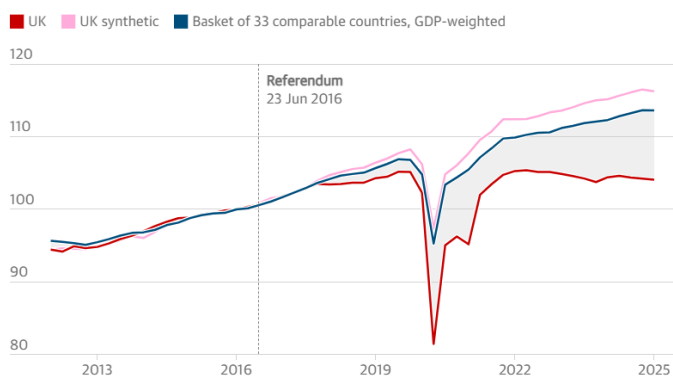


CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : 10 ans plus tard, une illusion et une réussite

Il y a 10 ans, les Britanniques votaient, à une courte majorité, pour le Brexit, c'est-à-dire pour se retirer de l'Union européenne. Cela n'a pas eu les effets positifs annoncés par les partisans de ce retrait, et la performance économique outre-Manche, loin d'être dynamisée par l'évaporation de la chape réglementaire et du fardeau budgétaire qu'imposerait Bruxelles, a été inférieure à celle du continent. Le graphique ci-dessous montre (en base 100 au premier trimestre 2016, celui d'avant le référendum) l'évolution du PIB au Royaume-Uni (en rouge), ce qu'il aurait hypothétiquement été sans le Brexit (en rose) et l'évolution du PIB en moyenne dans 33 pays industrialisés, dont les 27 membres de l'UE et les Etats-Unis (en bleu)¹. La déperdition de valeur ajoutée est de l'ordre de 6 à 8%, ce qui est majeur.

Brexit has left the UK economy 6-8% smaller than other countries

GDP per head. Index, Q1 2016 = 100



Guardian graphic. Source: Estimating the impact of Brexit, G Thwaites, S Abrahams, N Bloom, P Bunn, P Mizen, P Smetanka. Comparator countries: US, Canada, EU-27, Iceland, Norway, Switzerland, Japan. All seasonally adjusted. Note: the UK synthetic is a counterfactual in which Brexit did not happen

Donc les bénéfices escomptés du retrait se sont révélés, en fait, être des pertes ! Dès lors, et même si on ne vote pas que sur la base d'un bulletin socio-économique, il n'est pas étonnant que le Brexit soit devenu impopulaire. Un sondage récent indique que seuls 30% des insulaires voteraient encore pour le Brexit aujourd'hui, et qu'un quart de ceux qui ont voté pour le Brexit voterait aujourd'hui pour le Remain². On est passé du « Brexit » au « Bregret » !

Du Brexit à Orcadia

Regarder 10 ans en arrière peut donc être source de regret ! Mais regarder 10 ans en arrière peut aussi être source de satisfaction, de fierté et de reconnaissance.

La bienséance invite à ne pas parler de soi, même le jour de son anniversaire, mais l'occasion est trop tentante, celle des 10 ans d'Orcadia AM, et en comptant sur la sympathie des lectrices et

des lecteurs qui, en étant clientes et clients, ont contribué au succès que ce projet entrepreneurial est devenu.

Au départ, il y a des collègues dont l'entreprise a opté pour une stratégie à laquelle ils n'adhèrent pas. Au lieu de se taire, de se morfondre ou de râler, ils décident alors de voler de leurs propres ailes. Ils continueront de faire le métier qui les passionne mais avec une feuille blanche pour en définir le mode opératoire. Ce sera à la fois de la continuité et du changement. La continuité sera celle du private banking, de la relation de confiance, inscrite dans la durée. Le changement sera dans la mise en avant de l'investissement responsable et dans l'ADN de l'entreprise. Tarification raisonnée, transactions à prix coûtant, mécénat d'entreprise significatif, autonomie des collaborateurs, transparence, cohérence et alignement d'intérêt seront des maîtres-mots.

