

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Flou ou floué, qu'attendre de la politique américaine ?

Si la première place économique mondiale est aujourd'hui disputée entre les Etats-Unis et la Chine, la première place financière reste, de très loin, au pays de l'Oncle Sam. Il est dès lors logique que, dans les semaines qui ont précédé les élections du 3 novembre, les commentaires boursiers ont fait la part belle aux scénarii politiques américains et que les stratégies d'investissement ont évalué les options sur la table.

Incertitude sanitaire, incertitude politique

Qui dit élections, devrait dire clarification : les résultats seraient connus dans les heures qui suivent la fermeture des bureaux de vote et l'orientation des politiques à venir, économiques ou autres, se dégagerait aux yeux de tous, citoyens comme investisseurs. La réalité est toutefois souvent bien différente, avec des élections qui ne dissipent pas le flou. Ainsi en va-t-il, et nous l'avons encore expérimenté en Belgique, si aucune coalition majoritaire évidente ne se dessine sur la seule base du vote populaire. Cela peut aussi se produire quand les urnes conduisent à une cohabitation entre un Président et une assemblée nationale aux préférences politiques non convergentes. Et c'est également le cas quand les résultats d'une élection sont contestés par une frange de l'électorat.

Au lendemain de vote dans la plus grande démocratie au monde, nous sommes confrontés à l'incertitude, là où de la clarté aurait pu être espérée. Nous pourrions nous rassurer de plusieurs manières, sur la base des observations suivantes. D'abord, ce n'est pas la première fois que le système électoral américain ne débouche pas sur un signal clair quant aux choix politiques à venir. Ensuite, les marchés financiers n'ont pas paru troublés par le flou ambiant. Enfin, il faut prendre garde à ne pas surestimer l'impact de la conjoncture politique sur les sphères économiques et financières.

Politique et effets de court terme

Insistons sur ce troisième aspect, même si nous avons déjà eu l'occasion de l'aborder. Entre MM. Obama et Trump, la différence était à tout le moins marquée, en termes de personnalité, bien entendu, et aussi d'inclination politique. Et le second a été obsédé par l'effacement des marques de son prédécesseur. Pourtant, le constat s'impose : le visage macroéconomique des Etats-Unis n'est pas radicalement différent aujourd'hui de ce qu'il était il y a quatre ans. S'il s'agit de faire le bilan de la période 2017-2020, les indicateurs usuellement privilégiés que sont la croissance, le taux de chômage, le solde commercial, l'évolution du revenu médian, les inégalités ou Wall Street montrent que les années Trump s'inscrivent dans le sillage des années Obama, non dans la rupture. Fort heureusement, l'économie n'est pas qu'affaire d'un décideur ou d'un parlement, et il faut aussi tenir compte du délai de réaction entre une décision politique et les indicateurs conjoncturels.

L'écart entre politique et finance se doit d'être encore plus grand qu'entre politique et conjoncture car l'horizon temporel

est très différent : l'action politique est, de facto, obnubilée par le court terme, là où le monde de la finance, quand il ne cède pas à cette forme particulière d'irrationalité, devrait être celui du temps long. Et d'une certaine manière, ce court-termisme est un des rappels des années Trump. Ce que la décision politique fait, la décision politique peut rapidement le défaire, pensons à la politique de soins de santé ou à la fiscalité. Et un décideur peut même changer d'avis. La volatilité dans les relations internationales des Etats-Unis ces dernières années illustre ce fait.

Politique et effets de long terme

Est-ce à dire que la politique est sans pertinence pour la stratégie d'investissement ? Certainement pas. A défaut de savoir ce que seront les choix politiques américains sur chacun d'eux, nous pouvons déjà identifier les leviers de la croissance durable, en s'inspirant d'une récente note du Peterson Institute (Jason Furman, *Memorandum on Priorities for Economic Policy*, PIIE, Octobre 2020). Aura une incidence d'importance pour l'économie, dans la durée, une politique :

- qui promeut l'éducation, et notamment les études supérieures, et la formation continuée ;
- qui facilite l'accès à la santé et se soucie de prévention ;
- dont les choix budgétaires sont favorables à la stabilisation macroéconomique et à la cohésion, intragénérationnelle comme intergénérationnelle ;
- qui, en matière environnementale, ose faire prévaloir le long terme, de manière juste, efficace, coordonnée et pédagogique ;
- qui base le commerce international sur des principes, du respect des règles de l'Etat de droit à l'absence de distorsion environnementale, sociale ou fiscale, et rejetant le raisonnement mercantiliste du type « si c'est bon pour toi, c'est que c'est mauvais pour moi » ;
- qui voit la migration comme une opportunité, qui apporte de la diversité et du sang neuf ;
- qui protège la concurrence et stimule la créativité.

