

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : De la parole aux actes

Beaucoup de choses continuent d'être écrites sur ce que pourraient être l'économie et les marchés financiers avec D. Trump à la Maison-Blanche, qui plus est disposant d'une majorité à la Chambre des Représentants et au Sénat. Au vu de ce qu'il n'a pas réalisé comme promesse lors de son premier mandat, de la versatilité de l'intéressé et de ce qui apparaît aux yeux de nombre d'observateurs comme des contradictions fondamentales dans son programme, il est préférable d'être particulièrement prudent avec ces prédictions-ci. En même temps, en raison du poids géopolitique, économique et financier du poids des Etats-Unis et du caractère potentiellement disruptif de la future présidence, on ne peut pas ne pas chercher à cerner l'impact économique et financier de celle-ci.

Dans le présent Spotlight, nous nous concentrons sur la dimension qui semble avoir le plus affecté les bourses, à savoir l'avenir du commerce international. Après la phase de mondialisation extrêmement rapide, tirée par l'intégration de la Chine dans les réseaux économiques internationaux, de 1980 à la grande crise financière, et la phase parfois appelée de « slowbalisation », où le poids du commerce international en pourcentage du PIB mondial s'est stabilisé, phase qui dure depuis une quinzaine d'années, va-t-on assister à une décline du commerce international ou, au minimum, à un repli de celui-ci sur les pays proches et/ou réputés amis ? Dans le jargon, au « offshoring » succéderait le « onshoring » ou, en forme douce, « nearshoring » et « friendshoring ». Et si oui, quel sera l'impact sur l'économie et sur les bénéfices des entreprises ?

Mercantilisme

Nous avons déjà eu l'occasion de l'exprimer, le monde selon D. Trump est, sur le plan économique, un jeu à somme nulle, un monde où la bonne nouvelle pour l'un est forcément une mauvaise nouvelle pour l'autre. Cela se comprend : candidat pour obtenir une concession de casino ou construire un immeuble, il était en situation de rivalité, et la victoire d'un autre était sa défaite. Et c'est vrai que nous sommes parfois rivaux : si le client devant moi à la boulangerie commande le dernier gâteau du présentoir, j'en serai privé, et si c'est un autre qui obtient l'emploi pour lequel j'avais également postulé, je serai déçu. Mais il ne faut pas transposer à l'échelle macroéconomique le caractère antagonique de rapports économiques individuels. En fait, la vie économique est dominée, et c'est sa beauté première, par le « mutuellement bénéfique ». Le nombre de tartes et de jobs n'est pas immuable. David Ricardo – cela remonte à la première moitié du XIX^{ème} siècle – a montré, avec sa théorie des avantages comparatifs, que deux pays gagnaient à commercer l'un avec l'autre, pensant renvoyer ainsi ce qui a été appelé « mercantilisme » aux oubliettes de l'histoire.

Les défauts de la globalisation

Si le protectionnisme a recouvré les faveurs d'une partie de l'opinion, c'est largement parce que, pour beaucoup, il est

légitime de se protéger contre des concurrents déloyaux, alors qu'il est contre-intuitif qu'un pays gagne à commercer avec un pays moins productif. Ceci dit, ce retour en grâce populaire tient aussi aux défauts de la globalisation :

- le commerce international fait des perdants au sein de chaque pays, qui n'ont pas été dédommagés par les gagnants ;
- la concentration de la production dans un pays induit une perte de résilience, une déperdition de diversification des risques ;
- la concurrence entre les producteurs des deux pays peut être biaisée, notamment du fait de normes sociales, environnementales ou fiscales différentes ou de subsides et d'entraves en tout genre ;
- l'enrichissement de l'autre pays peut l'aider à s'armer et à devenir plus menaçant ;
- la peur du commerce international alimente le populisme.

Que les pays qui commercent soient globalement gagnants ne dit pas tout, et toute intensification des échanges transnationaux n'est pas à souhaiter. Si on ajoute que les études académiques sur la stimulation de l'activité économique dans les pays industrialisés attribuable au commerce international montrent des gains, certes, mais des gains modestes, il ne faut pas avoir trop peur dans ces pays des annonces de D. Trump.

