

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Le mauvais état des finances des états

En finance, le taux d'intérêt à long terme auquel se financent les pays de référence, Etats-Unis, Japon et Allemagne en tête, est une grandeur cruciale. Des taux plus élevés pénalisent doublement les marchés. D'abord, ils pèsent sur l'activité économique, et donc aussi bien la solvabilité (pour les obligations) que la rentabilité (pour les actions) des entreprises. Ensuite et surtout, ils réduisent la valeur actuelle des flux financiers futurs, au travers du processus dit d'actualisation des cash flow futurs. Enfin, ils induisent des moins-values. Pourquoi acheter au pair sur le marché secondaire une obligation qui rapporte du 2% si de nouvelles émissions proposent, pour un même niveau de risque, un intérêt de 3 ou 4% ?

Or, qu'il s'agisse des Etats-Unis ou du Japon, on a assisté récemment à une montée ou à une remontée des taux d'intérêt à long terme, et plus encore des taux à très long terme (obligations à 30 ans). L'interprétation usuellement donnée à ce changement n'est pas que les marchés redoutent un retour de l'inflation, ce qui amèneraient les taux longs à devoir être structurellement plus élevés, mais une dégradation de la confiance envers les Etats en tant qu'emprunteurs. En une question : les Etats seront-ils en mesure de rembourser leurs dettes ?

Horizon budgétaire sombre

Il est vrai que les perspectives budgétaires sont tout sauf réjouissantes. Listons les sources de préoccupation :

- Financement des retraites et des soins de santé dans un contexte de vieillissement démographique ;
- Croissance de la base taxable entravée par la décline de la population en âge de travailler et des gains de productivité qui restent limités ;
- Augmentation des dépenses de sécurité, à comprendre comme englobant l'armée et la défense mais aussi l'autonomisation par rapport à des pays potentiellement inamicaux, la lutte contre la désinformation et la robustesse des systèmes informatiques ;
- Impact de la détérioration du climat et de la biodiversité à la fois sur l'activité économique et donc les recettes et sur les dépenses publiques, qu'il s'agisse d'investissements à réaliser par les autorités ou de subventions à octroyer ;
- Effet de la remontée des taux d'intérêt sur le service de la dette ;
- Climat politique défavorable à l'adoption de mesures d'assainissement budgétaire, qu'il s'agisse d'augmenter les recettes ou de diminuer les dépenses, hormis des postes symboliques.

Sur ce dernier point, le scénario budgétaire américain se doit, malheureusement, d'intégrer des mesures d'abaissement de l'impôt avec un faible effet de stimulation de l'activité et une difficulté à réellement augmenter la sélectivité – et l'efficacité – des dépenses publiques au-delà de gestes symboliques. Elon Musk, sa tronçonneuse et le programme DOGE qu'il a incarné sont une montagne accouchant d'une souris, qui plus est une

souris dogmatique plus qu'orientée résultats, comme en témoignent les mesures cherchant à démanteler les politiques environnementales alors qu'il est établi, et conforté par des instances comme le FMI, qu'en ce domaine ce qui coûte le plus est l'inaction.

Pas qu'aux Etats-Unis

Le cas du Japon est intéressant. Cela ne date pas d'hier que la dette publique du Pays du Soleil levant ne cesse de se lever et que la croissance du PIB y est limitée par le déclin de la population en âge de travailler, et pourtant, cela ne semblait pas provoquer la moindre inquiétude, à en juger par des taux d'intérêt à long terme particulièrement bas, en termes nominaux comme en termes réels. Et puis, « patatras, c'est l'embarquée ». C'est comme un grand réveil, avec, à la clef, une remontée substantielle des taux d'intérêt, et cela sans annonce fracassante sur une réorientation de la politique de financement du Trésor par la Banque du Japon. Le taux d'intérêt sur la dette souveraine nipponne est revenu à des niveaux plus vus depuis des décennies, et plus encore pour les émissions à très long terme.

Et le cas de l'Allemagne est tout aussi intéressant. Parangon de vertu budgétaire, même si des pays comme les Pays-Bas et le Luxembourg n'ont pas grand-chose à lui envier à cet égard, l'Allemagne a brutalement changé de logiciel. Fini, le frein à la dette publique. Et, une dette invitant à en considérer une autre, l'Union européenne, pression non seulement militaire mais aussi compétitive aidant, a, elle aussi, ouvert les vannes. L'exception de la Covid a vite conduit à une autre exception ! Avec une différence par rapport au Japon : en Europe, les taux longs sont loin d'avoir augmenté dans une même mesure.