Un peu de tout

Du point de vue de la stratégie d'investissement, il n'y a pas lieu de choisir entre considérations de court terme et perspectives de long terme. Ce sont les paramètres de long terme qui détermineront la tendance économique et, ce faisant, la performance des placements en actions, vu que, dans le temps long, il n'y a pas plus de divergence entre économie et marchés financiers qu'il n'y a, dans le contexte actuel, à opposer santé et économie. Ne pas vouloir le voir est nier l'interdépendance qui nous caractérise. Simultanément, l'allocation tactique dans les portefeuilles se doit d'être actualisée en fonction du scénario de court terme sur les politiques attendues, qu'elles soient monétaire, budgétaire, fiscale, commerciale ou réglementaire.

ALLOCATION & STRATEGIE

L'actualité a été dominée ces derniers temps par la deuxième vague de la tempête Covid et par l'élection présidentielle américaine. Nous revenons sur la pandémie un peu plus loin mais commençons par une analyse des conséquences à court terme du résultat des urnes Outre-Atlantique.

La vague bleue qui n'a pas eu lieu...

La « *vague bleue* » que certains attendaient, par laquelle les Démocrates auraient reçu un mandat clair du peuple, n'a pas eu lieu. La victoire de M. Biden dans les « *swing States* » a été moins prononcée que ce que les sondages annonçaient, et une franche double majorité à la Chambre des représentants et au Sénat est exclue. Au mieux, les Démocrates - s'ils remportent les deux sièges au Sénat en Géorgie - auront exactement la moitié des sièges de cette Assemblée. Certes, le vote de la Vice-Présidente sera alors décisif mais, même dans ce cas, **certaines des propositions plus radicales devront être édulcorées**. De plus, il est peu probable que des personnalités plus marquées à gauche au sein du parti se verront offrir un rôle important au sein de l'administration. En effet, il s'agit de s'assurer des votes des démocrates plus orientés à droite. Et si le Sénat reste entre les mains des Républicains, des compromis devront être trouvés, ce qui exclut les propositions les plus progressistes.

... M. Biden devra réaliser sa réputation de jeteur de ponts

Il se dit que les **décennies d'expérience** de Biden et sa **réputation de « jeteur de ponts »** seront des atouts clés de la nouvelle administration. Sur la **scène internationale**, le Président **a les coudées plus franches**. Le fait qu'il ait annoncé pendant sa campagne qu'il souhaitait que les États-Unis rejoignent l'Accord de Paris sur le climat est une bonne chose non seulement pour l'environnement, mais aussi pour la coopération internationale. Sur ce front, le nouveau Président devrait rester ferme avec la Chine, tout en cherchant à se montrer plus en symbiose avec les alliés traditionnels de l'Oncle Sam. Il est également probable qu'un nouvel accord sera conclu avec l'Iran, ce qui réduira non seulement les tensions dans le Golfe, mais aussi le prix du pétrole, la production perse pouvant alors de nouveau circuler plus librement. Cela devrait à son tour être positif pour la conjoncture. Les élections montrent que les États-Unis restent un pays divisé. Heureusement, jusqu'à présent, il n'y a pas eu de troubles graves. A cet égard, que J. Biden parle clairement un langage de conciliation et que de plus en plus des principaux républicains prennent leurs distances avec D. Trump est une bonne chose.

Une nouvelle vague corona...

Il est à craindre que les rassemblements massifs qui ont suivi l'annonce de la victoire de J. Biden contribueront à une **nouvelle détérioration sanitaire aux États-Unis**. En Europe aussi, nous avons constaté une **augmentation inquiétante des cas positifs** depuis la fin de l'été. Dans de nombreux pays du Vieux Continent, le temps d'un **confinement est revenu**, sévère (par exemple, la France, la Belgique) ou moins sévère (par exemple, en Allemagne). Contrairement à la première phase, le **confinement social**, qui minimise le nombre de contacts interpersonnels, est cette fois l'outil privilégié. Il ne fait aucun doute que le reconfinement aura un impact négatif sur la croissance économique, de telle sorte que **le rebond espéré en**

juillet risque donc de devenir un « double plongeon ». Heureusement, cette fois-ci, la plupart des entreprises - à l'exception de la culture, de l'hôtellerie et les événements et, dans certains pays, certains magasins et professions « de contact » - et les écoles restent ouvertes, et les chantiers dans la construction se poursuivent. Dès lors, l'impact conjoncturel sera nettement moins important qu'au deuxième trimestre.