Déficit commercial chronique

Les Etats-Unis affichent un déficit commercial chronique. Cela signifie que la valeur des exportations de biens et services « made in America » est systématiquement inférieure à celle des importations effectuées par les Etats-Unis. Et le boom des énergies fossiles non conventionnelles, qui a permis aux Etats-Unis de devenir auto-suffisants en énergie et, grâce à une énergie sensiblement moins chère, de favoriser leur compétitivité et ainsi attirer des activités industrielles à haute intensité énergétique, n'a pas changé la donne : le déficit commercial est toujours là, et rien n'indique qu'il est en voie de se résorber.

Une telle situation peut paraître inquiétante : en achetant à l'étranger au lieu de produire localement, le pays perdrait ses emplois et se viderait de sa substance. Le regard des économistes est différent. Pour commencer, si les Etats-Unis connaissent un déficit structurel de leur balance commerciale, ce n'est dû à des pays qui ne joueraient pas le jeu commercial honnêtement mais à un déficit d'épargne des agents économiques américains, secteur public et secteur privé réunis. Et cela ne va pas disparaître subitement du fait de tel ou tel relèvement tarifaire.

Ce n'est pas tout. Pour les économistes, un déficit commercial n'est pas nécessairement annonciateur de catastrophe. Un déficit peut être observé dans des circonstances favorables, qu'il s'agisse d'un boom de la demande domestique ou de la

grande attractivité des actifs domestiques aux yeux des investisseurs étrangers, ce qui permet d'avoir un niveau d'investissement qui dépasse l'épargne intérieure. Bien sûr, avec des étrangers qui financent l'économie et deviennent actionnaires des entreprises locales, ce sont eux qui percevront les dividendes, mais ceci est un « problème de riches » ... car si l'économie va mal, il n'y aura pas de dividendes qui quitteront le pays vu qu'il n'y aura pas de dividende.

Mexique ou Chine ?

Le point de départ aujourd'hui est que les barrières tarifaires actuelles sont particulièrement faibles aux Etats-Unis, et la zone de libre-échange formée par les Etats-Unis, le Canada et le Mexique est un fait majeur. Cette zone est presque une anomalie, tant le différentiel de salaires entre les deux rives du Rio Grande est grand.

La Chine, bizarrement, pourrait avoir à se féliciter de l'élection de D. Trump. Il s'agirait pour elle d'un moindre mal. La posture de D. Trump à l'encontre de la Chine n'est pas dictée par des considérations politiques. Ce n'est pas le caractère non démocratique de Beijing qui le dérange, et ni la perte d'autonomie stratégique dans tel ou tel secteur ni l'expansionnisme chinois, que ce soit en Asie, en Afrique ou en Amérique latine, n'ont l'air d'être des soucis majeurs à ses yeux. Les importations chinoises aux Etats-Unis deviendront plus chères, mais il aurait été plus embarrassant pour Xi Jinping de voir à la Maison-Blanche un Président souhaitant contrecarrer les velléités politico-économiques de la Chine aux quatre coins de la planète ou promouvant à l'échelle mondiale des normes environnementales plus exigeantes.

D. Trump doit percevoir que ses électeurs, s'ils sont dérangés à la vue de voitures électriques chinoises, sont, en fait, beaucoup plus rétifs face au Mexique que face à l'Empire du Milieu, ayant en tête, dans une grande confusion analytique, les flux de migrants, le trafic de drogue et le poids de l'assemblage automobile mexicain. En même temps, que seraient les pénuries sur le marché du travail américain sans la main-d'œuvre du reste du continent ?

Impact limité

Le relèvement des barrières douanières n'est pas une bonne nouvelle pour l'économie mondiale et donc, dans la durée, pour les marchés financiers, mais l'impact ne sera pas majeur. Pour commencer, il faut rappeler, comme indiqué ci-dessus, que la globalisation, si elle a soutenu la croissance économique dans les pays industrialisés, elle ne l'a fait que de manière limitée, et pas sans inconvénients, ce que moins de globalisation atténuerait. Ensuite, il y a un facteur d'autolimitation, qui est l'inflation. Si la hausse des tarifs douaniers devait être forte et généralisée, il en résulterait une réaccélération hautement impopulaire de l'inflation, une inflation qui, incidemment, risque d'être attisée par d'autres pans de la politique de D. Trump, en particulier la baisse des impôts sur le revenu et sur les bénéfices des entreprises. A cet égard, il est d'ailleurs intéressant de souligner que, à tout prendre, une hausse des taxes à l'importation est préférable, du point de vue des finances publiques, à l'octroi de subventions en faveur des entreprises domestiques.

