

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Le poids américain

« Il n'y a aucun mal à changer d'avis. Pourvu que ce soit dans le bon sens. » Le bon mot de Churchill occupe les esprits à l'heure où la solidité des liens entre Etats-Unis et Europe est plus que testée et où nous nous devons, dès lors, de repenser l'organisation de l'économie européenne.

Robustesse économique

Qu'il s'agisse de sécurité, de renseignement et de défense au sens étroit ou, plus largement, de la dépendance à des domaines tels que ceux des technologies de l'information – pensons à Starlink – ou de l'énergie, avec des importations record de gaz américain, l'Europe se doit de se soucier prioritairement de sa robustesse. Aujourd'hui, notre dépendance vis-à-vis des Etats-Unis est brutalement devenue problématique. Quid si tel ou tel fournisseur sans substitut direct augmente brutalement ses prix ? Quid s'il ferme tout simplement le robinet ? Quid si la Maison-Blanche exige de nous telle ou telle décision politique sous menace de fermer ce robinet ? Ce qui était avant-hier vieille peur gaullienne est devenu une vraie menace.

Notre système économique est paradoxal. Les enquêtes comportementales l'indiquent clairement, nous préférons, et de loin, avoir chaque année 100 que la moitié du temps 70 et l'autre moitié 150, même si, en moyenne, dans ce second cas on obtient 110. Collectivement, nous préférons la stabilité et détestons les crises plus que nous n'apprécions les périodes fastes. Pourtant, la mise en œuvre de la robustesse n'est pas récompensée, ni même dédommée. L'entreprise qui conserve des stocks importants, qui diversifie ses sources d'approvisionnement ou qui ne se spécialise pas en termes de production et de commercialisation est vue comme mal gérée. Certes, quand survient la Covid, le marchand de vélos qui avait des stocks peut se frotter les mains et le restaurateur qui est aussi traiteur résiste mieux, mais les leçons de tels épisodes sont vite oubliées.

Il ne s'agit évidemment pas de devoir chercher à vivre en autarcie. La déperdition de bien-être serait abyssale. Innover demande de se spécialiser, commercer permet de tirer parti des fameuses « économies d'échelle », et puis météo et ressources naturelles ne sont pas partout les mêmes ! L'horizon n'est donc pas celui d'un isolationnisme mais d'une interdépendance bien pensée et bien gérée. Au lieu d'avoir un fournisseur dominant, cherchons à acquérir ce dont nous avons besoin auprès d'une palette de prestataires. Et ce qui est vrai en termes d'intrants est aussi valable en termes de ventes. Le pays très dépendant de l'exportation de certains produits, et c'est le cas de la Belgique avec la pharmacie et la chimie, est plus à risque que celui qui a une activité très diversifiée, en termes de secteurs d'activité des clients ou de pays d'exportation.

Robustesse financière

La détérioration spectaculaire des relations transatlantiques, et cela même s'il ne faut pas idéaliser ce qu'elles étaient avant l'arrivée de D. Trump au pouvoir, d'abord en janvier 2017, puis en janvier 2025, invite à réfléchir à notre dépendance actuelle par rapport à l'Oncle Sam, et ceci déborde les cadres sécuritaire, énergétique ou technologique et revêt aussi une dimension financière. Il y a la question du rôle du dollar, avec ce « privilège exorbitant » d'être LA monnaie de référence au niveau mondial. Pour les entreprises américaines, le risque de change est inexistant quand on se fournit et facture en dollars américains, alors que, pour les entrepreneurs du reste du monde, la volatilité des cours de change génère un risque et/ou une dépense pour s'assurer contre cette volatilité.

De même, la robustesse financière consiste-t-elle aussi à avoir suffisamment de capital-risque chez nous pour assurer le financement de nos entreprises, et cela dès le stade de leur création. Il y a un paradoxe à voir l'Europe dégager une épargne extérieure, là où les Etats-Unis affichent un déficit sur leur balance commerciale, et simultanément voir des entreprises prometteuses de chez nous être rachetées par des opérateurs d'Outre-Atlantique ou y migrer.