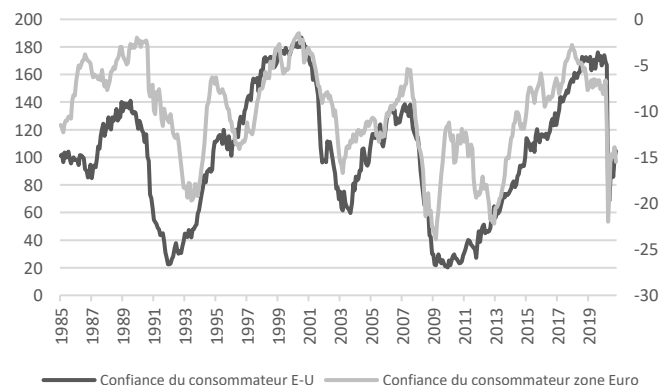
... mais aussi de bonnes nouvelles

Les nouvelles diffusées par Pfizer au sujet des résultats de son vaccin sur la base de la nouvelle technologie d'ARNm sont **clairement positives**, sur le plan humain, d'abord, pour l'économie ensuite. Le vaccin s'est avéré efficace à 90 %, ce qui est nettement plus élevé que les 50 % que la FDA, l'autorité américaine des médicaments, requiert pour donner son approbation. Sur le **plan opérationnel**, le vaccin fonctionne **moins fortement**, de telle sorte que deux injections sont nécessaires, ce qui double la capacité de production requise pour traiter un même nombre d'individus. De plus, le vaccin doit être stocké à un maximum de -70°C. Cela pose un problème logistique sérieux, peu d'hôpitaux disposant de l'infrastructure spécialisée requise, même dans les pays industrialisés. Le canal de vaccination traditionnel, via le médecin généraliste, semble exclu. En outre, nous ne devons pas oublier qu'il faudra des mois avant qu'une proportion significative de la population soit vaccinée. Bien qu'après l'apparition de la seconde vague, les nouvelles les plus récentes soient encourageantes, les conséquences de la Covid sont encore loin de disparaître.

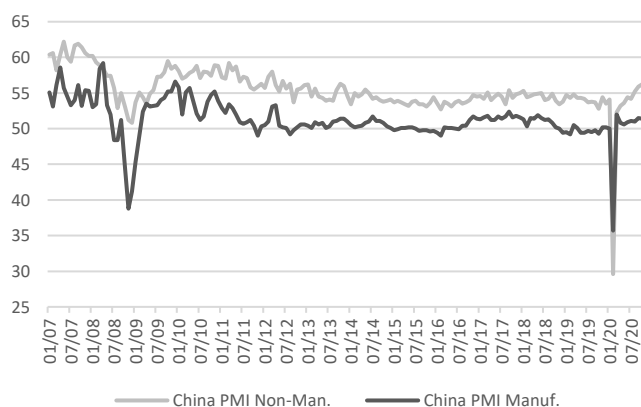
Economie au ralenti

Les indicateurs de conjoncture PMI montrent que, de nouveau, le secteur des services souffre particulièrement. L'indice composite s'établit à exactement 50 points en octobre. Dans l'ensemble, **les entrepreneurs ne voient aucun changement dans la situation par rapport au mois précédent**. L'industrie est devenue plus positive (jusqu'à 54,8 points) là où le secteur des services est plus pessimiste (en baisse à 46,9 points). Étant donné que l'enquête a été réalisée avant que les mesures de confinement ont été réellement renforcées, il convient d'attendre les chiffres de novembre pour tirer des conclusions sur l'état de l'économie européenne.

Compte tenu des circonstances exceptionnelles, **la confiance des consommateurs se maintient relativement bien pour l'instant**.



Elle reste en Europe comme aux États-Unis à un niveau similaire à ce que nous avons pu observer au cours des précédentes récessions. Cela donne à penser que l'impact de la récession sera nettement moins grave que celui de la crise financière de 2008-2009. Bien que l'impact de la deuxième vague (Europe) et de la troisième vague (Etats-Unis) ne soit pas encore clair, il ne fait aucun doute que les mesures monétaires et budgétaires massives des autorités ont préservé du pire. **En Asie**, où la pandémie semble être sous contrôle – du moins pour l'instant – nous assistons à **une reprise sensible de l'économie**. En Chine, il y a même une véritable reprise en V et la confiance du secteur des services est à son plus haut niveau depuis des années.