Pour ce qui est des bénéfices des entreprises, si moins de commerce international signifie moins d'économies d'échelle et des coûts de production plus élevés, il faut aussi mettre en avant le fait, encore vérifié ces dernières années, que les entreprises cotées semblent à même de préserver leurs marges bénéficiaires en répercutant la hausse des coûts sur les prix de vente. De plus, des barrières tarifaires, cela signifie aussi moins de concurrence, ce qui est bon pour ces marges !

Au total, à nos yeux, il n'y a pas lieu de faire du relèvement des barrières tarifaires la principale question économique-financière de la future administration Trump. Les politiques en matière d'environnement et de marché du travail, immigration en tête, semblent plus déterminantes. Et n'oublions pas, pour terminer, d'évoquer la stratégie de négociation et de communication que semble affectionner D. Trump, à savoir commencer par déstabiliser l'autre partie en annonçant des mesures très fortes, avant de se mettre à table.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

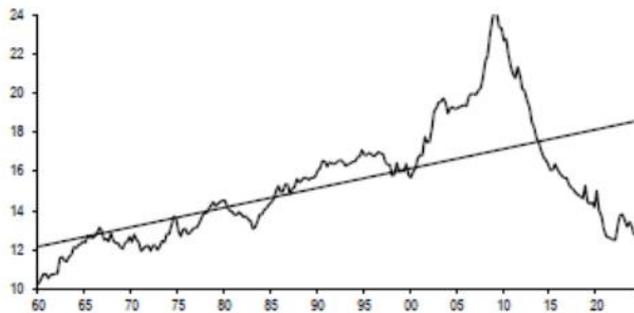
ALLOCATION & STRATEGIE

L'économie américaine continue de bien tourner ...

L'économie américaine reste en bonne santé. Au troisième trimestre, le PIB a augmenté de 2,8 % en termes réels annualisés. Ce chiffre est légèrement inférieur aux attentes (+3%), mais en ligne avec la croissance du trimestre précédent (+3%). **Le dernier trimestre de 2024 s'annonce aussi positivement.** Selon le modèle GDP-now de la Fed d'Atlanta, qui estime la croissance économique à partir des chiffres déjà publiés, la croissance s'accélérerait pour atteindre 3,3 %. Bien que les prévisions de ce modèle soient relativement volatiles et donc à prendre avec des pincettes, ce chiffre est nettement supérieur au consensus dominant (2 %). En outre, **l'OCDE a récemment relevé ses prévisions pour 2025**, passant de 1,6 % à 2,4 %.

... principalement grâce au consommateur ...

La raison de cette succession de bonnes nouvelles reste **principalement le consommateur américain** qui continue à consommer davantage. En octobre, la consommation n'a augmenté que légèrement (0,1 %) sur une base mensuelle et en termes réels, mais cette hausse suit une très forte augmentation de 0,5 % en septembre. Selon nous, la raison de cette vigueur est double. **L'augmentation des prix de l'immobilier et la hausse des marchés financiers inspirent confiance** au sein des consommateurs, dont, par ailleurs, le ratio d'endettement reste historiquement bas.



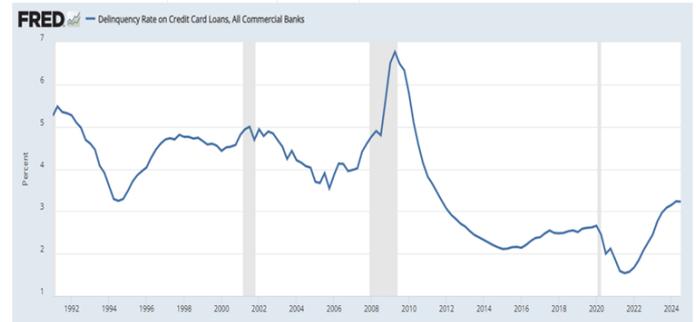
Source: JP Morgan – Dettes par rapport aux actifs des ménages américains

