

## CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : L'Empire du Milieu est ... au milieu

Les banques centrales sont centrales, titrions-nous le mois passé. Dans la même veine, nous posons de manière tout aussi tautologique que l'Empire du Milieu est au milieu. Car oui, la Chine est au milieu des questions géostratégiques d'aujourd'hui. Les tensions commerciales l'illustrent à suffisance, où le bras de fer entre Etats-Unis et Chine est la question majeure. Et il est une autre raison de se pencher sur la Chine. Il y a quelques mois, nous avons mis en exergue le paradoxe entre les inquiétudes qui abondent et les records boursiers enregistrés sur de nombreuses places. Ce paradoxe est encore plus marqué, s'agissant de la Chine. Il y a de très bonnes raisons de penser que la Chine est confrontée à de grandes difficultés sociales, économiques, financières et politiques, et pourtant la performance de la bourse chinoise (MSCI China Index) depuis le début de l'année est impressionnante : + 36.5% en monnaie locale (HKD) et + 22.5% en euros (en date de fin octobre).

### *Les maux chinois*

La croissance officielle de l'activité atteint encore près de 5%, mais, outre que c'est sensiblement moins qu'en Inde et qu'il y a peu en Chine, il n'est pas sûr que ce chiffre soit très fiable, comme la plupart des statistiques chinoises. Dans un pays à la démographie déclinante, où on enregistre plus de décès que de naissances dans un contexte où l'immigration est très limitée, où le chômage des jeunes est élevé, et où le commerce extérieur se heurte à des barrières rehaussées, il est difficile de « croire » à une telle croissance. Il faudrait que la productivité croisse vraiment rapidement, et cela est peu vraisemblable.

Si la conjoncture affiche une décélération de la croissance, c'est pour partie la résultante du krach immobilier. Celui-ci est le contrecoup du boom qui avait résulté des politiques de soutien extrêmement fortes adoptées en Chine après l'éclatement de la Grande Crise Financière en 2008 aux Etats-Unis, un épisode incarné par la déconfiture de Lehman Brothers et une chute dramatique des bourses à travers le monde. Le « Whatever it takes » de M. Draghi a beau avoir été de l'artillerie lourde, ce que Beijing (Pékin) a administré comme traitement fut encore plus massif, et nettement. Malheureusement, cela a dégénéré en flambée immobilière, et aujourd'hui, en soupe à la grimace, avec des prix de l'immobilier qui ne cesse de diminuer, un phénomène officiellement reconnu depuis 2022.

A son tour, cette baisse des prix de l'immobilier met à mal à la fois les pouvoirs publics locaux et les ménages pour qui l'immobilier est le principal actif financier. Ceux-ci subissent ce qui est appelé un effet-richeesse négatif, et cela induit une hausse compensatoire de l'épargne. Or, ceci est le miroir d'une compression de la consommation des ménages.

Cette faiblesse de la demande intérieure se conjugue avec des excédents de capacité de production, résultant elle aussi d'une période sans contrainte de financement, pour, sans surprise quand la demande est faible et l'offre abondante, induire de la déflation. Celle-ci, à son tour, rend les taux d'intérêt réels plus

élevés. Et insistons sur ce point, ce n'est pas l'intelligence artificielle et les gains de productivité qui en découleraient qui expliqueraient la pression sur les prix !

La stabilité macro-financière est aussi source d'inquiétude. L'endettement public est très élevé, et l'endettement privé également. Les portefeuilles crédit sont d'une qualité douteuse, avec vraisemblablement beaucoup de poussière sous le tapis. La dette des pouvoirs locaux et des entreprises publiques est une épée de Damoclès au poids inconnu mais vraisemblablement très significatif.

Le contexte social n'est pas porteur. Comme indiqué, la démographie est en berne et le chômage des jeunes substantiel. La protection sociale publique reste lacunaire, alors que la solidarité familiale et communautaire a diminué, notamment du fait des migrations au sein du pays. La pollution inquiète la population, au point de mettre l'activité entre parenthèses quand la qualité de l'air en ville est trop mauvaise. Et le régime politique montre que sa priorité numéro un n'est pas d'ordre socio-économique mais politique. En témoignent les disgrâces de chefs d'entreprise (cf. Alibaba) et de secteurs d'activité, comme l'EdTech (la technologie appliquée au monde de l'éducation) comme de hauts gradés du régime, sans bien sûr que la corruption ne soit éradiquée.