Scénario financier

Il y a peu encore, s'inquiéter des dettes publiques vous rangeait dans le rang des dogmatiques masochistes. Ne suffisait-il pas que les taux d'intérêt restent proches de 0% pour pouvoir se permettre de dépenser plus et de taxer moins ? On a même vu fleurir une soi-disant « nouvelle théorie monétaire » pour justifier l'indiscipline budgétaire.

Mais la réalité a ses droits, et l'inquiétude budgétaire est revenue. Certains ont cherché à instrumentaliser le retour de l'inflation, en l'imputant à l'accommodement des déficits publics par les banques centrales, la fameuse position de Friedman sur l'inflation qui ne serait jamais qu'un phénomène monétaire, mais, même en rejetant cette critique, le creusement des déficits a de quoi inquiéter. Il rend dépendant des humeurs des marchés et il hypothèque le bien-être des générations futures.

Les marchés financiers disciplineront-ils les gouvernements ? Au niveau d'entités régionales, cela joue certainement un rôle, en témoigne l'épouvantail d'un possible abaissement de la notation par l'une ou l'autre agence de rating. Au niveau d'un

pays, c'est moins évident, car, là, il y a la puissance de feu d'une banque centrale.

La soutenabilité de la dette publique dépend de la croissance de l'activité, des recettes et des dépenses. Elle est aussi directement tributaire des taux d'intérêt et du taux d'inflation. Aux Etats-Unis vit l'idée d'un financement du Trésor américain à très, très long terme et très, très bon marché, par les pays en

situation de surplus de balance courante vis-à-vis de l'Oncle Sam. Rien n'est impossible, mais le scénario qui semble le plus réaliste continue d'être celui de taux d'intérêt réels modérés, avec à la fois des taux nominaux qui ne s'emballent pas et une inflation qui rogne la valeur des dettes émises et le poids de leur service.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

Croissance négative aux Etats-Unis à nuancer ...

Au premier trimestre, l'économie américaine s'est contractée de 0,2 % en termes réels. Lors du dernier trimestre de 2024, la croissance atteignait encore 2,4 %. Ce recul, à première vue spectaculaire, doit toutefois être nuancé. Le PIB est défini comme la somme des dépenses intérieures, augmentée des exportations et diminuée des importations. **Une importation massive, anticipant l'entrée en vigueur des nouveaux tarifs douaniers, a ainsi engendré une croissance négative.** On peut s'attendre à ce que cet effet s'inverse au deuxième trimestre.

Les dépenses des ménages – moteur de l'économie américaine – ont progressé de 1,8 %, ce qui n'est pas mal. Cela dit, on observe depuis le "liberation day", jour où Trump a annoncé les nouveaux tarifs, un recul notable des achats importants, tels que les voitures (après une forte hausse en mars). Les ventes de détail dites « core » ont quant à elles encore légèrement progressé. On observe une **volatilité** similaire dans la **confiance des consommateurs** : elle a chuté juste après le "liberation day", pour se redresser lorsque Trump est revenu sur ses propos.



Source: Bloomberg & Conference Board – confiance des ménages américains

Nous avons déjà évoqué par le passé le décalage entre les « soft data », c'est-à-dire les indicateurs avancés basés sur des sondages, et les « hard data », c'est-à-dire les chiffres publiés. Ainsi, la **baisse de confiance des chefs d'entreprise américains ne se traduit pas encore** – du moins pour l'instant – **par une chute significative des investissements ou une diminution des offres d'emploi.** La création d'emplois fluctue aux États-Unis entre 100 000 et 150 000 par mois et le taux de chômage se stabilise autour de 4 %. Une explication possible réside dans le fait que l'incertitude est causée par une seule personne au caractère notoirement volatil : Donald Trump. Licencié maintenant serait risqué, si le conflit commercial devait se résoudre rapidement. La probabilité est réelle qu'il ne serait pas évident, comme après la crise du Covid, de réembaucher rapidement.