En outre, nous avons constaté une **augmentation sensible du revenu disponible en termes réels** au cours des deux derniers mois (0,5 % ou 3 % en rythme annuel). **La robustesse du marché du travail est également importante.** Tout d'abord, il garantit que les gens se sentent à l'aise pour dépenser de l'argent parce qu'ils savent qu'il y a peu de risque qu'ils soient licenciés et que, si cela devait advenir, qu'ils trouveront facilement un autre emploi. En outre, chaque emploi supplémentaire créé est un consommateur supplémentaire disposant d'un revenu à dépenser. À cet égard, il est rassurant de constater qu'après la faiblesse du rapport sur l'emploi d'octobre, fortement influencé par les ouragans et la grève chez Boeing, le rapport de novembre a de nouveau fait état d'une vive croissance de l'emploi (+ 227 000).

... mais des risques restent présents

Cela ne veut pas dire qu'il n'y a plus de dangers potentiels. Nous avons parlé de **l'augmentation de la dette des cartes de crédit dans le passé et nous voyons maintenant aussi les défauts de**

paiement augmenter, mais, malgré l'augmentation notable (à partir d'un chiffre artificiellement bas pendant la période covid), les défauts de paiement sur les cartes de crédit restent bien en-dessous de ce que nous avons généralement vu avant la crise financière.

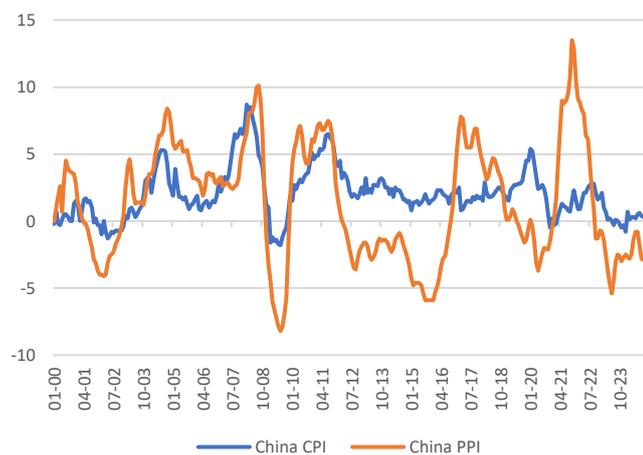


Source: FRED, St Louis FED – % défaillance dans les cartes de crédit

En outre, il y a bien sûr D. Trump. S'il met en œuvre ses plans **d'expulsion des migrants illégaux** et qu'une part importante des quelque 11,7 millions d'« étrangers sans papiers » quitte le marché du travail, cela exercera une pression à la hausse sur les salaires dans le secteur des services, ce qui alimentera l'inflation. **Cela obligera la banque centrale à augmenter à nouveau les taux d'intérêt** (ou du moins à cesser de les réduire), ce qui aura des conséquences négatives évidentes sur la croissance économique. Peut-être D. Trump se heurtera-t-il très vite à de vives protestations de la part de certaines fédérations sectorielles, qui le mettent déjà en garde. L'agriculture, par exemple, dépend fortement des travailleurs saisonniers étrangers pour la récolte. La construction et les hôpitaux ont également déjà révélé que des règles migratoires strictes ne feraient qu'accroître leurs difficultés actuelles à trouver du personnel. Pour sa part, l'association des restaurateurs a fait valoir que, selon ses études, plus de la moitié de la main-d'œuvre du secteur était constituée de sans-papiers et qu'en cas d'expulsion massive, le nombre de fermetures dans le secteur serait incalculable.

Nouvelles moins positives venant de la Chine ...

Les nouvelles économiques du reste du monde sont malheureusement moins favorables. En **Chine**, la chute des prix de l'immobilier **déprime la confiance des consommateurs depuis pas mal de temps.** En outre, le chômage des jeunes est en hausse et approche actuellement même les 20 %. Contrairement à l'Occident où le risque d'une résurgence de l'inflation existe, **la Chine s'oriente vers la déflation depuis un certain temps.** L'inflation des prix à la consommation flirte avec les 0 % et l'inflation des prix à la production (IPP) est même négative depuis deux ans. Une inflation excessive n'est pas une bonne chose, mais lutter contre la déflation est bien plus difficile. S'attendant à payer moins cher demain, les consommateurs reportent leurs achats et les baisses de prix pour les inciter à acheter ne font qu'alimenter le risque d'une spirale économique descendante.