### *Les atouts*

A court terme, si besoin était, les autorités pourraient adopter des politiques plus expansionnistes. Certes, les soldes budgétaires sont déjà très dégradés et le traumatisme d'une politique monétaire trop accommodante est directement perceptible aujourd'hui, en particulier dans l'immobilier, mais, nécessité faisant loi, il y a de la marge pour adopter des mesures de soutien plus radicales.

Un autre atout de la Chine est sa puissance, étant avec les Etats-Unis, l'autre super-puissance de la planète. Et elle sait l'utiliser, le conflit douanier l'illustre clairement. Cette puissance tient à la taille de son économie, à sa capacité à nouer des accords avec d'autres parties que les Etats-Unis et, vis-à-vis de ces derniers, à ses atouts stratégiques, dont les fameuses terres rares, en termes d'extraction et plus encore de raffinage, des atouts dont, elle, elle ose se prévaloir.

Au-delà, il y a le leadership que la Chine s'est construit dans de nombreux domaines, des panneaux solaires aux voitures électriques en passant par les batteries. En amont de cela, il y a des financements publics mais aussi, et surtout, une « production » sans égale d'ingénieurs et autres diplômés des orientations dites STEM (pour Sciences, Technologie, Engineering et Math). Cette éducation scientifique, ces ressources naturelles, ces capacités de production modernes, ces coûts salariaux moindres font de la Chine l'usine du monde, une position indétronable à court et même à moyen terme.

## **Investissement**

La Chine a donc des atouts, mais aussi nombre de points noirs. Comment expliquer alors la performance boursière susmentionnée de cette année ?

La première raison est celle du retard de valorisation. Malgré la formidable progression de la bourse chinoise en 2025, celle-ci affiche un niveau de valorisation encore raisonnable, avec un rapport cours/bénéfice pour les douze mois à venir de 12.7 (à fin octobre) en regard d'une moyenne historique pour la Chine de 11.2 et une valorisation actuelle pour les marchés émergents de 13.7 et une moyenne historique de 11.7. Nous sommes donc loin de la situation américaine, où la valorisation

est nettement plus élevée qu'en Chine et où la moyenne historique est largement dépassée.

La seconde raison est la perception qu'entre Donald Trump et Xi Jinping, le second dispose de suffisamment d'atouts dans son jeu, et a une grande habileté pour les utiliser, de telle sorte qu'une véritable escalade sera évitée et que la Chine aura une large part du gâteau technologique qui fait rêver les marchés !

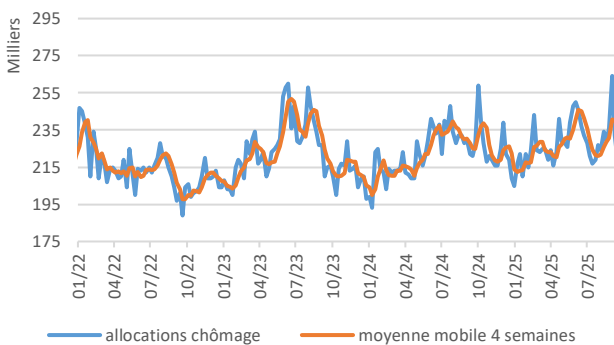
Pour Orcadia AM, il importe à la fois de continuer à exclure des investissements dans des entités publiques ou parapubliques chinoises et d'être exposé aux entreprises privées locales dans une proportion en phase avec ce que préconise le benchmark.

Etienne de Callatay – [etienne.decallatay@orcadia.eu](mailto:etienne.decallatay@orcadia.eu)

## ALLOCATION & STRATEGIE

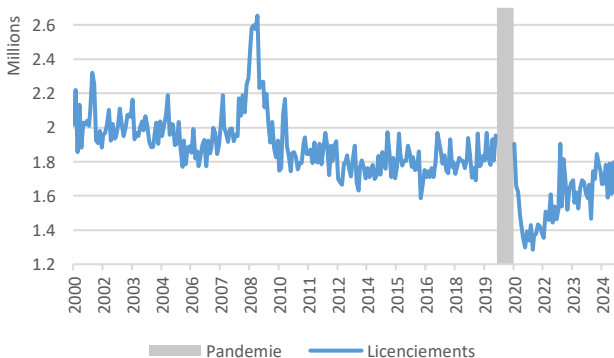
### Image économique contrastée aux Etats-Unis ...

Les données macroéconomiques qui demeurent disponibles aux États-Unis en dépit du « shutdown » offrent une image contrastée. **La tendance à la baisse de la création d'emplois, que nous avons déjà évoquée dans notre précédent spotlight, se poursuit**, de sorte que ces derniers mois c'est à peine si de nouveaux emplois ont été créés en termes nets. Le fait que l'écart dans la hausse des salaires entre ceux qui changent d'emploi et ceux qui ne le font pas diminue indique que le marché du travail n'est plus en surchauffe. En revanche, la moyenne mobile des demandes hebdomadaires d'allocations chômage reste relativement stable depuis un certain temps.



