

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Douter aussi des doutes

Entreprendre, c'est oser. C'est pour cela que l'état d'esprit des entrepreneurs est fondamental et c'est pour cela que les indicateurs qui s'y rapportent – poétiquement appelés de « confiance » et même en anglais « de sentiment » – sont scrutés avec intérêt par les économistes comme par les marchés financiers. Or, il apparaît que, depuis le sommet de l'hiver 2017-2018, le moral de nos entrepreneurs n'a cessé de baisser, à l'exception notable du secteur de la construction.

Il est évidemment intéressant de chercher à savoir pourquoi. La réponse ne se trouve pas du côté de la politique fiscale ou budgétaire, qui, l'une et l'autre, se sont montrées plutôt favorables à l'activité des entreprises et des entrepreneurs, et à propos desquelles aucun changement de cap ne se dessine. La réponse ne vient pas davantage de la politique monétaire. Celle-ci est extrêmement accommodante, et tous les signaux convergent pour penser que la Banque centrale européenne continuera de donner la priorité à la conjoncture économique, quitte à laisser enfler les dommages collatéraux de taux d'intérêt si bas.

Serait-ce le marché du travail, la source des doutes des entrepreneurs ? La baisse continuée du taux de chômage dans la zone euro, de 12% en début 2013 à 7,8% six ans plus tard, n'invite pas à penser que c'est là que le bât blesse. Certes, il est fréquemment question de pénuries sur le marché du travail, et ceci est de nature à réfréner l'enthousiasme des entrepreneurs mais il semble inapproprié d'imaginer que ce qui est le corollaire d'une bonne nouvelle, à savoir la difficulté de recruter certains profils, soit en fait la mauvaise nouvelle qui cause la perte généralisée de confiance. De plus, le marché du travail envoie actuellement un message très positif pour les perspectives immédiates des entreprises, à savoir celui d'une bonne tenue de la demande des consommateurs combinée à la modération dans les revendications salariales. Cette dernière est même étonnante. En Allemagne, la longue période de carcan salarial et le faible taux de chômage (dernier relevé à 3,2% à peine !) auraient dû déboucher sur des hausses sensiblement plus soutenues. Peut-être est-ce le reflet des discours catastrophiste sur l'avenir du travail dans un monde d'intelligence artificielle, qui tétaniseraient les employés.

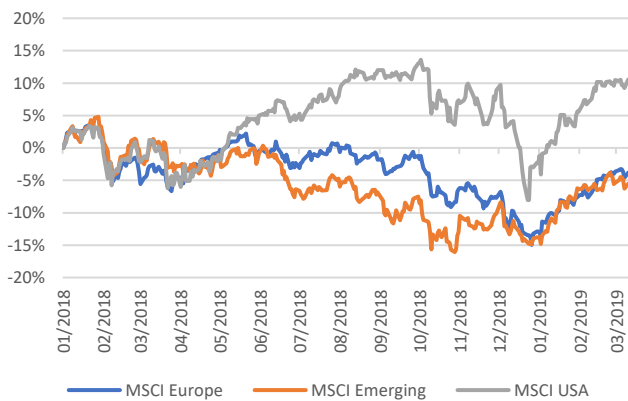
Une autre explication potentielle pour la perte de confiance est à rechercher de l'autre côté des frontières nationales. « *Chez nous, cela va bien mais le danger vient de l'étranger* », l'antienne est connue. En l'occurrence, il s'agirait des incertitudes du Brexit, d'un atterrissage brutal de la croissance chinoise ou du réveil des tensions commerciales voulu par la Maison Blanche. Il ne saurait être question de nier les inconnues, qui forcément se répercutent sur la perception du risque par les entrepreneurs, mais ces derniers, s'ils se doivent

d'avoir de l'audace, se doivent de se rendre à la raison. Ainsi, il est hautement improbable que le Brexit, même désordonné, provoque une récession. Le poids de l'économie britannique n'est plus celui du siècle impérial, les acquis et les forces de l'intégration dans le concert économique mondial ne vont pas disparaître dans le brouillard de la Manche et ce ne sont pas les temps d'attente en douane et autres entraves renaissantes qui vont significativement et durablement enrayer les échanges internationaux.