Où en sommes-nous dix ans plus tard ? Les deux signes les plus importants pour nous sont ceux de la satisfaction des clientes et clients, d'une part, celle des collaborateurs, d'autre part. La première se marque par leur fidélité, par l'augmentation de la part de leur patrimoine qu'ils nous confient, par le bouche-à-oreille auquel ils se livrent pour nous. Nous savons ce que nous leur devons. La seconde se reflète dans la fidélité des collaborateurs et collaboratrices, qui est aussi un indice précieux, celui du bien-être et de l'épanouissement, celui du sens et du respect. Aujourd'hui, Orcadia rassemble une vingtaine de collaborateurs, avec un rajeunissement et une féminisation l'un et l'autre bienvenus !

Les performances de gestion – bien sûr à ajuster pour le risque pris – sont aussi un motif de grande satisfaction. Il ne s'agit pas de dénigrer les confrères, mais de se réjouir du fait que nous nous comparons plus que favorablement à nos pairs. Nos clients se sont adressés à nous pour gérer tout ou partie de leur patrimoine mobilier, nous ont investis d'une mission exigeante et enthousiasmante, celui de la bonne gestion, au service de leurs finances personnelles et, simultanément avec une préoccupation pour le bien commun. Et ici aussi nous oserions dire « Mission accomplie ». Que l'investissement responsable soit un levier puissant et efficace pour avancer dans la bonne direction est, par l'absurde, confirmé par les bâtons dans les roues que d'aucuns cherchent à lui mettre. Pour ce qui est de l'intérêt personnel direct à voir son patrimoine être bien géré, la comparaison entre gestionnaires est flatteuse pour Orcadia AM, qu'il s'agisse des frais de gestion ou de ce qui, au bout du compte, importe au premier chef, à savoir les résultats de gestion.

Si nous avons élargi l'équipe, c'est non seulement pour répondre à la croissance du nombre de clients mais aussi pour

¹ Source : The Guardian, How Brexit has made Britain poorer – in charts, 14 June 2026 <https://www.theguardian.com/politics/2026/jun/14/how-uk-economy-changed-since-brexit-vote-charts>

² Source : YouGov, What do Britons think of Brexit, 10 years since the referendum?, 9 June 2026, <https://yougov.com/en-gb/articles/54925-what-do-britons-think-of-brexit-10-years-since-the-referendum>

élargir l'offre et les services. Par ailleurs, nous avons aussi maintenant une gamme plus large de sicav gérées par nos soins, mais ceci sans empêcher d'offrir une gestion personnalisée quand cela est préférable.

Et demain ?

Une entreprise est une organisation qui se doit d'être flexible. La croissance des dix premières années s'est accompagnée non seulement d'une extension de l'équipe mais aussi d'une évolution dans le partage des tâches en interne et d'un élargissement des organes de direction, avec du sang neuf en termes d'âge comme d'expérience. En même temps, la stabilité parmi les collaborateurs a permis aux clients et clientes de garder le même gestionnaire au fil des ans.

La croissance des capitaux en gestion auprès d'Orcadia AM a été presque linéaire depuis 2016 et notre souhait est que cette tendance se poursuive. Ce n'est pas pour participer à une course à la taille, mais par conviction que nous faisons bien les choses et que notre succès a une force exemplative, une force d'entraînement positive pour d'autres entrepreneurs et sur la manière de concilier économie, finance et bien commun.

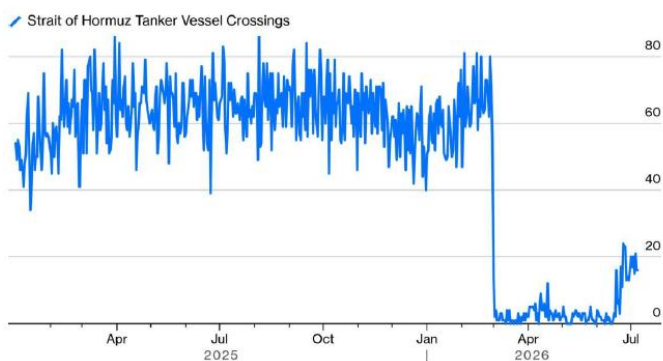
Orcadia AM emménagera prochainement dans un bel nouvel immeuble, plus grand et où nous serons propriétaires des murs, pour continuer à servir au mieux nos clients et pour en accueillir d'autres. Faites passer le message !