Source: Bloomberg, Orcadia - Demandes d'allocations chômage

Certes, depuis le creux juste après la pandémie, lorsque tout le monde cherchait désespérément des employés, **le nombre de licenciements a augmenté. Cette hausse n'est cependant rien d'autre qu'un retour vers la moyenne** des 25 dernières années.



Source: Bloomberg – Licenciements (JOLTs)

Bien que le **taux de chômage ait augmenté** depuis l'inauguration de D. Trump, **il reste très faible dans une perspective à long terme**. L'explication la plus probable est que, entre autres en raison de mesures draconiennes vis-à-vis des migrants, l'offre de travail a diminué. La Fed de Dallas a calculé que le taux d'équilibre (*breakeven rate*), c'est-à-dire le nombre d'emplois additionnels nécessaires pour maintenir le chômage stable, est tombé à moins de 50 000 emplois par mois. Il était d'environ 200 000 emplois il y a moins d'un an. Bien qu'un taux de chômage stable soit favorable à la confiance des consommateurs, on peut difficilement qualifier de positif ce ralentissement dans les créations d'emploi, puisqu'il affecte la variation du revenu global disponible.

### ... mais la croissance continue de surprendre positivement...

Néanmoins, **la croissance aux États-Unis reste supérieure aux attentes**. Après une croissance négative au premier trimestre, causée par des importations massives anticipant les droits de douane, le PIB a augmenté de 3,8 % en rythme annuel au deuxième trimestre. Selon les prévisions du modèle GDPNow de la Fed d'Atlanta, un chiffre similaire est attendu pour le troisième trimestre. Bien que ce chiffre doive être pris avec un grain de sel, compte tenu de la volatilité du modèle, il reste impressionnant. **Le FMI a également relevé** dans sa publication la plus récente **sa prévision de croissance** pour les États-Unis, à 2 % pour 2025 et 2,1 % pour 2026.

### Grâce aussi bien aux consommateurs qu'aux entreprises

**La raison de cette dynamique est double : les solides dépenses de consommation et les investissements des entreprises**. Les dépenses de consommation ont augmenté ces derniers mois de manière soutenue : 0,5 % en juin, 0,5 % en juillet et 0,6 % en août. Ces bons chiffres cachent cependant **un clivage social. Les classes sociales inférieures rencontrent plus de difficultés**, comme le montre la forte augmentation des défauts de paiement sur les prêts automobiles subprime, dans lesquels les jeunes et les ménages modestes sont surreprésentés. Le même constat apparaît dans les résultats des chaînes de restauration rapide, qui indiquent que leurs clients sont devenus plus prudents.

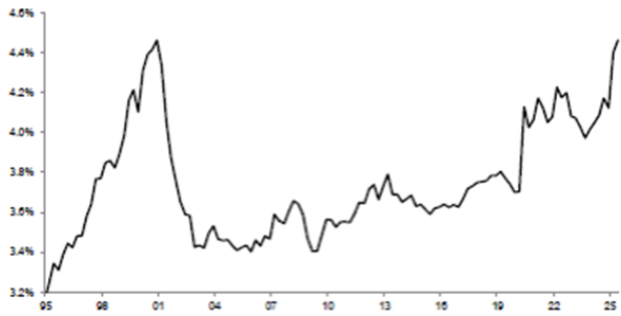


Source: Bloomberg - Défauts de paiement (crédits pour voitures)

En revanche, **les classes supérieures voient leurs revenus augmenter de 4,5 % en annualisé et leurs actifs monter**. Comme les plus aisés représentent la majeure partie des dépenses de consommation, la croissance américaine reste bien soutenue. La consommation des ménages représente en effet environ 70 % du PIB. Le risque est qu'une correction importante du marché boursier pèse sur la croissance économique.

**Les investissements massifs** annoncés dans les « **data centers** » **en lien avec l'intelligence artificielle** (à eux seuls, Google, Meta, Microsoft et Amazon dépenseront cette année 350 milliards de dollars, un montant qui devrait dépasser 400 milliards l'an prochain) **ont clairement un impact positif sur la croissance américaine**. Selon les chiffres de J.P. Morgan, les dépenses technologiques en pourcentage du PIB n'ont jamais été aussi élevées au cours des 25 dernières années. Il est important de noter que, contrairement à il y a 25 ans lors de la

bulle technologique, ces investissements proviennent surtout de très grandes entreprises très rentables, ce qui limite en partie le risque.