S'agissant du spectre du protectionnisme, il est intéressant d'évoquer le précédent d'il y a une dizaine d'années lorsque Barack Obama a marqué son accord avec une mesure de taxation spécifique des pneus chinois importés aux Etats-Unis (voir PIIIE, avril 2012). La taxe additionnelle sur les pneus chinois a permis aux autres producteurs, américains, d'une part, non-américains non-chinois, d'autre part, de vendre plus de pneus et surtout de vendre leur production plus cher. Au total, avec ce second effet, les acheteurs américains ont dépensé USD 1,1 milliard en plus en 2011, alors que l'emploi auprès des fabricants américains de pneus a augmenté de 1200 unités. Comme de tels emplois sont rémunérés quelque USD 40.000 en moyenne, cela fait un accroissement de la masse salariale de USD 50 millions. La marge bénéficiaire des producteurs américains s'est, elle, gonflée de USD 250 millions, et celles des producteurs non américains non chinois de pas moins de USD 800 millions. Comme l'argent que les ménages ont dû dépenser en surcroît pour des pneus est venu en diminution d'autres achats, on estime que le seul secteur du commerce du détail a perdu, du fait de cette mesure, près de 3800 emplois. Bref, pour l'Américain moyen, le prix des pneus a augmenté et l'emploi total a diminué ! Se soucier d'un transfert de technologie au profit de la Chine sans qu'elle en paie le prix ou sans savoir l'usage géopolitique qu'elle en fera est une chose, prendre la mesure efficace pour y arriver au lieu de se tirer une balle dans le pied, tant économiquement qu'électoralement parlant, est autre chose.

L'économiste rejoint le conseiller en investissements financiers, sachant que la décreue de la confiance des entrepreneurs affecte les perspectives en termes tant de conjoncture que de profitabilité. Toutefois, cette décreue est à relativiser, doublement. D'abord, le niveau de la confiance reste correct. Ensuite, mais sans inviter à un optimisme béat, il y a lieu d'avoir des doutes sur ce qui aujourd'hui génère le plus souvent le doute.

Performance des marchés d'actions en euro



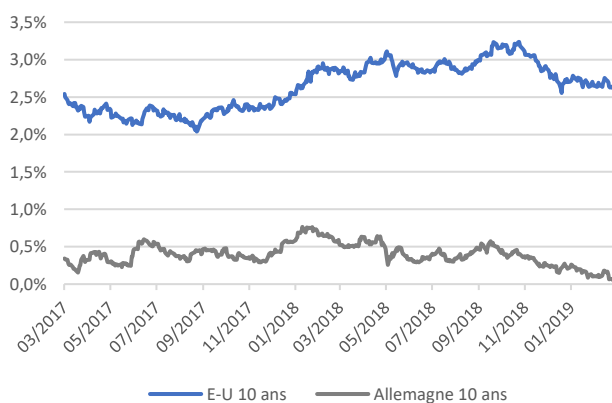
Source: Bloomberg, Orcadia AM

MARCHES D' ACTIONS

Le dernier trimestre boursier de 2018 a été marqué par les déclarations des banques centrales et la crainte d'un emballement des tensions commerciales et des conséquences de celui-ci sur le plan économique. Il en a résulté une forte correction des marchés en décembre.

Les deux premiers mois de 2019 donnent une image parfaitement inversée. La perspective d'un ensablement des échanges internationaux a cédé le pas à celle d'un accord et les propos des autorités monétaires ont rassuré. Tel le phénix, les marchés d'actions sont repartis de l'avant. Ainsi ont-ils – pour un investisseur en euro – pu récupérer presque toutes les pertes, et même complètement s'agissant les marchés émergents.

Evolution des taux long américains et allemands



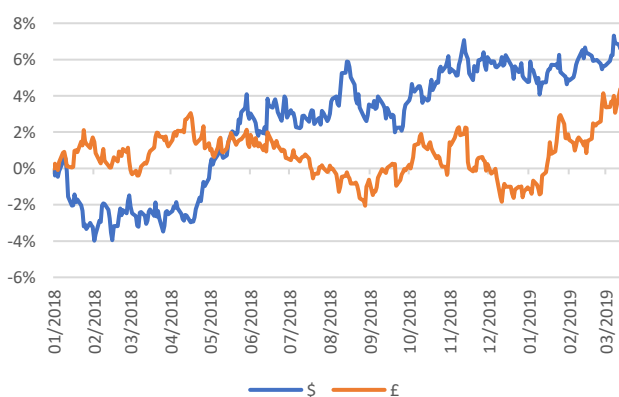
Source: Bloomberg

MARCHE OBLIGATAIRE

Le fait que la FED, après avoir avancé dans la voie de la normalisation de la politique monétaire, a clairement changé le fusil d'épaule et que la BCE a peint un tableau peu engageant de la conjoncture européenne n'est pas resté sans conséquences. Les taux longs américains sont retournés vers les niveaux les plus bas de ces deux dernières années et, en zone Euro, le taux allemand à 10 ans flirte de nouveau avec le zéro virgule zéro.