Il est un autre angle d'importance en matière de robustesse financière, et qui implique directement la gestion des portefeuilles, à savoir le poids qu'y ont les actions américaines. A l'heure actuelle, la capitalisation boursière des Etats-Unis représente 63% du total mondial, marchés émergents compris, selon l'indice de référence MSCI ACWI, acronyme pour « All Countries World Index » (attention, l'indice MSCI World a une dénomination ambiguë, car il ne couvre que les marchés dits développés, à l'exclusion donc des émergents). Chez Orcadia AM, le poids « normal », celui dit « du benchmark », des Etats-Unis est de 55% car, dans notre méthodologie, nous intégrons deux paramètres, non seulement la capitalisation boursière mais aussi le poids macroéconomique tel que mesuré par le PIB.

Réduire le poids des actions américaines ?

De ceci découle une question claire : n'est-ce pas trop ? Les Européens ne se doivent-ils pas de, à la fois, soutenir les entreprises d'ici et ne pas être trop tributaire des entreprises de là-bas ? Notre attitude est la suivante. D'abord, du fait de la méthodologie susmentionnée, nous avons déjà une exposition moindre aux entreprises américaines. Ensuite, en termes d'actifs à revenus fixes, nous n'avons dans le benchmark ni obligations d'état des Etats-Unis, ni obligations d'entreprises américaines, et cela car pour les obligations notre référence est exclusivement européenne. De plus, à aujourd'hui, du fait de nos décisions d'allocation, nous sous-pondérons les Etats-Unis et cela pour des raisons de valorisation boursière, et nous surpondérons l'Europe.

Nous ne nous sentons pas habilités à prendre une position plus « radicale » à l'encontre de l'exposition aux entreprises américaines mais sommes heureux de permettre à nos clientes

et clients de le faire. Nous avons en effet dans notre gamme un compartiment de sicav qui investit uniquement en actions d'entreprises européennes. Il est donc loisible pour tout un chacun de réduire son exposition aux Etats-Unis en investissant tout ou partie de ses avoirs dans un véhicule exclusivement européen. Rappelons ici, sur la base des enseignements de l'histoire financière, que la concentration géographique des

portefeuilles est déconseillée en ce qu'elle conduit à une détérioration du couple « rendement / risque », mais ce n'est qu'une considération, à mettre en regard de la volonté potentielle de privilégier l'Europe.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

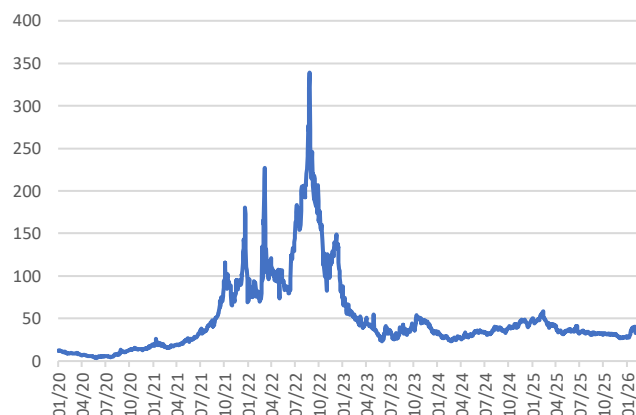
Impact nouvelle guerre en Iran plus lourd que la précédente ...

