

## CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Vents contraires pour l'investissement responsable

La nécessité d'infléchir le cours de nos économies, en particulier dans les pays industrialisés, est plus patente que jamais. Les dérèglements climatiques, les atteintes à la biodiversité et leurs effets sur la santé et la qualité de vie des humains sont toujours plus tangibles. Le « climatosepticisme », s'il reste beaucoup trop présent en regard du consensus scientifique sur le sujet, est en recul, mais le rôle de la finance dans la transition qui s'impose à nous, lui, est sujet à des vents de face, de diverses natures. Comme investir de manière responsable le patrimoine que nous confient clientes et clients est au cœur de l'ADN d'Orcadia AM, il nous est apparu important d'en faire part et de partager notre attitude face aux critiques récentes.

### *Armes et investissement responsable*

L'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, il y a maintenant plus de deux ans déjà, a amené à avoir un autre regard sur l'industrie de l'armement. Jusqu'alors, régnait un large consensus à propos de ce secteur d'activité – en ce compris parmi des gestionnaires pratiquant une version très « soft » ou très « light » de l'investissement responsable – pour le bannir de l'univers dit « investissable ». Il y avait pourtant déjà, avant février 2022, des budgets militaires, des conflits et des menaces de conflits, mais la question n'était pas soulevée.

Aujourd'hui, nos démocraties européennes réalisent qu'une armée bien équipée n'est pas une relique de peurs anciennes mais une nécessité face à des dangers d'agression à large échelle bien réels. Si donc disposer d'une armée à même de se défendre est un « must », ne faut-il pas revoir son jugement sur les entreprises cotées en bourse actives dans le secteur de l'armement et les considérer comme « investissables », voire comme positive pour l'intérêt général, au point de devoir y investir de manière privilégiée ?

La question est légitime, mais la réponse que le monde de l'investissement responsable donne, et Orcadia AM y souscrit, est que, malgré l'utilité des armes, pour dissuader, protéger et se défendre, le secteur doit continuer à être exclu. D'abord, il faut faire la distinction entre ne pas investir et condamner. Les lecteurs de notre feuille mensuelle pour la plupart apprécient un verre de vin ou de bière, et simultanément adhèrent à l'exclusion du secteur des boissons alcoolisées de l'univers d'investissement des gestionnaires responsables. Ne pas investir son patrimoine dans un secteur donné ne signifie pas appeler à éliminer cette activité. Ensuite, il y a lieu de voir quelle est la destination des ventes des entreprises d'armement. Si elles ne vendaient qu'à des Etats démocratiques stables, nous serions rassurés sur le plan éthique, mais il y aurait alors lieu de s'interroger sur l'intérêt de voir des fournisseurs exclusifs de ces pouvoirs publics amis être cotés en bourse. Les Etats fourniraient le financement nécessaire à des entreprises. De plus, et en soulignant que nous n'avons évidemment rien contre la cotation en bourse d'entreprises soucieuses d'augmenter leurs profits – une telle

cotation est au centre de notre métier –, sachons voir que la quête de rentabilité va inciter à faire payer trop cher aux Etats « corrects » et va surtout qu'elle est trop dangereuse en ce qu'elle va pousser à vendre à des pays inamicaux, voire à d'autres acheteurs, relevant de la rébellion ou du crime organisé.

### *Performance de l'investissement responsable*

Nous l'avons expérimenté en 2022, avec la guerre et l'emballement des prix de l'énergie, l'investissement responsable peut, pour un même niveau de risque, « sous-performer » l'investissement classique pendant un certain laps de temps. A l'heure où, aussi du fait des tensions tant au Proche-Orient qu'avec l'Iran, le prix de l'énergie est susceptible d'encore remonter, l'idée est revenue que se contraindre à investir de manière durable conduirait à un moins bon rendement – toujours ajusté pour le risque – et que, ce faisant, un gestionnaire manquerait à son devoir, en fait à sa responsabilité fiduciaire, en incitant à investir de manière responsable. Pour d'aucuns, rien que permettre l'investissement responsable serait déjà condamnable.