Mais l'incertitude ne doit pas persister

Néanmoins, il est **peu probable qu'une incertitude prolongée n'ait aucun impact sur la croissance** américaine et que le chômage reste stable. La hausse marquée des prix du pétrole,

due à la guerre ouverte entre Israël et l'Iran, pèsera aussi sur l'économie.



Source: Bloomberg – Prix du baril en USD

Une étude de la Fed estime qu'une hausse de 10 dollars par baril réduit la croissance de 0,4 %. **Si cette hausse se poursuit ou se prolonge, le risque de récession re-augmente** significativement aux États-Unis. Pour illustrer la tendance davantage, vu les incertitudes, que pour être gravé dans le marbre, la Federal Reserve a revu son attente de croissance du PIB américain cette année de 2,1% attendu en décembre à 1,4% maintenant.

Aussi de l'incertitude au niveau de l'inflation

En plus de son effet sur la croissance, **le prix du pétrole alimente aussi l'inflation.** Les estimations, incluant les effets de second tour, tablent sur une hausse de **0,35 % pour une augmentation de 10 dollars le baril.** **À cela s'ajoute l'impact d'une politique agressive à l'encontre des travailleurs immigrés** (qui réduit l'offre de main-d'œuvre peu qualifiée, pousse les salaires à la hausse et crée ainsi de l'inflation), et celui des **droits de douane accrus.** Des **estimations prudentes** évaluent à un peu plus de **1 %** l'effet de ceci sur l'inflation, **pouvant s'aggraver** si aucun accord n'est trouvé, ce que rend plus probable l'absence de confiance des partenaires commerciaux que D. Trump tiendrait ses promesses.

Pour l'instant, cela ne se reflète pas encore dans les **derniers chiffres de l'inflation** : +2,4 % sur un an, **moins qu'attendu**, tandis que l'inflation « core » (hors alimentation et énergie) reste stable à 2,8 %. C'est une bonne nouvelle, mais il ne faut pas s'en réjouir trop vite : il n'est pas à exclure que les produits importés massivement au premier trimestre soient encore vendus à prix pré-tarif et que l'impact pourrait venir plus tard. La prévision d'inflation dite Core PCE pour 2025 proposée par la Federal Reserve est passée de 2,5% en décembre dernier à 3,1% aujourd'hui.

Stagflation potentielle aux Etats-Unis

Un **conflit prolongé au Moyen-Orient** et des prix pétroliers durablement élevés **accroissent le risque de stagflation** aux États-Unis, **ce qui mettrait la Fed dans une situation difficile.** Doit-elle favoriser l'emploi (un des deux objectifs du mandat) au détriment de la lutte contre l'inflation (l'autre objectif), via une baisse de taux ? Ou l'inverse ? Ce dilemme est encore plus

complexe puisque toute baisse de taux serait revendiquée par Trump comme une victoire sur Powell, ce qui pourrait soulever des questions sur l'indépendance de la Fed. Il est donc probable que les baisses de taux resteront limitées.

La BCE a les mains plus libres ...

Les conditions sont plus confortables pour la BCE. Grâce à la baisse des prix du pétrole au premier trimestre et à un euro plus fort, **l'inflation a baissé plus rapidement que prévu**. La BCE a abaissé sa prévision d'inflation pour 2026 à 1,6 %, (avant la récente remontée des prix du pétrole), bien en dessous de son objectif de 2 %. Elle prévoit que l'inflation sous-jacente atteindra également les 2 % d'ici 2027. Cela lui a permis de **baissier les taux de 25 points de base ce mois-ci**. Le taux à court terme est désormais inférieur de 2 points de pourcentage à celui d'il y a un an.

... et des données économiques meilleures qu'espéré

Malgré les incertitudes géopolitiques, les chiffres économiques publiés sont meilleurs que les attentes, avoués faibles. Cela laisse espérer que l'Europe renouera avec la croissance cette année. Les mesures de soutien du gouvernement allemand, ce dont nous avons déjà parlé dans notre précédent Spotlight, y contribueront certainement.