Source : Bloomberg

Augmentation de la dette publique...

Afin d'empêcher des séquelles permanentes dans l'économie, les gouvernements du monde entier sont intervenus, à juste titre. Suite au soutien budgétaire, le **déficit public** prévu pour cette année atteindra **en moyenne 9 % du PIB** dans la zone euro. Et ces estimations ont été publiées avant la 2^{de} vague et les nouvelles mesures. Il faut donc s'attendre à ce que le trou se creuse encore davantage. **L'an prochain**, le déficit serait quelque peu réduit, mais **toujours proche de 6% du PIB**.

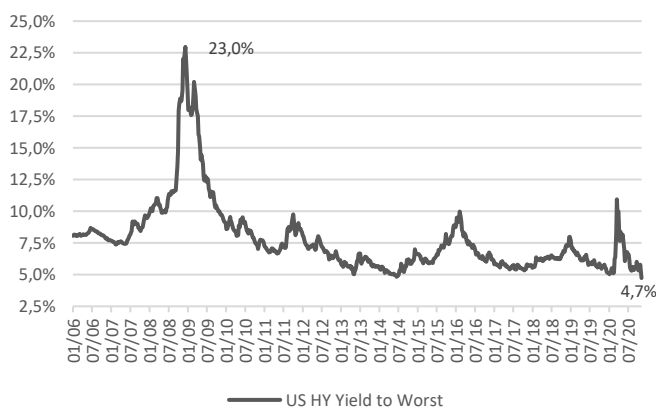
... compensée par la banque centrale...

Dans des circonstances normales, de tels déficits publics et l'augmentation du ratio d'endettement qui s'ensuit entraîneraient une hausse des taux d'intérêt. Les achats massifs effectués dans le cadre du **programme d'assouplissement quantitatif** de la BCE garantissent que, malgré les émissions colossales d'obligations d'État, **le montant des obligations d'État à écouler sur le marché n'augmente pas mais diminue**. Ce sera probablement aussi le cas l'année prochaine, et cela même avant les mesures supplémentaires marquantes déjà annoncées par Christine Lagarde, présidente de la BCE, pour la prochaine réunion de la BCE en décembre.

... rendant une augmentation de taux importante improbable

Il semble donc **peu probable** que, malgré l'augmentation massive de la dette publique, les **taux d'intérêt** sur les obligations d'État, largement négatifs, **augmentent significativement**. La recherche de rendement, un phénomène

déjà bien identifié, pousse également à la baisse les rendements des obligations de moindre qualité. Récemment, l'agence de notation Fitch a publié ses prévisions de faillite pour les 3 prochaines années. Selon leur analyse, malgré les interventions massives des Etats, entre un émetteur sur six et un sur cinq dans l'univers des hauts rendements devra baisser le rideau. Une proportion qui est à peine inférieure à ce que nous avons vu pendant et juste après la crise financière. En même temps, il y a une différence notable entre l'époque et l'heure actuelle. À l'époque, un investisseur qui était disposé à courir le risque était bien rémunéré ; aujourd'hui, il reçoit une aumône !



Source : Bloomberg

Nous continuons donc d'estimer que le jeu n'en vaut pas la chandelle. Les **obligations restent peu attrayantes** dans le contexte actuel et elles **sont à sous-pondérer** dans un portefeuille. Et dans la partie obligataire, nous continuons d'opter pour des obligations d'État, en laissant largement de côté les obligations d'entreprises et plus encore celles à haut rendement.

Diminution du risque...

L'élection de Joe Biden à la présidence est une bonne nouvelle pour les marchés boursiers. Ceux-ci vont en outre apprécier qu'il devra mener une politique « au centre » et que certaines mesures, comme une augmentation de l'impôt sur les sociétés, pourraient devoir être remises. Qu'avec lui une période de réconciliation s'amorce et que la politique soit moins volatile est tout aussi bien perçu parce que cela est de nature à réduire la prime de risque.

... probablement déjà reflétée dans le cours des actions

Dans l'ensemble, les résultats d'exploitation des entreprises cotées publiés pour le troisième trimestre ont été bien meilleurs que les attentes – certes faibles – et ce, tant en Europe qu'aux Etats-Unis. Étant donné que les cours des actions dans l'hémisphère occidental incorporent pas mal de nouvelles positives et que les valorisations sont plutôt élevées, nous plaidons pour **une certaine retenue dans les investissements en actions** – en particulier aux Etats-Unis, mais aussi en Europe –, sans toutefois être sombre pour l'économie.

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.