L'impact au niveau des obligations « corporate » est indéniable. Aussi bien les « investment grade » que les obligations à haut rendement ont vu leurs spreads baisser considérablement. Il est clair que le marché part du principe que l'impact négatif d'une économie en voie de décélération sera plus que compensé par une politique monétaire plus souple et « la recherche du rendement » qui l'accompagnera.

Evolution cours de change par rapport à l'euro



Source: Bloomberg, Orcadia AM

MARCHE DE DEVISES

Pour un investisseur de la zone euro, l'évolution des taux de change des devises a été plutôt favorable. Ainsi, on a pu observer une diminution de valeur de l'euro par rapport au dollar. La croissance de l'économie européenne s'est ralentie nettement plus de ce côté-ci de l'Atlantique. Le marché a anticipé – à bon droit – que l'assouplissement de la FED en janvier, a priori défavorable au dollar, allait être suivi d'un assouplissement de la BCE, qui a bien eu lieu début mars.

La livre sterling a fluctué à l'inverse de la probabilité d'un Brexit sans accord. La perspective de l'évitement d'une sortie chaotique a soutenu le cours de la monnaie anglaise, jusqu'à la nouvelle défaite parlementaire de T. May le 12 mars. La suite, entre sortie brutale, report de l'échéance, consensus sur les modalités des relations futures, nouveau référendum et chute du gouvernement anglais, reste à écrire !

ALLOCATION & STRATEGIE

Creux économique entre autres causé par des effets temporaires...

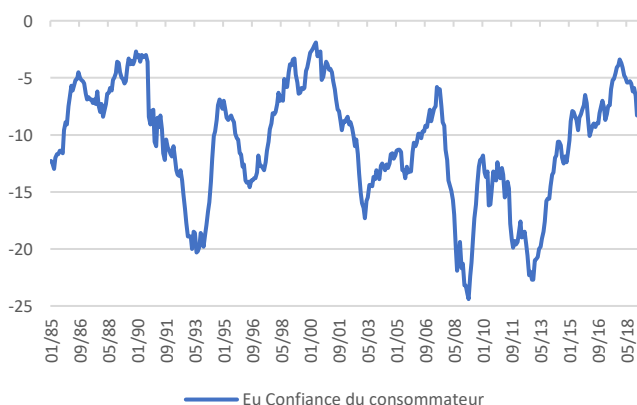
Bien que 2018 ait loin d'avoir été une année médiocre sur le plan économique, un **net ralentissement de la croissance** a été observé en fin d'année, **en particulier en Europe**. L'Italie a connu deux trimestres d'affilée de croissance négative – de peu, certes – et l'Allemagne, la locomotive de l'économie européenne, a aussi affiché un affaiblissement sensible du « momentum » conjoncturel. Les chiffres décevants **s'expliquent pour partie par des éléments exceptionnels, voire temporaires**. En France, il y eu les manifestations des « gilets jaunes ». L'Allemagne a souffert des diminutions de production dans le secteur automobile suite au passage à de nouvelles normes d'émissions polluantes. De plus, le déficit en pluie a abaissé le niveau d'eau d'importantes voies navigables, à commencer par le Rhin. Cela a eu des répercussions non marginales sur la production industrielle allemande. Pour avoir une idée des conséquences, indiquons que BASF a estimé que cela avait affecté négativement son profit de l'ordre de €250 millions.

... mais diminution nette de la confiance des producteurs

Toutefois, la décélération est loin de pouvoir être totalement attribuée à de telles mauvaises nouvelles passagères. Les données publiées en ce début d'année se sont de nouveau trouvées au bas de l'éventail des attentes, et, sur la base des indicateurs précurseurs, on ne doit pas s'attendre à une amélioration directe. Ainsi, le niveau du PMI, le mesure prise auprès des responsables des achats dans les entreprises, se trouvait en février au plus bas depuis 6 ans. Il est donc vraisemblable que la **faible croissance du quatrième trimestre** – avec 0,2% la plus modeste depuis 4 ans – **se poursuivra pour un trimestre au moins**.

Autres piliers, tel que le consommateur, restent debout...

En même temps, il faut se méfier d'un excès de pessimisme à propos des conditions économiques de la zone euro. Les entrepreneurs ne voient plus la vie en rose, mais l'économie peut compter sur ces deux autres piliers que sont les ménages et l'action publique. **Même si elle est en baisse ces derniers mois, la confiance des consommateurs reste à un niveau supérieur à la moyenne**.