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

La situation géopolitique s'améliore

Depuis la publication de notre Spotlight en mai, **la situation géopolitique a évolué dans un sens favorable**. Nous sommes passés d'un cessez-le-feu à une déclaration d'intention (Memorandum of Understanding), qui peut constituer la base d'un accord plus large. Bien que des menaces soient encore régulièrement proférées et que quelques missiles ou drones soient encore occasionnellement lancés, **la situation est moins tendue** et nous voyons à nouveau des navires traverser le détroit d'Ormuz. L'impact sur le prix du pétrole a été indéniable, avec un retour des prix à leur niveau d'avant la fin du mois de février. Il s'agit clairement d'une bonne nouvelle tant pour l'économie que pour les marchés. Néanmoins, **la vigilance reste de mise** : le cessez-le-feu demeure fragile. Israël pourrait mettre des bâtons dans les roues, Netanyahu poursuivant un agenda politique clairement différent de celui de Trump. Il n'est pas exclu que les jusqu'au-boutistes veuillent tirer la meilleure partie de la situation. Cela ralentira le processus, ce qui risque d'agacer Trump et de lui faire perdre patience. Nous ne devons pas non plus perdre de vue que **la situation est loin d'être normalisée** et que le nombre de navires empruntant le détroit reste sensiblement inférieur à sa moyenne de long terme.



Source : Bloomberg – Passage journalier de tankers au détroit d'Ormuz

Sur le long terme le prix du baril peut encore baisser ...

À plus long terme, il est probable que le prix du pétrole puisse encore baisser. Les **Émirats** ont déjà annoncé leur intention **d'augmenter leur production de pétrole** et **l'Iran**, une fois libéré des sanctions, exportera également davantage. Le **Venezuela**, pays disposant des plus importantes réserves, pourra sensiblement accroître sa production après des investissements importants. Et si la guerre en Ukraine venait à prendre fin – ce qui ne semble vraisemblablement pas imminent –, la Russie viendrait encore s'ajouter à l'offre. Il est peu probable que **l'OPEP** souhaite, ou même puisse, absorber entièrement cette augmentation, car ses membres ont **besoin de revenus** pour financer leur reconstruction, tandis que la **demande** de pétrole ne devrait **guère croître** au cours des prochaines années.

... mais pas sur le moyen terme

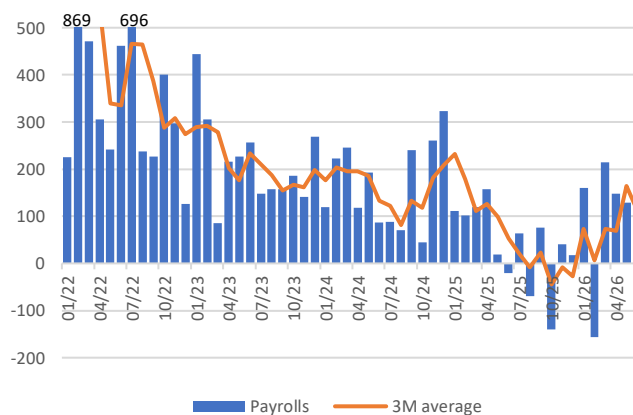
À moyen terme, une forte baisse des prix paraît toutefois peu probable. **Les stocks doivent être reconstitués** et il serait souhaitable de les porter à un niveau plus élevé, depuis que l'Iran a découvert que le détroit d'Ormuz pouvait être utilisé comme une arme stratégique.

L'économie mondiale se montre résiliente...

La leçon positive que nous pouvons tirer de la guerre dans le Golfe est que l'économie mondiale est plus résiliente qu'on ne le pensait. Les prix du pétrole ont augmenté, mais sont restés, surtout en termes relatifs, sensiblement inférieurs aux niveaux observés après l'invasion russe de l'Ukraine. Certaines régions ont souffert, mais, dans l'ensemble, les consommateurs comme les entreprises ont continué à dépenser, en particulier aux États-Unis.

... en particulier aux États-Unis...