Si, effectivement, l'investissement responsable peut connaître des phases de sous-performance, il faut, données statistiques à l'appui, résolument s'inscrire en faux contre l'idée que, dans la durée, il en coûterait, à l'investisseur, de faire le choix des placements responsables. Ainsi, chez Orcadia AM, sur la base de la méthodologie de notre principal fournisseur de données en matière ESG (pour « Environnement, Social, Gouvernance »), les chiffres sont clairs : en moyenne, depuis 2007, année de début des données, l'investissement responsable a surperformé l'investissement classique. Et si 2022 a bel et bien montré l'inverse, c'est l'exception, et une exception qui, comme il se doit, a confirmé la règle. D'ailleurs, le secteur de l'énergie fossile est loin de faire des flammes (des torchères ?) ces derniers temps !

Le début 2024 affiche une nouvelle sous-performance de l'investissement responsable. Ici, il faut mentionner un autre facteur explicatif que les exclusions de secteurs comme le charbon ou les armes. En effet, l'investissement responsable peut voir sa performance être ponctuellement affectée par des évolutions spécifiques au sein d'un secteur donné. Par exemple, s'agissant du segment de la technologie aux Etats-Unis, selon que le filtre responsable écarte Nvidia et retient Tesla ou l'inverse, la performance récente affichée sera bien différente. Nos performances récentes ont eu à pâtir de cette sélection, avec un fournisseur de données responsables, ou « données extra-financières », qui écarte Nvidia, Meta ou Apple mais retient Tesla et Microsoft.

### *Pas de reflux structurel de l'investissement responsable*

Ni le retour en grâce des dépenses militaires, ni un épisode transitoire de sous-performance ne menacent l'investissement responsable, qui a gagné en importance et est appelé, selon

nous, à encore progresser. Certes, sur la base de l'argument de la responsabilité fiduciaire évoqué ci-dessus, il est des pressions, et en particulier dans certaines parties des Etats-Unis, plus conservatrices et pas par hasard là où l'énergie fossile a été et est produite, pour contrer la croissance de l'investissement responsable. Mais, n'entendons-nous pas fréquemment dans nos contrées qu'un fait est plus respectable qu'un lord-maire ? Sous-performance tendancielle il n'y a pas eu, alors qu'effectivement a priori contraindre l'univers « investissable » aurait dû conduire à un tel résultat. Cela a été largement étudié, et la conclusion académique qui en ressort est claire : différents facteurs concourent pour expliquer cette non sous-performance.

Sous la pression de certains Etats américains, de grands gestionnaires d'Outre-Atlantique se sont retirés d'une initiative sectorielle visant à promouvoir l'investissement responsable, mais ces manœuvres dilatoires se heurteront tant aux performances financières qu'à la pression de l'opinion publique. Pointons ici un article de la Harvard Political Review qui reprenait un sondage montrant que 59% des jeunes Américains se disent préoccupés ou très préoccupés par le climat.

A l'inverse, il faut constater, et se réjouir, du renforcement des exigences imposées aux entreprises cotées et aux gestionnaires afin de lutter contre l'écoblanchiment, ou « greenwashing ». Ainsi, en ce printemps 2024, la Commission européenne a montré les dents face au secteur aéronautique friand de mentions environnementales non validées et nombre de fonds vont devoir mettre sous le boisseau leurs prétentions responsables. Voilà qui, dans la durée, va servir l'investissement responsable !

### **Effet de mode**

L'indicateur de base en matière de valorisation boursière est le rapport cours/bénéfice. Il peut être calculé pour une entreprise cotée donnée. Il peut aussi l'être de manière agrégée, pour un pays ou une zone géographique ou encore pour un secteur particulier. Quand le rapport cours/bénéfice progresse largement au-delà de sa valeur historique ou au-delà des niveaux observés ailleurs, il est un signal de cherté des marchés, victimes potentielles d'un possible effet de mode, voire de la formation d'une bulle financière.