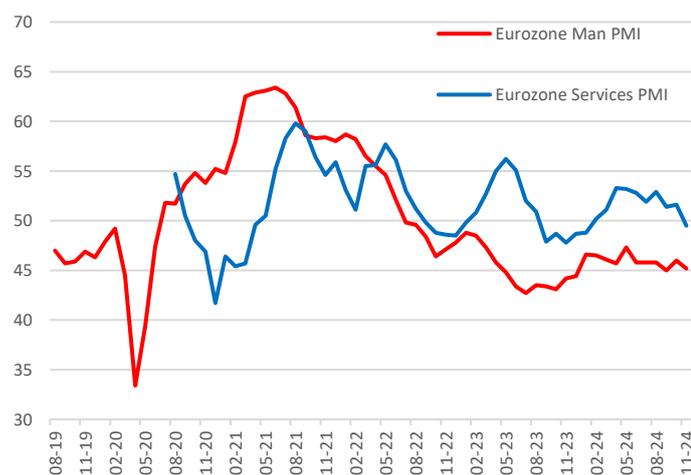


Source: Bloomberg – Inflation Chinoise

Le stimulus fiscal espéré semble être une mesure insuffisante. S'il est encourageant en soi de faire apparaître au grand jour les crédits cachés (structures hors bilan), en termes de relance, cela n'apporte pas grand-chose. Certes, l'État chinois devra payer un taux d'intérêt inférieur à celui de ces véhicules cachés. Les spécialistes estiment les bénéfices à 600 milliards de renminbi sur une période de cinq ans. Il est clair que la conversion de quelque 17 milliards de dollars par an en dépenses supplémentaires est une goutte d'eau dans l'océan. **À cela s'ajoute l'impact potentiel (psychologique) de tarifs d'importation supplémentaires de l'administration Trump sur les produits chinois.** Par conséquent, **tant qu'il n'y aura pas de mesures de soutien supplémentaires, nous ne voyons pas l'économie chinoise réaccélérer son rythme de croissance.**

... comme de l'Europe

La situation en Europe est également moins favorable et nous avons constaté un nouvel affaiblissement des perspectives au cours des derniers mois. Au troisième trimestre, l'économie a progressé de 0,4 %, soit nettement moins qu'aux États-Unis. La stabilisation de l'indicateur précurseur PMI à 49,7 en octobre a fait naître l'espoir que le quatrième trimestre afficherait une croissance positive. Toutefois, **après la publication du chiffre PMI de 48,1 pour le mois de novembre (le chiffre le plus bas depuis près d'un an), les risques d'une croissance négative semblent avoir augmenté de manière significative.** Après l'industrie manufacturière européenne qui est en récession depuis un certain temps, le secteur des services, après deux mois de croissance limitée, semble aussi éprouver des difficultés.



