cours de l'été, un avantage s'était creusé en faveur de Joe Biden comme futur Président. Aujourd'hui, les choses ne sont plus si claires. Bien que J. Biden ait toujours une avance considérable dans les sondages - malgré la bonne performance de D. Trump ces dernières semaines -, il en va autrement sur le « marché des paris », où l'on parie de l'argent sur qui gagnera les élections.



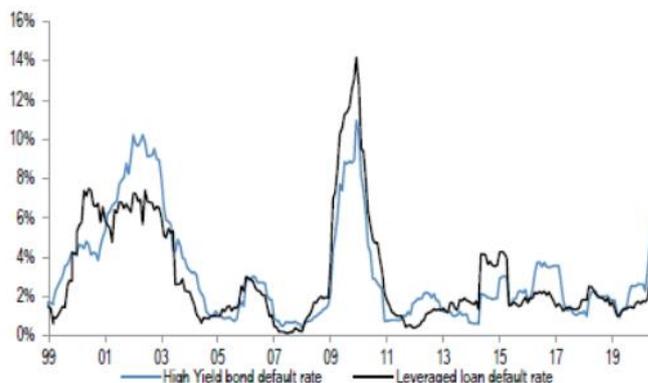
Source: Real Clear Politics

L'incertitude quant à savoir si les démocrates remporteront la présidence et gagneront suffisamment de sièges au Sénat pour mener à bien le programme de J. Biden pourrait peser sur le sentiment dans les semaines à venir. Si J. Biden devait gagner de peu, cette incertitude pourrait durer après les élections, avec un président sortant contestant le résultat.

Prudence au niveau des obligations...

En matière d'investissement, du côté obligataire, nous restons favorables à une allocation prudente en termes de poids et de maturité. Les **rendements offerts dans les obligations de**

qualité sont très maigres et inférieurs à l'inflation. Si, contrairement aux attentes du marché, l'inflation se redressait quelque peu et que les taux d'intérêt augmentaient même légèrement en conséquence, les moins-values pourraient être importantes, surtout si les maturités sont longues. Il y a moyen de se prémunir contre cela en optant pour des obligations indexées sur l'inflation, mais il faut être conscient que les taux d'intérêt réels sont actuellement clairement négatifs. Si l'on veut obtenir des rendements réels positifs sur les obligations, il faut prendre des risques, par exemple en achetant des obligations à « **haut rendement** ». **Nous sommes réservés** ici car nous pensons **que le rendement offert** - qui n'est plus aussi élevé que son nom l'indique - est **bien trop maigre pour le risque encouru** par les « obligations pourries », ancien nom, moins politiquement correct, pour « hauts rendements ». Le **pourcentage de non-paiements (« taux de défaut ») augmente très rapidement** et nous ne voyons aucune amélioration en la matière à brève échéance.



Source: JP Morgan

... tout comme en actions

Les niveaux actuels des marchés boursiers intègrent une reprise dite en «V» de l'économie. Bien que la dernière saison de résultats n'ait pas été si mauvaise - en d'autres termes, les dégâts étaient moindres que redoutés -, les **niveaux actuels** font montre, à notre avis, d'un peu **trop d'optimisme**. En revanche, en raison du filet de sécurité mis en place par les autorités budgétaires et monétaires, une **forte baisse des cours nous paraît improbable**. **Nous sommes donc modérément prudents** et plaidons en faveur d'une sous-pondération limitée des actions, sous-pondération qui pourrait être inversée si les marchés venaient à connaître une correction limitée. À notre avis, le marché américain en particulier voit la vie un peu trop en rose, même si on ne peut pas parler de « marché ». Il existe une nette dichotomie entre les 5 plus grands (le quintette Apple, Amazon, Microsoft, Facebook et Alphabet) et le reste de l'indice S & P500. La forte hausse des 5 mastodontes (leur capitalisation boursière commune est supérieure à celle de la bourse japonaise dans son ensemble) fait que l'indice S&P 500 dans son ensemble est nettement plus élevé qu'au début de cette année, alors que ce n'est pas le cas pour le "S&P500 poids égal", où toutes les sociétés ont le même poids. Si l'on ne peut nier que le quintette profite clairement de l'environnement économique actuel, à notre avis les attentes qui le portent sont trop hautes, d'autant plus que les 5 n'étaient pas bon marché en fin d'année dernière.

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.