

*Chers clients et amis d'Orcadia AM,*

*Il n'est pas dans nos habitudes de vous parler de nous mais qu'il nous soit permis de partager avec vous quelques bonnes nouvelles concernant notre société de gestion.*

*La première a trait à la reconnaissance de nos qualités de gestionnaire. Maintenant qu'elle existe depuis plus de 3 ans, notre sicav patrimoniale est entrée en considération dans les classements effectués par Morningstar et Quantalis, deux sociétés indépendantes spécialisées en la matière. Et le résultat est flatteur. Sur une même échelle allant de 1 à 5 étoiles, des moins bonnes sicav aux meilleures, notre sicav a obtenu 4 étoiles dans un classement et 5 étoiles dans l'autre. Le mérite est d'autant plus grand que, là où d'autres gestionnaires offrent une panoplie de sicav dont l'une ou l'autre obtient un joli score, Orcadia n'a qu'une seule sicav qui entre en considération.*

*La deuxième relève du sérieux du caractère responsable de notre gestion, loin du « greenwashing » que d'aucuns pratiquent. En effet, Orcadia AM a reçu le label LuxFlag pour la sicav patrimoniale. Selon Novethic (juin 2019), moins de 1% des sicav commercialisées en Europe obtiennent un label responsable. Chez nous, l'offre de sicav est intégralement responsable, et de manière ambitieuse.*

*La troisième est le succès commercial qui accompagne ces heureux développements. Les fonds gérés par Orcadia ont augmenté de plus de 25% au cours du premier semestre 2019. Pour continuer à offrir non seulement de belles performances et un investissement responsable mais aussi un service interpersonnel de qualité, nous avons renforcé à l'engagement de nouveaux collègues.*

*Nous vous souhaitons une belle et enthousiasmante rentrée !*

L'équipe d'Orcadia AM

## **CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Intérêt et inintérêt des taux d'intérêt**

La tendance ne date pas d'hier mais la poursuite de la baisse des taux d'intérêt, enfonçant ce qui était perçu comme un niveau plancher, a été au centre des débats économiques et financiers de l'été. S'agissant d'une variable majeure tant pour l'économie que pour les marchés financiers, il importe de traiter cette évolution dans le présent bulletin.

### *Situation actuelle*

Qu'un taux d'intérêt puisse être négatif n'est pas vraiment nouveau. La Banque centrale européenne (BCE) pratique cela depuis juin 2014. Ce qui a frappé est la baisse, large et généralisée, des taux d'intérêt sur les marchés obligataires des pays occidentaux. Ainsi, la plupart des Etats de la zone euro empruntent aujourd'hui à 10 ans à des taux négatifs, et, là où ce n'est pas le cas, comme en Italie et en Grèce, les taux semblent modestes en regard des inquiétudes budgétaires et de taux de change d'hier – et encore d'aujourd'hui. Les Etats-Unis ont aussi vu le taux à 10 ans baisser sensiblement mais en restant positif. La différence avec l'Europe peut tenir aux perspectives de moyen terme sur le cours de change, le dollar américain étant, sur la base des calculs dit de parité de pouvoir d'achat, appelé à se déprécier.

Ensuite, il y a l'inversion de la courbe des taux aux Etats-Unis, avec un taux à 10 ans passé sous le niveau de celui à 2 ans. Dans le passé, l'observation de ce phénomène a usuellement été

suivie d'une entrée en récession. Pourtant, il y a eu des exceptions et les temps actuels sont exceptionnels. Avec des banques centrales qui « cassent les codes », les perspectives en matière de politique monétaire aujourd'hui sont bien différentes de ce qu'elles ont été hier, et cela peut altérer la courbe des taux sans que s'annonce une contraction de l'activité.

### *Causes*

La baisse tendancielle des taux d'intérêt peut être attribuée à différents facteurs, dont la modération de la croissance économique, la faiblesse de l'inflation, l'abondance d'épargne, ainsi que la politique, dans les faits et dans la communication, des banques centrales et la perception de leur capacité à prévenir les catastrophes.

Un autre élément explicatif est à considérer, dont il est bizarrement peu question. Alors que l'on parle des dangers de la spéculation financière – et à bon droit, car celle-ci a un potentiel de nuisance élevé –, ce que révèle le niveau des taux d'intérêt est d'abord l'opposé, à savoir une extrême aversion pour le risque. Qui peut être tenté de prêter à l'Allemagne à 30 ans à un taux nul ? A priori, personne, sauf celui qui pense à un scénario macroéconomique de stagnation, sans croissance ni inflation, où, après-demain, les taux à court terme seront encore plus bas. En même temps, imaginer que, dans un tel

contexte dépressif, l'Etat allemand sera en situation d'honorer ses engagements ... et de rembourser ses emprunts dans une monnaie non dévaluée, est un pari plutôt risqué. Pour partie, cette drôle d'aversion doit à la « Grande Crise Financière », qui a laissé des traces – ce qui, en soi, est une bonne chose – dans les esprits et sur le plan réglementaire.