La surperformance tendancielle des indices boursiers responsables relevée ci-avant pourrait avoir résulté d'un effet de mode, d'engouement pour de tels placements, avec pour résultat une élévation du ratio cours/bénéfices les concernant et, donc, à la clef, la perspective d'une correction inéluctable à la baisse. Heureusement, il n'en est rien. Malgré leur surperformance, les entreprises responsables n'affichent pas des rapports cours/bénéfices déconnectés de ceux de leurs pairs non responsables, et l'explication s'impose : c'est parce que leurs bénéfices ont évolué favorablement ! La surperformance des placements responsables est donc durable !

\*

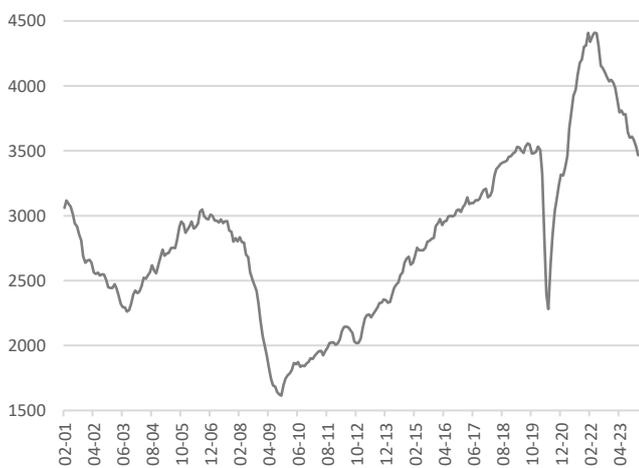
\* \* \*

L'investissement responsable n'est pas la panacée pour assurer la transition de nos économies, à la fois car les données et les méthodologies seront toujours critiquables et car d'autres leviers devront être activés, notamment comportementaux, mais il fait, selon nous, partie de la solution, et cela sans manquer à la confiance qui nous est témoignée en tant que gestionnaire de patrimoine.

## ALLOCATION & STRATEGIE

*Le marché du travail américain reste solide.*

**L'économie américaine continue de bien performer.** Plus de 300 000 **nouveaux emplois** ont été créés en mars, **bien plus que** les 200 000 **attendus**. Il s'agit également d'une accélération par rapport à janvier et février. La publication de la création d'emplois en avril, qui, avec 175 000 nouveaux emplois, est inférieure de quelque 65 000 unités aux prévisions, ne nous inquiète pas. D'une part, parce que cela reste un chiffre significatif et, d'autre part, parce que le chiffre inférieur aux attentes d'avril est compensé par le chiffre supérieur aux attentes de mars. D'autre part, nous constatons **que le nombre de personnes qui démissionnent, a encore baissé mais reste néanmoins élevé.**



Source: Bloomberg – US Job Quits (x 1000)

Cela peut être considéré comme un signe que les travailleurs trouvent un peu moins facilement qu'auparavant un emploi mieux rémunéré ailleurs. À notre avis, la combinaison de ces deux éléments indique que le marché du travail évolue de plus en plus vers du "ni trop froid, ni trop chaud". **Les indicateurs relatifs à la croissance des salaires indiquent également une lente normalisation.** L'augmentation actuelle de 4 à 5 % n'est plus si éloignée de la moyenne de 3 à 4 % d'avant la pandémie, sur fond de gains de productivité qui réaugmenteraient.

*Le consommateur américain reste un moteur qui tourne bien*

Notre opinion que le **consommateur américain est le moteur de l'économie américaine** grâce à la combinaison de la création d'emplois et de la croissance des salaires reste inchangée. Nous l'avons également constaté lors de la publication des chiffres du PIB du premier trimestre. Le fait qu'il soit plus bas que prévu est dû à l'augmentation du déficit commercial et à l'évolution des stocks, alors que les **ventes au détail restent (très) fortes**. En mars, elles ont augmenté de 0,7 %, alors que les économistes tablaient sur 0,3 %.