Bien que le coût humain et les souffrances causés par la guerre dans la région du Golfe ne puissent évidemment pas être comparés aux dommages matériels, nous nous concentrons ici sur l'impact financier potentiel de la deuxième guerre iranienne en un an. Notre Spotlight a en effet pour objectif d'éclairer l'actualité financière et économique. Il est déjà clair que les **dégâts sont bien plus lourds que lors de la première campagne**, il y a environ un an, lorsque les bombardements visaient principalement des installations nucléaires. **La réaction de l'Iran** est également sensiblement **différente** aujourd'hui, avec des **attaques** de missiles et de drones contre des pays **voisins** et la menace de **fermer le détroit d'Ormuz** en attaquant les navires qui y transitent. Que les attaques iraniennes ferment réellement ce passage maritime étroit ou qu'il soit de facto fermé parce que les navires et leur cargaison deviennent impossibles à assurer est, en soi, relativement secondaire. Le résultat, en termes d'impact, est le même. Nous avons observé une **hausse notable des prix tant du pétrole que du gaz au cours de la première semaine de la guerre**. Le choix du fils de Khamenei comme nouveau guide suprême en Iran et les déclarations de Trump exigeant une capitulation inconditionnelle ont encore fait monter les prix au début de la deuxième semaine.

L'explication de cet impact important est simple : **le détroit d'Ormuz est vital pour l'approvisionnement énergétique mondial**. Environ 20 % de la consommation mondiale quotidienne de pétrole y transite. Pour le gaz naturel liquéfié (GNL), le Qatar représente à lui seul 20 % de la production mondiale. Le fait que ce gaz soit principalement expédié vers l'Asie n'a guère d'importance. Comme il s'agit d'un marché mondial, la raréfaction et la peur de la raréfaction vont monter les prix partout, aussi en Europe.

Mettre en perspective les conséquences

À notre avis, il est important de replacer cette hausse dans son contexte. **L'augmentation du prix du pétrole était significative** au moment où nous rédigeons cette Spotlight, **mais** elle reste **sans commune mesure avec les chocs pétroliers du passé**. Ainsi, à la suite de la révolution islamique en Iran en 1979, le prix du pétrole avait augmenté d'environ 160 %. L'invasion du Koweït par l'Irak avait entraîné une hausse de 180 %, et l'embargo pétrolier arabe pendant la guerre du Yom Kippour au début des années 1970 avait provoqué une augmentation de 260 %. **Le quasi-doublement du prix du gaz contraste également fortement avec l'explosion des prix observée à la suite de la guerre en Ukraine**.



Source: Bloomberg – prix du gaz en zone euro (Amsterdam futures)

Par ailleurs, **le monde a sensiblement changé** depuis les années 1970. Nos **économies** sont devenues en termes relatifs **beaucoup moins dépendantes du pétrole** : aux États-Unis — qui ne sont pourtant pas les meilleurs élèves de la classe — la baisse est estimée à environ 70 %. Nous sommes également devenus beaucoup **moins dépendants du Moyen-Orient** et il existe aujourd'hui un éventail beaucoup plus large de pays producteurs de pétrole. Enfin, les **réserves** sont très **importantes** : selon Goldman Sachs, les stocks de pétrole et de produits raffinés s'élèveraient à environ 8 milliards de barils, alors qu'avant la guerre quelque 20 millions de barils par jour transitaient par le détroit d'Ormuz.

L'économie mondiale tournait bien avant la guerre

Il ne faut pas non plus perdre de vue que l'économie mondiale fonctionnait assez bien avant que les premiers missiles ne frappent. Bien que la croissance économique **aux États-Unis** ait déçu au dernier trimestre de 2025, cela doit être replacé dans le contexte d'un troisième trimestre bien meilleur que prévu et de la fermeture de l'administration américaine pendant plus d'un mois. Et bien que la création d'emplois soit devenue clairement plus volatile — les bons et les mauvais mois se succédant — le taux de chômage reste faible et la demande de nouvelles allocations demeure limitée. Globalement, nous pouvons donc affirmer que **la situation reste plutôt favorable, les consommateurs continuant à consommer**.

En Europe, nous anticipons une **reprise de la croissance économique**, et les indicateurs avancés modérément positifs dans le monde des entreprises ainsi que l'augmentation des crédits tant aux ménages qu'aux entreprises témoignent d'une amélioration de la confiance. L'augmentation attendue du déficit public allemand, provoquée par des dépenses plus élevées en matière de défense et d'infrastructures, contribuera également à **stimuler la croissance économique en Europe du Nord**. **Les pays du Sud de l'Europe affichent déjà actuellement des performances économiques plutôt solides**. Par conséquent, une croissance comprise entre 1,2 % et 1,5 % est attendue en Europe pour les deux prochaines années.