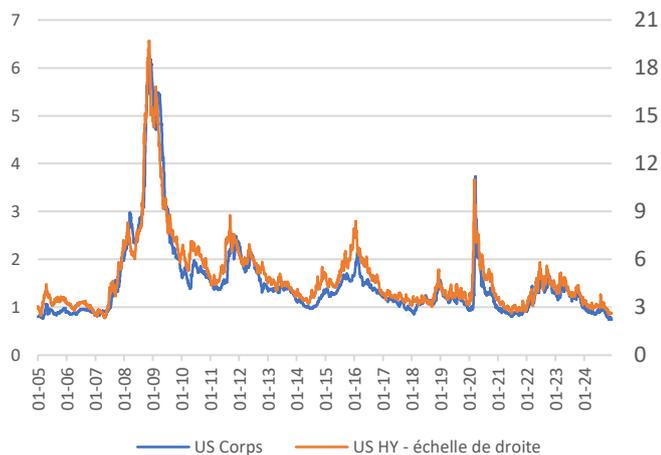
Récemment, la BCE a abaissé ses perspectives de croissance pour 2026 d'un point de pourcentage à 1,4 % et ne s'attend pas non plus à une croissance supérieure à 1,3 % pour 2027. Il est logique que la croissance tendancielle en Europe soit plus faible qu'aux États-Unis, compte tenu de la baisse de la population active et du temps de travail. **En revanche, pour l'ensemble des consommateurs de la zone euro, la situation semble similaire à celle des États-Unis :** une augmentation des salaires réels et un taux de chômage qui n'a jamais été aussi bas. Le fait que les consommateurs européens ne consomment pas comme les américains peut être lié à la proximité de la guerre en Ukraine ou aux rapports alarmants de la presse sur les vagues de licenciements imminentes. Dans la situation moins favorable de l'Europe, on peut néanmoins discerner deux éléments d'espoir. La situation des pays méditerranéens est beaucoup plus favorable qu'auparavant, la croissance de l'Espagne rejoignant celle des États-Unis. La prise de conscience par les Allemands qu'ils sont désormais l'enfant malade, combinée à la nécessité de renforcer notre défense, pourrait constituer une étape supplémentaire dans l'intégration européenne. En outre, ses problèmes économiques actuels pourraient peut-être inciter l'Allemagne à abandonner le « Schuldenbremse ». Ce frein aux dépenses, inscrit dans la constitution, fait que l'Allemagne n'est autorisée à avoir un déficit public structurel supérieur à 0,35 % du PIB que dans des situations exceptionnelles. Si la majorité des 2/3 nécessaire peut être trouvée pour abolir ou assouplir ce frein, la voie sera largement ouverte aux investissements publics allemands - dont le pays a tant besoin - et aux mesures de soutien anticycliques.

Divergence dans l'évolution des taux

Compte tenu des différences entre les États-Unis et l'Europe en ce qui concerne les attentes en matière d'inflation et la nécessité d'un assouplissement monétaire, il semble très probable que les trajectoires de la BCE et de la Fed divergent graduellement en 2025. Comme décrit ci-dessus, l'économie américaine tourne bien et il y a surtout d'incertitude concernant le volet inflation du double mandat de la Fed, car la situation du marché du travail reste favorable. En Europe, en revanche, l'économie a besoin d'un coup de pouce. Étant donné que l'objectif d'inflation de 2 % a été atteint ou semble en bonne voie, en fonction de quelle mesure d'inflation on regarde, on peut s'attendre à ce que la **BCE réduise les taux d'intérêt de manière plus agressive que la FED**, même si c'est en partant d'un niveau de départ plus faible.

Couple risk-return peu attrayant en obligations d'entreprise...

Les obligations d'entreprise et à haut rendement ont vu leur rendement excédentaire (spread) continuer à diminuer tout au long de l'année, même s'ils étaient déjà bas au début de 2024. Aux États-Unis, à l'exception d'une période limitée juste avant la crise financière, le spread des deux types d'obligations n'a **jamais été aussi bas**. Nous ne voulons absolument pas comparer la situation actuelle avec celle d'il y a un peu moins de 20 ans, mais **une augmentation des spreads due au retournement du sentiment économique pourrait entraîner des pertes significatives.**

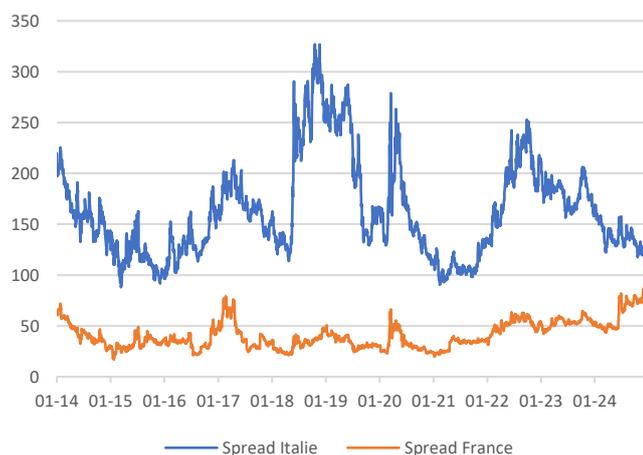


Source: Bloomberg – Spread par rapport à des obligations d'état

Et bien que la situation économique soit globalement favorable, certaines fissures sont déjà perceptibles. L'une d'entre elles est l'augmentation du recours au paiement en nature. Dans ce cas, le créancier paie les intérêts non pas en espèces mais en titres de créance supplémentaires, ce qui indique pour le moins des problèmes de liquidité. Une étude récente de l'agence de notation Moody's indique que plus de 7,5 % des revenus des fonds de dette privée sont constitués de ce type de paiement. Nous restons donc prudents en regard des obligations d'entreprises, et des obligations à haut rendement en particulier.