*... mais les tensions sous-jacentes augmentent*

Nous l'avons déjà évoqué dans un Spotlight antérieur : la **dichotomie entre les plus démunis et les plus aisés s'accroît**. Les premiers ont pu moins épargner pendant la période de Covid et ce pactole s'est épuisé depuis. Comme ils possèdent moins (ou souvent pas) de biens immobiliers ou de

portefeuilles d'investissement, ils n'ont guère (ou pas du tout) bénéficié de l'"effet de richesse" provoqué par l'augmentation de la valeur de leurs actifs. Les économistes estiment qu'une augmentation d'un dollar du patrimoine accroît la consommation américaine de 4 à 5 cents. Les commentaires des entreprises desservant principalement la classe sociale inférieure étaient clairs : les difficultés de leurs clients à joindre les deux bouts s'accroissent. Un autre exemple est l'augmentation sensible du taux de défaut de paiement sur les cartes de crédit, qui augmente dans cette population, mais à peine chez American Express, dont les clients, en moyenne, sont nettement plus riches. **Pour l'instant, il s'agit d'un feu orange qui ne nous inquiète pas trop.** En effet, lors de la publication de leurs chiffres, plusieurs banques ont qualifié de normalisation l'augmentation des défauts et des pertes de crédit.

*L'Europe sort du creux économique*

En Europe, les données économiques se sont redressées. Les principaux **indicateurs PMI manufacturiers, tout en restant faibles, se sont améliorés** (l'Allemagne étant l'exception), mais grâce au secteur des services, **l'indicateur pour l'économie dans son ensemble s'est établi à 51,4 pour avril, en nette hausse** par rapport au mois précédent (50,3) et également **nettement meilleur que prévu** (50,8). Une fois de plus, l'Allemagne fait figure d'exception. Fait remarquable, **ce sont surtout les pays les plus méridionaux de la zone euro qui ont été en mesure d'afficher de meilleurs chiffres économiques.** En France, par exemple, les ventes au détail ont augmenté de 0,4 % en mars et en Espagne, grâce à une augmentation de la demande intérieure et extérieure, le PIB a progressé de 0,7 % au premier trimestre, soit nettement plus que les 0,4 % attendus.

L'Italie, éternelle lanterne rouge, a également vu son PIB augmenter de 0,3 %, ce qui est plus qu'espéré. Il convient toutefois d'y apporter un bémol. Les chiffres positifs de ces derniers temps ont été largement soutenus par ce que l'on appelle le "superbonus". Dans le cadre de cette mesure de soutien, créée pendant la crise de Covid, les propriétaires italiens bénéficient d'un crédit d'impôt de 110 % pour les investissements qui augmentent l'efficacité énergétique de leur maison. Cette mesure a eu (et a toujours) un tel succès que le déficit public a atteint 7,2 % du PIB en 2023. En Allemagne, c'est l'inverse qui s'est produit : le verdict autour de la "Schuldenbremse" a nécessité des mesures précipitées pour réduire le déficit de 2 % du PIB, ce qui a pesé sur l'économie allemande, déjà en difficulté vu l'importance supérieure à la moyenne de l'industrie, une industrie qui souffre actuellement. La situation de **l'Allemagne devrait lentement tirer parti de l'amélioration de l'économie mondiale. La baisse de la stimulation budgétaire en Italie devrait être compensée (en partie) par la stimulation provenant du fonds d'aide européen** dont l'Italie est l'un des principaux bénéficiaires et dont, en raison de retards, à peine un tiers des 750 milliards prévus a été dépensé.

## L'inflation américaine se stabilise

La croissance économique plus forte que prévu aux États-Unis entraîne une baisse de l'inflation moins importante qu'espérée il y a quelques mois. Plus encore, elle semble même se stabiliser, voire repartir quelque peu à la hausse. **L'inflation sous-jacente moyenne annualisée des 3 et 6 derniers mois est supérieure à celle de l'année.** On ne peut donc **plus dire que l'inflation va "automatiquement" diminuer au fil du temps.** On constate également que l'inflation des biens dits "sticky", dont les prix mettent du temps à augmenter et dont les prix ne baissent presque jamais, reste supérieure à 4%, un niveau qui doit certainement mettre la Fed mal à l'aise. En revanche, on constate que l'indice des dépenses de consommation personnelle (PCE core) core, qui est l'indice d'inflation privilégié par la FED car il prend en compte les effets de substitution, est **moins inquiétant.** L'indice core PCE ex housing s'approche même de l'objectif de 2%