Source : Bloomberg, Orcadia AM

Ce n'est pas étonnant : le **chômage se trouve au plus bas** depuis des années – même chez les parents pauvres de la zone il y a clairement du progrès – et **les salaires montent à nouveau** plus vite que l'inflation. Grâce à la combinaison des deux la population voit son pouvoir d'achat en hausse ce qui incite à consommer plus librement. Que **l'endettement** des ménages **ait reculé** vers 57.6% du PNB – le niveau le plus bas depuis 2006 – y est sans doute aussi un facteur important.

... l'état stimule...

L'action publique va également soutenir la conjoncture. Les 3 économies les plus importantes de la zone euro – l'Italie, la France et l'Allemagne – vont chacune bénéficier d'un stimulus budgétaire de l'ordre de 0,5 % du PIB.

... tout comme la banque centrale

Par ailleurs, si officiellement la politique dite de « *Quantitative Easing* » est arrivée à échéance fin de l'année passée, la politique monétaire de la BCE reste clairement accommodante. Les prêts venant à échéance sont renouvelés et les taux d'intérêt à court terme demeurent en territoire négatifs. Le marché s'attend à ce qu'ils restent négatifs au cours des trois années à venir. Que les banquiers centraux allemands et hollandais – historiquement pas vraiment des partisans de la politique très souple menée par la banque centrale – se sont montrés clairement plus modérés laissait penser que, le cas échéant, **la banque centrale serait disposée à soutenir davantage l'économie en offrant des stimuli monétaires supplémentaires**. En début mars, ceci s'est concrétisé avec l'annonce d'un généreux programme de financement bancaire.

Une image similaire aux Etats-Unis

Aux Etats-Unis, une tendance similaire s'observe. Après avoir fait peur aux marchés financiers en laissant entendre que la Federal Reserve poursuivrait la normalisation monétaire en pilotage automatique, son président, Jerome Powell a changé son fusil d'épaule. Nous pouvons donc en inférer que **la fin du resserrement monétaire est sans doute plus proche qu'anticipé** auparavant.

Tout comme en Europe, les indicateurs précurseurs annoncent un ralentissement de la croissance. Toutefois, il est important d'observer qu'ils partent de niveaux très élevés et qu'une décélération n'aurait rien d'anormal. Bien qu'on puisse s'attendre à une diminution de la croissance économique, celle-ci reste tout à fait satisfaisante aux Etats-Unis. Les **dépenses des ménages demeurent bien orientées** suite à la combinaison d'un chômage au plus bas et de salaires qui commencent à monter. **La politique budgétaire reste**, elle aussi, **un facteur de soutien**, bien que l'effet sera moins prononcé que l'année passée.

Diminution des risques politiques contribuent à la hausse...

Les risques politiques qui ont pesé au cours de la seconde moitié de l'année 2018 semblent diminuer ou, à tout le moins, a-t-on à leur égard, gagné du temps. Moins d'un mois avant la date prévue du Brexit, la conviction collective a émergé que l'échéance serait reportée. Et, après des mois de tensions commerciales croissantes, les négociations entre les Etats-Unis

et la Chine semblent jouer la montre, premier pas dans la bonne direction. Ceci, combiné avec une FED plus souple, a assuré une réaction enthousiaste des marchés des actions partout au monde. Ainsi les pertes du dernier trimestre de l'année passée ont (quasi) été effacées.

... de sorte que les valorisations ont rebondi

Conséquence du rebond des cours, les valorisations des marchés des actions ont rebondi. Toutefois, elles **restent plus attrayantes qu'il y a un an** vu que **les bénéfiques** des entreprises **ont continué de bien croître** ces derniers trimestres

	P/E Marché d'actions		taux à 10 ans	
	Actuel	Historique (*)	Actuel	Historique (**)
Etats-Unis	16.4	14 - 16	2.65%	4.50%
Europe	13.2	13 - 15	0.10%	4.10%
Marchés Emergents	11.8	10 - 13		

(*) Valorisation "normale" sur les 40 dernières années

(**) Mediane sur les 30 dernières années

Source: Bloomberg, Orcadia AM

Une surpondération modérée est maintenue

Une légère surpondération en actions se justifie au départ de la combinaison des trois éléments-clés suivants. Premièrement, les **données économiques plaident pour une allocation neutre**. Bien que les chiffres s'affaiblissent sensiblement, ils sont encore loin d'être inquiétants. Deuxièmement, comme indiqué plus haut, les **valorisations restent plutôt attrayantes** en regard de leurs moyennes historiques, surtout si on tient compte du niveau historiquement bas des taux d'intérêt. Troisièmement, bien que les **incertitudes politiques** – dont le caractère binaire marque les marchés – restent d'actualité, elles **ont favorablement évolué**. Moins que dans un passé récent constituent-elles une entrave à une vue positive.