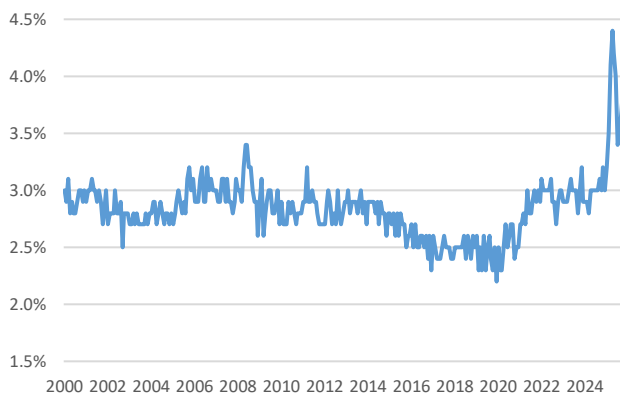
Source: JP Morgan – Investissements sociétés technologiques en % du PIB

### L'impact des droits de douane sur l'inflation reste limité

Il est surprenant que l'impact des droits de douane sur l'inflation reste relativement limité, alors qu'ils génèrent actuellement environ 30 milliards de dollars par mois, et que le CRFB (Committee for Responsible Federal Budget) estime que cela pourrait atteindre 40 à 50 milliards à régime de croisière, soit près de 10 % des recettes publiques. **La raison de cet impact limité est probablement double** : d'une part, les droits n'ont été mis en place qu'à partir de l'été, et il est peut-être trop tôt pour en mesurer pleinement l'effet ; d'autre part, il est possible qu'une part significative de ces droits soit actuellement supportée par les entreprises qui, en attendant une décision de la Cour suprême sur leur légalité, n'augmentent pas leurs prix afin de ne pas nuire à leur compétitivité.

### Deux baisses de taux consécutives aux Etats-Unis

La hausse de l'inflation, inférieure aux attentes, a permis à la Fed de se concentrer davantage sur l'emploi et de réduire ses taux de 0,25 % en septembre et octobre, malgré une économie globalement bien orientée et une inflation encore élevée (3 %). Il n'est donc pas surprenant que J. Powell, le Président de la FED, ait indiqué que de nouvelles baisses de taux n'étaient pas un fait acquis. Ce qui joue probablement un rôle est que les anticipations d'inflation des consommateurs pour les cinq prochaines années ont nettement augmenté, alors qu'elles sont normalement très stables.



Source: University of Michigan – Anticipations d'inflations sur 5 ans

### L'économie européenne s'améliore mais reste faible

En Europe, la situation économique s'améliore lentement. L'indice PMI préliminaire reste au-dessus de 50 points, indiquant une économie en reprise. Cela ne se traduit pas encore dans les chiffres de croissance : la zone euro a enregistré

une croissance marginale de 0,2 % (au lieu de 0,1 % prévu). **L'Allemagne n'a certes toujours pas recouvré le chemin de la croissance, mais la France a surpris positivement** avec une croissance de 0,5 %, le chiffre le plus élevé depuis 2023, malgré les tensions politiques.

### La solvabilité de la France se détériore...

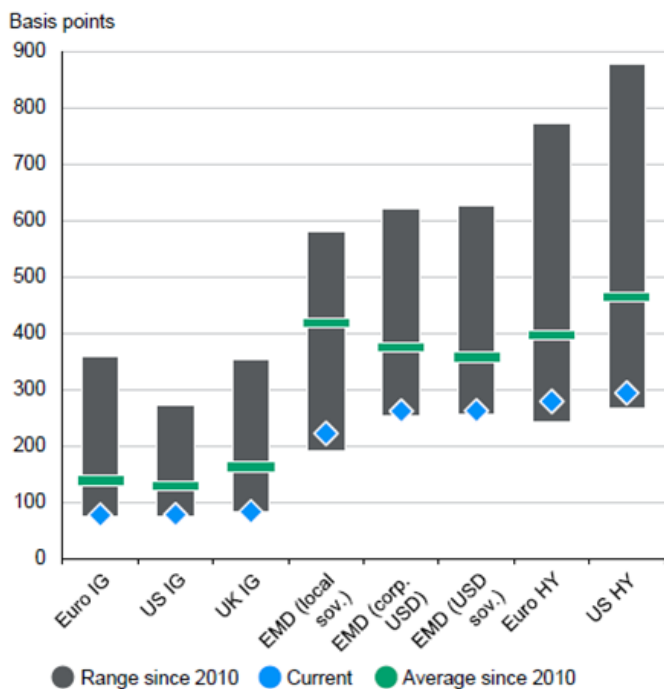
La question est de savoir si le pays parviendra à dégager une majorité parlementaire pour réduire structurellement le déficit public, qui s'élève à 5,8 % — le plus élevé de la zone euro — et ainsi freiner la montée rapide de la dette. Il n'est pas surprenant que **S&P**, dernière des trois grandes agences de notation à le faire, ait abaissé la note du pays à **A+**. Ainsi, la France a perdu quatre crans de notation en moins de 15 ans ; elle disposait à l'époque d'une notation AAA. Comme cela était attendu, la réaction du marché est restée limitée et l'écart de taux d'intérêt (« spread ») avec le Bund s'est stabilisé autour de 0,8 point de pourcentage. La France fait ainsi moins bien que des pays traditionnellement plus faibles comme la Grèce et l'Italie, dont le spread a fortement diminué ces dernières années en réaction à la politique économique du gouvernement Meloni.