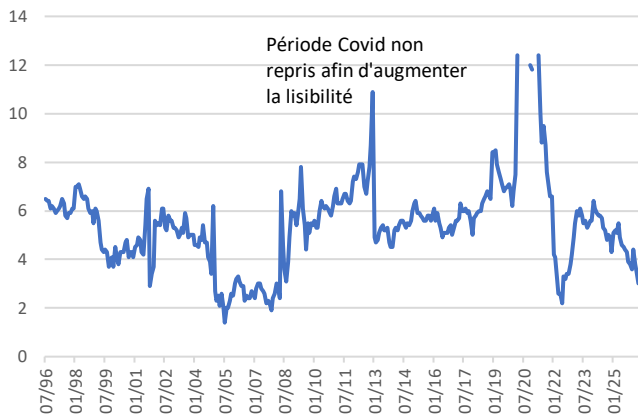
Nous l'avons déjà évoqué dans notre précédent Spotlight. Contrairement à ce que l'on pouvait attendre, les indicateurs économiques américains ont continué à s'améliorer. Les **indicateurs avancés ISM** montrent que les dirigeants d'entreprises, tant dans l'industrie que dans les services, restent **modérément optimistes**, ce qui est de bon augure pour la croissance économique des prochains trimestres. Par ailleurs, les **créations d'emplois** ont été, ces derniers mois, **nettement supérieures aux attentes**, de sorte que la tendance est redevenue clairement positive. Nous observons également une augmentation sensible du nombre d'offres d'emploi. Grâce à un taux de chômage stabilisé, voire légèrement en baisse, il y a désormais à nouveau davantage d'emplois disponibles que de demandeurs d'emploi. Cela devrait permettre à tout le moins de stabiliser l'évolution des salaires, qui était orientée à la baisse.



Source : Bloomberg, Orcadia AM – Création d'emplois aux États-Unis (x1000)

... mais avec des points d'attention

La combinaison de ces deux éléments devrait également permettre aux dépenses liées à la consommation de reposer sur des bases plus solides. Au cours des derniers trimestres, nous avons en effet observé une **nette diminution du taux d'épargne** jusqu'à un niveau qui s'avérera insoutenable à long terme.

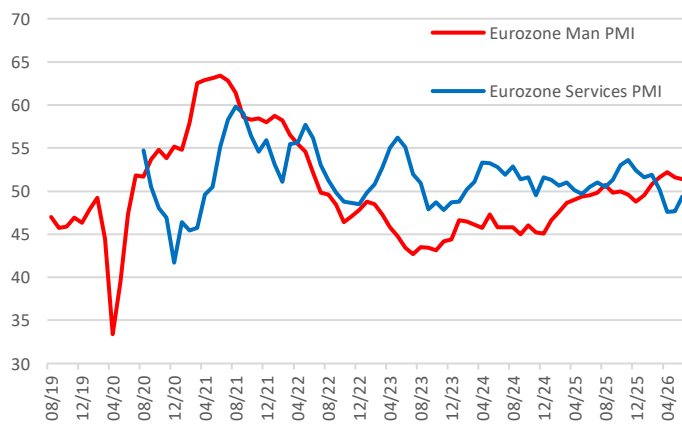


Source : Bloomberg – Taux d'épargne des consommateurs américains

La **dichotomie entre les haves et les have-nots**, dont nous avons déjà parlé par le passé, reste très marquée. Les classes sociales les moins favorisées éprouvent des difficultés croissantes en raison de l'augmentation de l'inflation. La baisse des prix de l'énergie, qui représente une part conséquente des dépenses des ménages les plus modestes, sera dès lors plus que bienvenue. Les données de la Réserve fédérale montrent que la moitié la plus pauvre de la population ne détient qu'environ 2,5 % des actifs financiers. Contrairement aux catégories sociales plus aisées, elle bénéficie donc très peu de l'effet de richesse généré par la hausse des marchés boursiers. Étant donné que la partie la plus aisée de la population représente environ deux tiers de la consommation, **la hausse des marchés actions soutient de manière significative la croissance économique.**

L'Europe n'a pas facile

En Europe, l'impact de la hausse des prix du pétrole a été plus marqué. Elle a pesé tant sur la confiance des consommateurs que sur celle des producteurs. Les chiffres de croissance du premier trimestre ont été décevants et il faut s'attendre à ce que le deuxième trimestre, durant lequel la guerre faisait pleinement rage, ne soit pas meilleur. Il apparaît donc de plus en plus que l'impact positif espéré des dépenses publiques allemandes dans la défense et les infrastructures risque de ne produire que peu d'effets.