Pour l'économie mondiale, le FMI prévoit une croissance de 3.3 %, soit environ 0,2 point de pourcentage de plus que la prévision d'octobre. L'amélioration de la situation est

également visible dans les surprise indices publiés par Citigroup, qui se situent nettement **au-dessus de zéro** et indiquent que les données économiques publiées sont en moyenne meilleures que prévu.



Source: Bloomberg – Citigroup global surprise index

Un conflit prolongé augmente le risque ...

Notre lecture actuellement modérée de la situation dépend toutefois de la durée du conflit. À mesure que la **guerre se prolonge**, les **États du Golfe** seront probablement **contraints d'arrêter leur production** parce que le transport sera entravé et parce que les capacités de stockage limitées seront atteintes. **Cela pourrait endommager les champs pétrolifères**. Une guerre plus longue **augmente également le risque que certaines installations soient touchées** à un moment donné. Ces deux facteurs pourraient faire en sorte que l'impact de la guerre se fasse encore sentir longtemps après la fin du conflit. Un conflit qui dure accroît considérablement la probabilité que les prix du pétrole restent élevés pendant une période prolongée, ce qui se traduira inévitablement par une hausse de l'inflation.

L'impact immédiat du pétrole et du gaz peut être limité, mais ces matières premières sont omniprésentes dans le processus de production. Ainsi, par exemple, une forte hausse des prix des engrais se traduira probablement rapidement par une augmentation des prix alimentaires. Étant donné que les aliments et les carburants sont achetés très régulièrement, la perception pourrait rapidement s'installer que nous sommes confrontés à une seconde vague d'inflation.

...que le scénario positif ne se prolonge pas ...

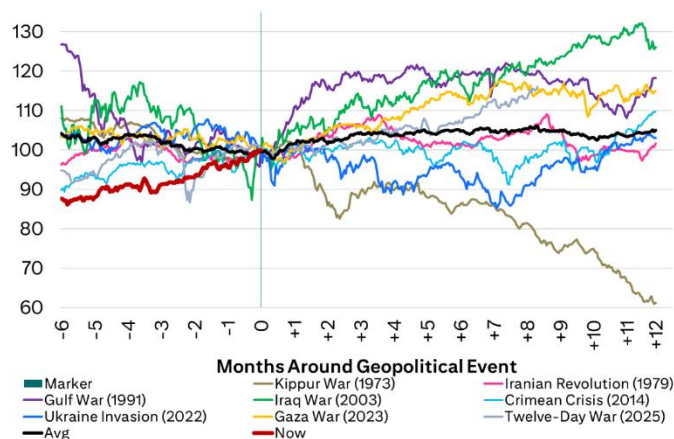
Cela pourrait à son tour entraîner une **diminution sensible de la propension à consommer** et ainsi compromettre notre scénario économique positif en Europe et aux États-Unis. Aux États-Unis, nous constatons déjà que les classes sociales les plus modestes rencontrent des difficultés. Un conflit prolongé les toucherait de manière disproportionnée, car l'alimentation et le carburant représentent une part plus importante de leurs dépenses. Les retards de paiement sur les cartes de crédit pourraient dès lors continuer à augmenter, ce qui serait une mauvaise nouvelle pour les banques. Plus pertinent encore pour notre scénario économique serait le fait que **les dépenses de la classe moyenne supérieure pourraient également être mises sous pression**. Leur propension à consommer est en effet **soutenue par des marchés financiers favorables**, et une répétition de 2022 pourrait y mettre fin.

... mais ce n'est pas notre scénario de base...