Source: Bloomberg – US core PCE

## Diminution des taux américains à court terme improbable...

S'il y a des incertitudes sur l'évolution de l'inflation, il n'y en a pas (plus) sur l'évolution des taux d'intérêt à court terme. À la fin de l'année dernière, le marché supposait une baisse des taux d'environ 1,5 % avant la fin de 2024 (ce que nous considérons comme optimiste), alors qu'actuellement une baisse des taux avant le début de l'automne semble improbable. Pourquoi la banque centrale prendrait-elle le risque de réduire les taux d'intérêt, ce qui pourrait alimenter l'inflation, et alors que l'économie nationale tourne bien ?

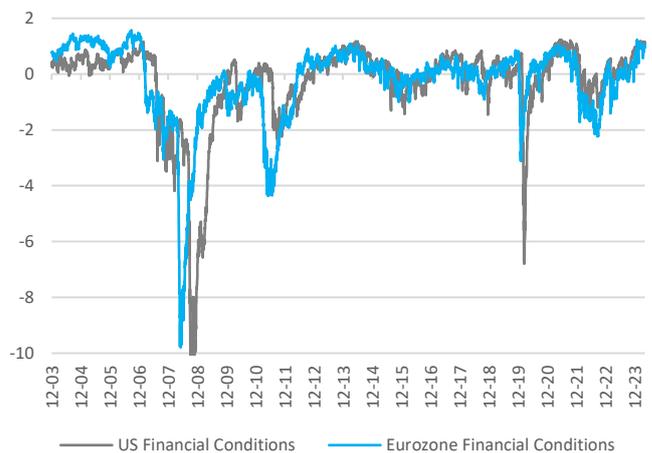
## ... contrairement à la zone euro

En zone euro, la situation est différente. L'économie sort lentement du creux, mais la **croissance reste bien en-deçà de son potentiel.** Et dans la zone euro, **l'inflation continue de baisser.** En avril, elle s'élevait encore à 2,4 % en glissement annuel, contre 2,9 % en décembre. L'inflation sous-jacente est également en net recul (2,7 % en avril contre 3,4 % en décembre). La seule raison pour laquelle la BCE pourrait encore se montrer prudente quant à une baisse des taux est l'inflation de base des services, qui a été ancrée à 4 % de novembre à mars, un pourcentage nettement supérieur à l'objectif de 2 %. Les chiffres d'avril sont encourageants à cet égard, car il s'agit du premier signe de baisse (à 3,7 % en glissement annuel). **Il semble donc probable que la BCE suive l'exemple de la SNB (Suisse) et de la Riksbank (Suède) et réduise ses taux d'intérêt afin de moins freiner la croissance économique dans la zone**

**euro.** Nous ne pensons pas que la BCE se sente obligée d'attendre une baisse aux États-Unis pour agir de concert, quand bien même cela aurait une incidence sur le taux de change et donc sur l'inflation importée.

## Les conditions financières restent clairement expansives

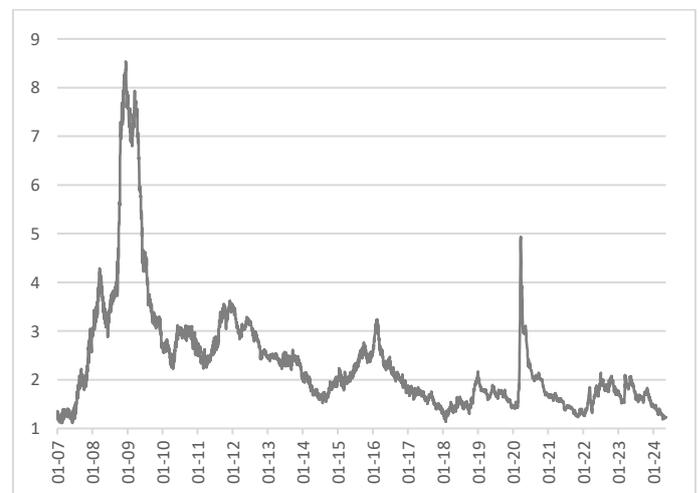
Bien que les taux d'intérêt à court terme n'aient pas encore baissé cette année, nous constatons que ce que l'on appelle les "conditions financières" stimulent clairement l'économie tant aux États-Unis que dans la zone euro. Les écarts de crédit et les mouvements des prix des actifs constituent une explication importante de ce phénomène.