Source : Bloomberg – Confiance des producteurs en zone Euro

Augmentation de taux en zone Euro mais pas aux Etats-Unis

L'augmentation de l'inflation dans la zone euro à 3,2 % a directement conduit la **BCE à relever ses taux d'intérêt** de 25 points de base, soit **0,25%**, même si la hausse de l'inflation est

restée inférieure aux attentes. En juin, l'inflation est retombée à 2,8 %, soit nettement en dessous des anticipations du marché, qui tablaient sur 3 %. Cela rend **peu probable un nouveau relèvement des taux** par la BCE, à moins que la guerre et les prix de l'énergie qui y sont liés s'enflamment à nouveau. De nouvelles hausses de taux pèseraient en effet sur une économie européenne déjà fragile. **Aux États-Unis, l'inflation dépasse désormais les 4 %** et se situe clairement au-dessus de l'objectif officiel de 2 %. Pourtant, contrairement à l'Europe, **aucune hausse de taux n'a été décidée.** Il convient toutefois de souligner que les taux d'intérêt à court terme (3,50 % à 3,75 %) y sont nettement supérieurs à ceux de la zone euro, même après la récente hausse (2,25 %). Le ton plus ferme adopté par les gouverneurs de la Fed laisse penser que la baisse significative des taux anticipée jusqu'il y a peu par le marché laissera plutôt place à une stabilisation, voire à une hausse des taux.

Les marchés continuent de bien performer...

La résilience de l'économie se reflète également dans celle des marchés boursiers. Qui aurait osé parier, s'il avait disposé d'une boule de cristal au début de 2020 lui annonçant une pandémie et deux guerres ayant un impact évident sur l'approvisionnement énergétique, l'inflation et les hausses de taux qui en ont découlé, sur des marchés boursiers sensiblement plus élevés, en particulier aux États-Unis ? L'explication est double : une augmentation des valorisations – à l'exception de l'Europe où elles sont restées relativement stables – et une progression des bénéfices. Cette dernière a été plus marquée aux États-Unis, et plus particulièrement dans le secteur technologique. Cela explique que les plus grandes entreprises aient été, ces cinq dernières années, rarement aussi peu chères. Nous ne pouvons toutefois absolument pas parler de soldes.

Forward P/E ratio of the S&P 500 top 10 vs. the rest



Source: JP Morgan Asset Management – Guide to the Markets

... mais avec des concentrations de performance

La bonne santé de l'économie américaine permet d'espérer des résultats d'entreprises solides pour le trimestre à venir. Le principal risque est que les attentes soient devenues trop

élevées. Les anticipations concernant les actions européennes sont plus modérées, compte tenu de la faiblesse relative de l'économie européenne. Les bonnes performances des marchés émergents peuvent paraître surprenantes au vu de l'impact des prix du pétrole sur les économies locales. L'explication réside dans la **composition et la concentration de l'indice. Aux États-Unis**, déjà considérés comme un marché très concentré, **les cinq plus grandes capitalisations du S&P 500** – toutes des valeurs technologiques – représentent un peu plus de **30 % de la capitalisation totale**. Dans les **marchés émergents, trois sociétés – TSMC, SK Hynix et Samsung** –, toutes actives dans la production de semi-conducteurs, représentent à elles seules un poids comparable, alors même que l'indice comprend près de 1 200 actions. Investir dans l'indice des marchés émergents revient donc moins à investir dans les économies locales qu'à investir dans l'intelligence artificielle.

Allocation neutre en actions ...

La combinaison de tous les éléments évoqués ci-dessus nous amène à conclure qu'une **pondération neutre en actions** reste appropriée au niveau global. Compte tenu de la croissance

économique attendue et des bonnes perspectives bénéficiaires, nous **surpondérerions les États-Unis**. À l'inverse, nous **sous-pondérerions légèrement l'Europe** en raison de perspectives moins favorables. Nous limitons toutefois cette sous-pondération étant donné que les valorisations y restent en ligne avec leur moyenne de long terme.

... mais avec la vigilance pour les risques

Cela ne signifie pas pour autant que nous ignorons les risques susceptibles de revenir au premier plan dans les prochains mois. Les risques géopolitiques restent bien présents, entre un éventuel échec des négociations et les cabrioles de Trump à l'approche des élections de mi-mandat, restent bien présents. De même, une correction des valeurs technologiques pourrait intervenir à la suite de résultats excellents, mais inférieurs à des attentes devenues exceptionnelles. Grâce à la baisse de la volatilité, ces risques peuvent toutefois être partiellement couverts, à un coût raisonnable, par des options de vente (put options), pour les investisseurs disposant des connaissances et de l'expérience nécessaires.

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.