Une **guerre prolongée** accompagnée de prix du pétrole durablement élevés n'est certainement pas, à ce stade, notre scénario de base. Elle **créerait pour Trump un problème politique intenable** et affaiblirait encore sa popularité — qui n'est déjà pas particulièrement élevée. En particulier auprès de son électorat MAGA, généralement plutôt opposé à la guerre et qui ressentirait l'impact économique de manière disproportionnée. **Le prix politique à payer d'une lourde défaite électorale lors des élections de mi-mandat serait probablement trop élevé**. Il semble donc probable **qu'il cherchera à maintenir le prix à la pompe sous contrôle** en essayant de rendre le détroit d'Ormuz navigable à nouveau le plus rapidement possible. Les déclarations selon lesquelles il **escorterait si nécessaire les pétroliers** avec des navires de guerre américains et ferait intervenir les **États-Unis comme réassureur** vont dans ce sens. Une autre possibilité serait de **puiser dans les réserves stratégiques** pour calmer les prix, bien que l'impact en soit limité et de courte durée si le détroit d'Ormuz reste fermé. **Si la guerre menace de durer plus de quelques semaines, il est probable que Trump déclare soudainement que les « objectifs visés »** (quels qu'ils soient) **ont été atteints et entame des négociations** avec le régime. La probabilité de ce scénario augmente, à notre avis, si le nouvel homme fort est militaire plutôt que religieux. Nous savons que Trump se soucie peu de l'ordre démocratique : en échange de promesses de bonne conduite et d'un traitement favorable pour les entreprises américaines, le nouveau dictateur pourrait largement agir à sa guise. Aussi cynique que cela puisse paraître, cela augmenterait probablement les chances d'une stabilité durable dans la région. La dernière chose que souhaitent les alliés arabes serait une démocratie en Iran, car cela pourrait susciter une émulation chez eux.

... qui estime que la situation actuelle est transitoire

Notre scénario de base reste donc que — **comme dans presque tous les conflits liés au pétrole** (la guerre du Yom Kippour constituant une exception claire) — **les marchés auront digéré la situation actuelle sans trop de difficultés dans l'année**.



Source: Bloomberg Opinion Points of Return

Pour l'instant, nous ne sommes **pas encore acheteurs d'actions**, mais nous nous **tenons prêts à entrer progressivement** sur le marché. À conditions inchangées, l'Europe et les marchés émergents semblent être les candidats les plus évidents. Aux États-Unis, les marchés boursiers exprimés en euros sont à peine plus bas grâce à la forte hausse

du dollar — qui est à nouveau perçu comme une valeur refuge pour la première fois depuis un certain temps.

Sur le marché obligataire, nous constatons que **les obligations indexées sur l'inflation résistent** nettement mieux que les obligations nominales et que les **écarts de taux entre pays augmentent** à nouveau. Nos suggestions précédentes concernant les obligations indexées sur l'inflation et notre préférence pour les obligations d'État allemandes contribuent à limiter les pertes. **Une augmentation progressive** de la pondération des obligations nominales non allemandes **mérite** désormais certainement d'être **envisagée**. **Les spreads augmentent également pour les obligations d'entreprises et les obligations à haut rendement, mais ils restent encore relativement faibles d'un point de vue historique**. En outre, il n'est pas inconcevable que les problèmes apparus depuis le

début de l'année dans la private debt, puissent également contaminer les obligations d'entreprises et, en particulier, les obligations high yield plus risquées. Quelque peu éclipsées par les développements dans le Golfe, nous voyons en effet apparaître de plus en plus d'informations indiquant que plusieurs fonds de private debt semi-liquides rencontrent des difficultés en raison d'une forte augmentation des demandes de remboursement. Les tensions dans le Golfe, les investissements dans des entreprises de software-as-a-service — qui ont déjà été malmenées en Bourse ces derniers mois — et les valorisations relativement élevées (autrement dit des spreads faibles) n'y sont probablement pas étrangers. **Cela plaide en faveur d'une certaine prudence jusqu'à ce que la rémunération se normalise quelque peu.**

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.