... contrairement à certaines obligations d'état

Nous continuons à penser que l'écart actuel de taux des obligations d'État françaises les rend relativement attrayantes, surtout par rapport à l'écart de taux d'intérêt fortement réduit payé par l'Italie.



Source: Bloomberg – spread par rapport au taux 10 ans allemand

Au taux d'inflation implicite actuel, nous considérons que les obligations indexées sur l'inflation sont intéressantes. Après tout, les principales tendances macroéconomiques - à l'exception majeure de l'innovation technologique - sont toutes inflationnistes. La relocalisation ou la délocalisation entre pays amis augmentera les coûts, tout comme le ralentissement des migrations exercera une pression sur les salaires. Et si la transition énergétique sera déflationniste à long terme (baisse des coûts de l'énergie), elle sera inflationniste à court et moyen terme compte tenu des investissements nécessaires. Nous pensons donc qu'il est probable que l'inflation réalisée au cours

des 10 prochaines années soit plus élevée que l'inflation implicite actuellement contenue dans les obligations indexées sur l'inflation.



Source: Bloomberg – inflation implicite 10 ans Allemagne

Essayer de compenser les valorisations américaines

Nous maintenons notre préférence pour une légère surpondération des actions. Dans ce cas, nous allouons une part importante aux États-Unis, même si nous admettons volontiers que les indices boursiers américains sont historiquement chers. L'augmentation de la valorisation peut se justifier en partie par l'augmentation du poids de la technologie dans l'indice, un secteur pour lequel les gens sont prêts à juste titre à payer davantage en raison d'une croissance plus élevée. Actuellement, tout ce qui est lié à la technologie représente environ 40 % de l'indice, alors qu'il y a une trentaine d'années, avant la commercialisation de l'internet et bien avant l'émergence des smartphones, ce pourcentage était d'à peine 10 %. Une partie de la hausse à 40 % peut s'expliquer par des valorisations plus élevées, mais ce n'est certainement pas la part du lion. En outre, les sociétés à grande capitalisation sont devenues plus « légères en capital » au fil du temps, en augmentant le flux de trésorerie disponible en pourcentage des ventes, ce que les marchés sont - légitimement - prêts à payer plus cher. Néanmoins, les « mégacaps » restent historiquement chères. Cette situation peut être en partie absorbée par une utilisation accrue des ETF à pondération égale. Nous continuons également à penser que les petites capitalisations américaines ont leur place dans les portefeuilles, à condition d'assurer une diversification suffisante. Les petites entreprises affichent des valorisations relativement attrayantes et devraient pouvoir bénéficier des politiques économiques de Trump. Nous sommes moins enclins à parier très fortement sur certains fonds thématiques ou à éviter complètement certains secteurs. Selon nous, la meilleure façon de faire face à la volatilité de Trump est une diversification suffisante. En outre, le passé a montré que les secteurs qui devraient tirer leur épingle du jeu dans le cadre des politiques économiques de tel ou tel président ne l'ont pas nécessairement fait. Il suffit de penser à la faible performance des énergies fossiles sous la présidence de Trump et des énergies vertes sous celle de Biden.

Ne pas éviter l'Europe mais prudence aux Marchés Emergents

Bien que l'économie européenne soit moins bien orientée, nous ne sous-pondérerions pas les actions européennes. Leur valorisation est faible et les baisses de taux d'intérêt

attendues de la part de la BCE rendent l'alternative des revenus fixes moins attrayante. Sur les marchés émergents, nous adopterions une position plus prudente. Les valorisations sont dispersées : de bon marché à (très) cher et là où les marchés sont bon marché, il y a une bonne raison, à

commencer par la Chine. En outre, ces pays risquent également de souffrir le plus des frasques commerciales du nouveau président américain.

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.