Source: Bloomberg – Financial Condition indices US & Eurozone

## Baisse de spreads généralisée

**La baisse des spreads de crédit est généralisée à travers les actifs et les régions.** Par exemple, nous constatons qu'en Italie, malgré l'augmentation des déficits publics (voir supra), le rendement excédentaire par rapport aux obligations d'État allemandes a rarement été plus faible depuis la "crise du pays" en 2012. Nous constatons également que les écarts que les entreprises paient par rapport aux obligations d'État américaines n'ont (presque) jamais été aussi faibles depuis la grande crise financière, malgré le fait que le nombre de faillites augmente.



Source: Bloomberg, Orcadia – Spread US BAA Corporates vs US 5 ans

Si cette tendance à l'augmentation des défaillances devait se poursuivre et que le marché devait alors abandonner son optimisme, cela pourrait avoir un effet significatif sur les spreads exigés. JP Morgan a calculé qu'en cas de retournement

du cycle de crédit, les spreads des obligations américaines à haut rendement pourraient augmenter de 4 à 5 points de pourcentage.

**En matière obligataire, compte tenu des spreads historiquement bas, nous restons donc favorables à l'inclusion dans le portefeuille d'obligations d'État de haute qualité.** Les obligations d'État américaines pourraient éventuellement constituer une **alternative partielle aux obligations d'État allemandes, car le rendement supplémentaire offert** n'a jamais été aussi élevé depuis le début de la pandémie.



Source: Bloomberg, Orcadia – Spread US 10 ans vs Allemagne 10 ans

*La saison des résultats donne un deuxième souffle au marché...*

Aux États-Unis, la saison des résultats est presque terminée. Dans l'ensemble, les chiffres sont bons : croissance du chiffre

d'affaires de 4 % et croissance des bénéfices de 5,5 %. Il faut admettre que, comme les entreprises dont les nouvelles sont moins favorables émettent généralement un profit warning avant la publication, il est exceptionnel que la surprise soit globalement négative, mais néanmoins, ce trimestre, la surprise positive a été supérieure à la moyenne (près de 9 %). On constate également que dans presque tous les secteurs (à l'exception du secteur de l'énergie), les chiffres ont été nettement supérieurs aux prévisions. En Europe, la situation est moins claire, mais ce n'est pas vraiment une surprise compte tenu de la faiblesse de l'économie. En outre, à peine plus de la moitié des entreprises ont publié des chiffres, ce qui nous oblige à rester prudents dans nos conclusions.

*... et nous continuons de privilégier les actions*

Nous restons modérément positifs à l'égard des marchés d'actions, compte tenu du bon fonctionnement de l'économie américaine et de l'amélioration de la situation en Europe. Néanmoins, il est indéniable que les **valorisations ont augmenté, en particulier aux États-Unis**, et que, la baisse des taux d'intérêt à court terme n'étant plus d'actualité, **la prime de risque a diminué**. C'est pourquoi, malgré les perspectives favorables et la bonne saison des bénéfices, nous ne surpondérons plus clairement les États-Unis. **En Europe, les valorisations sont plus raisonnables mais les perspectives de croissance plus floues.** Là encore, nous proposons de limiter la surpondération. Dans les deux régions, **les (plus) petites capitalisations sont à la traîne**. Nous pensons donc **qu'une allocation (limitée) à ces sociétés est judicieuse**.

Günter Van Rossem – [gunter.vanrossem@orcadia.eu](mailto: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](mailto:info@orcadia.eu)

Editeur responsable : Eric Lobet – [Eric.Lobet@orcadia.eu](mailto: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.