Neutre en Europe...

Sur le plan régional, nous sommes devenus plus prudents en ce qui concerne les actions européennes, malgré des **valorisations plutôt attrayantes**. C'est le fait de la **décélération économique**. **Les risques politiques**, eux aussi, **restent bien présents**. Les dommages macroéconomiques d'un Brexit chaotique ne seront peut-être pas trop grands mais on ne peut pas exclure une réaction impulsive des marchés. Notre surpondération tend donc vers une allocation neutre.

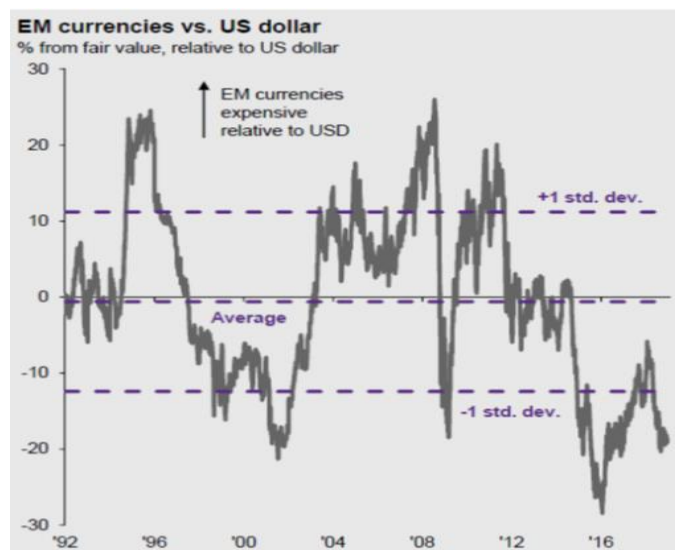
...sous-pondération des Etats-Unis...

Notre argumentation pour la sous-pondération des Etats-Unis est inchangée. Des différentes régions, c'est là que la **valorisation y est la moins attrayante**, et, **avec D. Trump** au gouvernement, **le risque de dérapages politiques reste toujours présent**. En outre, le **dollar** nous semble **plutôt cher** si on tient compte du déficit commercial important, de la dette publique en hausse et d'une banque centrale clairement plus souple.

... et surpondération des pays émergents

Nous estimons que les actions des pays émergents méritent une surpondération claire et nette. Que la **différence de croissance** entre pays émergents et pays développés **augmente** est un élément clairement en leur faveur. Dans le passé, cela a constitué un indicateur fiable d'une

surperformance des marchés émergents. En plus, leurs **marchés d'actions restent bon marché, de même que leur devises**.



Bron: JP Morgan

Nous maintenons notre prudence au niveau obligataire...

L'approche plus « soft » des banques centrales se reflète clairement sur les marchés obligataires. Les rendements offerts par les obligations longues tant allemandes qu'américaines ont continué leur baisse de la fin de l'année passée. Elle a aussi provoqué une rupture dans la tendance haussière des « spreads » des obligations d'entreprise de qualité comme celles à haut rendement des deux côtés de l'Atlantique. Le lecteur fidèle ne sera donc pas surpris que **notre prudence en obligations reste de mise**. Si les marchés devaient s'être trompés sur l'état de l'économie, les perspectives d'inflation ou l'orientation de la politique des banques centrales, le taux de l'obligation souveraine allemande à 10 ans pourrait grimper sans problème de quelques dizaines de points de base. En raison des taux extrêmement bas, la sensibilité du prix des obligations à une hausse des taux est devenue très élevée, ce qui peut conduire rapidement à des pertes non négligeables. En janvier, nous nous proposons d'acheter graduellement des **obligations corporate**, mais, **suite à la baisse des spreads**, voilà qui est **de nouveau devenu moins intéressant**. Notre prudence vis-à-vis de ce type d'obligation se double d'un **évitement des obligations à haut rendement** dont le risque est mal rémunéré. Le jeu n'en vaut pas la chandelle, dirait-on même si gérer n'est pas un jeu.

... ou des positions italiennes et des obligations liés à l'inflation se défend

Dans un tel environnement de taux, nous estimons que la détention d'obligations italiennes reste acceptable, sans toutefois leur trouver un attrait spécial. Parmi les obligations souveraines, en avoir certaines dont le taux d'intérêt est lié à l'inflation continue de se défendre. Dans le passé, l'inflation implicite dans ce type de papier a suivi d'assez près l'évolution des salaires. Ces derniers temps, ce n'est plus le cas : le « *break even rate* » s'est stabilisé, voire a baissé, malgré le fait que l'inflation salariale monte de nouveau.

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.