Source: Bloomberg – Spread Italie par rapport à l'Allemagne

### ... et très basses rémunérations dans les marchés obligataires

**Ces dernières semaines, quelques accidents ont été observés sur le marché de la dette privée.** Il est probable que d'autres problèmes cachés existent. Jamie Dimon, PDG de J.P. Morgan, la plus grande banque américaine, l'a résumé éloquentement : « Si vous voyez un cafard, il y en a probablement d'autres dans la cuisine. » **La dette privée**, qui était encore récemment un marché de niche, **ressemble de plus en plus au marché obligataire traditionnel**, bien que souvent avec un profil de risque plus élevé et moins d'informations publiques. Cela ne posait pas problème auparavant, grâce aux relations directes one-to-one. Avec l'augmentation importante du crédit accordé, la relation est souvent devenue one-to-multiple, l'emprunteur disposant d'un avantage informationnel. Cela n'est pas nécessairement problématique si la rémunération du risque est adéquate, ce qui n'est plus le cas. **Les spreads sur tous les marchés obligataires se situent désormais au plus bas des quinze dernières années.**



Source: JP Morgan – Spreads dans les sous-segments du marché obligataire

Les investissements massifs dans l'IA par les géants de la tech sont désormais partiellement financés par de la dette. Alphabet a émis 25 milliards de dollars d'obligations au dernier trimestre, Meta et Oracle respectivement 30 et 18 milliards. Il n'est pas exclu que ces émissions massives provoquent un effet d'éviction (« crowding-out »), avec une pression à la hausse sur les spreads. Nous préconisons donc la prudence et favorisons les obligations d'État de bonne qualité.

*Excellent saison des résultats aux Etats-Unis ...*

La saison des résultats aux États-Unis touche à sa fin et a été très bonne. La croissance du chiffre d'affaires et des bénéfices s'est accélérée par rapport au trimestre précédent, déjà très solide. Les surprises positives sont largement réparties entre entreprises et entre secteurs, et l'écart de croissance bénéficiaire entre les « Magnificent 7 » et le reste du marché s'est réduit, de 30 % il y a un an à 12 % ce trimestre. Cela soutient l'approche Equal Weight dont nous avons déjà parlé. Le rapport cours/bénéfices pondéré par la capitalisation est à un peu plus de 23 fois les bénéfices attendus, contre 17,5 fois pour l'indice Equal Weight. Nous ne recommandons cependant pas d'aller « all-in » : la croissance des hypercaps est telle que les 10 plus grandes entreprises du S&P 500 représentent environ 33 % des bénéfices de l'indice (et 42 % de la capitalisation).

*... et l'Europe reste à la traîne*

En Europe, les résultats sont moins bons qu'outre-Atlantique. Bien que la situation se soit améliorée par rapport au trimestre précédent, la croissance du chiffre d'affaires (+0,5 %) et des bénéfices (+5 %) reste clairement inférieure à celle des États-Unis. Ce qui joue en faveur de l'Europe, c'est que c'est la seule région dont la valorisation est en ligne avec sa moyenne historique. Une stabilisation de la situation politique en France pourrait aider le marché européen. Les grandes valeurs françaises ont, malgré leurs activités surtout internationales, nettement sous-performé cette année. Comme elles représentent environ 17 % de l'indice européen, un redressement du marché français soutiendrait les indices européens. Nous restons favorables à une surpondération des actions européennes.

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

Contactez-nous :

**ORCADIA Asset Management** – Eco parc 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.