Source: Bloomberg – Citigroup economic surprise index Eurozone

Le marché obligataire ne trouve pas le Big Beautiful Bill beau

En mai, les marchés obligataires ont **réagi aux plans fiscaux de Trump par une hausse des taux (très) longs**. Bien que la majorité des Républicains le voit probablement différemment, la "Big Beautiful Bill", ou des baisses d'impôts pour les plus aisés qui ne sont que partiellement financées par des diminutions de dépenses (des coupes dans Medicaid et les bons alimentaires) qui touchent surtout les pauvres, augmentera encore plus le déficit public déjà élevé. Le *Committee for Responsible Budget* estime que **la dette atteindra 125 % du PIB dans 10 ans**, un record historique. C'est probablement ce qui a poussé **Fitch** à rejoindre les deux autres grandes agences de notation pour **ne plus considérer les Etats-Unis comme la plus haute qualité**. Quand le taux à 30 ans dépasse 5 %, c'est intéressant d'en accumuler. Toutefois il ne faut pas perdre de vue que ces durées longues sont très sensibles aux taux, et donc moins adaptées aux investisseurs moins tolérants au risque.

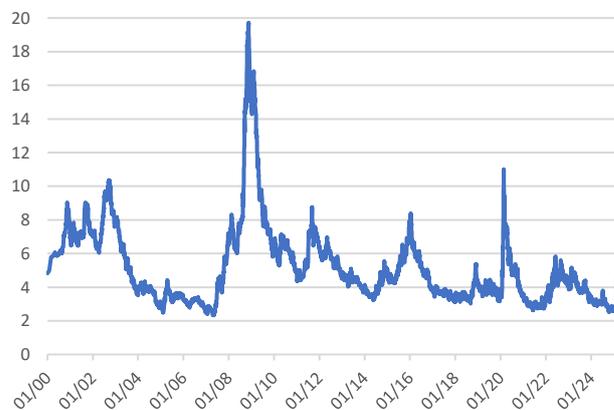
Les spreads européens vont se rapprocher

En **Allemagne**, les **plans de relance et de défense** feront probablement aussi **augmenter le niveau d'endettement** dans

les années à venir. Mais il est très peu probable que le pays perde sa note AAA, étant donné son faible ratio de dette actuel (62,5 % du PIB). L'augmentation de l'offre de dette allemande entraînera probablement une **réduction des spreads pour l'Espagne, le Portugal et l'Italie**, qui ont assaini leurs finances ces dernières années. L'Italie a même récemment obtenu une augmentation de sa note à BBB+ par S&P. En revanche, **une baisse des spreads est moins probable pour la Belgique et la France**, toutes deux ayant subi des baisses de notation récentes (la France vers AA- par aussi bien S&P que Moody's et la Belgique vers A+ par Fitch).

Les obligations à haut rendement à nouveau peu intéressantes

Après avoir augmenté en avril, les spreads offerts par des obligations high yield ont rechuté à des plus bas quasi historiques. Aux niveaux actuels (environ 3 %), le rendement excédentaire est trop faible au regard du taux de défaut estimé par Moody's entre 2,8 % et 3,4 % pour cette année. Pour les leveraged loans, Moody's prévoit que près d'un émetteur sur douze ne sera pas capable de respecter ses engagements.



Source: Bloomberg – US High Yield spread

Le brouillard invite à une pondération quasi neutre en actions

La correction de marché début avril s'est révélée être un bon point d'entrée (cf. Spotlight d'avril). Les marchés ont fortement rebondi après que Trump a reporté l'entrée en vigueur des hausses tarifaires. **Les principaux indices boursiers sont à nouveau à leur niveau du "liberation day"**, voire au-dessus. Toutefois, **nous restons dans le brouillard**, car **la fin du report** accordé à certains partenaires, comme l'UE, **se rapproche** rapidement sans qu'on ait déjà trouvé un accord. Si Trump se rétracte à nouveau et prolonge la période de grâce ou si on arrive à conclure un accord, les niveaux actuels sont justifiables. S'il maintient les tarifs envisagés et que la situation au Moyen-Orient reste tendue, une nouvelle correction ne peut pas être exclue. **Vu que c'est une situation sur le fil du rasoir, nous plaidons pour une légère sous-pondération des actions**. Compte tenu des valorisations élevées, du risque de stagflation et d'une baisse possible du dollar (encore surévalué sur base de la parité de pouvoir d'achat malgré son recul cette année), nous sommes en faveur d'une sous-pondération des actions américaines, au bénéfice des européennes, où les valorisations sont plus attrayantes et où le momentum économique est plus favorable.

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.