Oui, c'est une certaine quête du rendement qui a entraîné, dans le sillage des taux allemands, d'autres taux à la baisse, pour des emprunteurs moins réputés, qu'il s'agisse d'Etats ou d'entreprises. En même temps, la bourse européenne se traite aujourd'hui à moins de 13 fois les bénéfices attendus et les prix de l'immobilier résidentiel sont bien loin d'exploser. Bien sûr, des investisseurs s'emballent pour des valeurs technologiques ou biotechnologiques, mais il est difficile de parler de « bulle financière » à propos des actifs à risque.

#### *Perspectives*

S'il y a de l'intérêt à comprendre la faiblesse des taux d'intérêt, celle-ci ne fait-elle pas l'inintérêt de tout placement en titres à revenus fixes d'un émetteur de qualité ? Cela paraîtra surprenant mais la réponse est négative. Pour l'investisseur pour qui, hier, il faisait sens d'avoir de telles obligations en portefeuille, la donne n'a pas fondamentalement changé. Le profil de risque n'a pas à être chamboulé quand les taux d'intérêt baissent de 1 point de pourcentage !

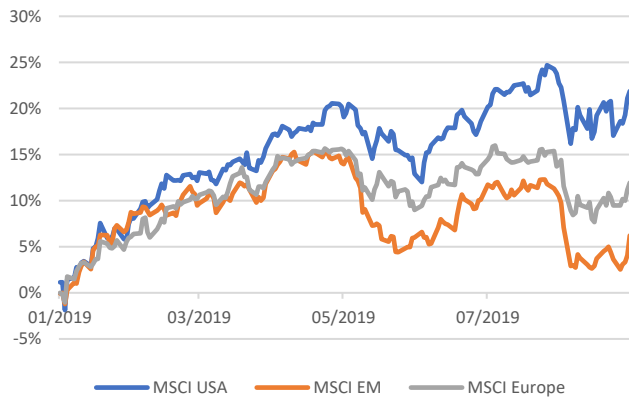
Ce que nous sommes en train de vivre avec les taux d'intérêt montre que le plancher des taux est plus bas que 0%. Bien sûr, il y a de la fuite en or et en billets avec des taux négatifs, mais cela reste marginal, et il n'y a pas non plus d'emballement des emprunts spéculatifs, comme cela aurait pu être redouté. En fait, le plancher plus bas est une bonne nouvelle pour les banques centrales qui ont ainsi davantage de latitude.

Pourtant, il apparaît tout aussi clairement que la baisse des taux n'est pas un remède miracle. Le différemment sine die par Mario Draghi, en juin dernier, du processus de normalisation monétaire semble dicté par une obubilation de court terme pour le taux de change entre euro et dollar. Or, l'euro doit s'apprécier, même si cela représente une pression déflationniste. Comme le FMI l'a récemment rappelé (juillet 2019), le problème des surplus commerciaux excessifs ne vient pas de Chine mais de la zone euro, Allemagne et Pays-Bas en tête ! La baisse de leurs exportations exacerbera la pression pour que ces pays assouplissent leur politique budgétaire, ce qui n'est pas mal venu.

Les taux à long terme peuvent évoluer de manière brusque, comme ce fut le cas dans les années 90. Cependant, une remontée brutale serait délicate pour le secteur financier. Dès lors, le scénario de premier choix est que les taux finiront par remonter, mais pas immédiatement et de manière graduelle.

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

## Performance des marchés d'actions en euro



Source: Bloomberg, Orcadia AM

## MARCHES D' ACTIONS

Comme nous avons déjà pu l'observer antérieurement, l'été boursier s'est montré plus volatil que les autres saisons. Comme les volumes traités sont habituellement plus limités à ce moment, l'impact des nouvelles, bonnes ou mauvaises, est plus important. En juillet, les marchés se sont bien tenus malgré un certain nombre de données macro-économiques décevantes, et cela car ils gardaient l'espoir d'un accord entre la Chine et les Etats-Unis. Le marché américain affichait même de belles performances en euro en raison de l'appréciation du dollar de près de 3% sur le mois. L'espoir s'est mué en inquiétude après l'annonce par les deux camps d'un relèvement des prélèvements à l'importation. L'assurance, aussi bien de la Federal Reserve que de la BCE, que les banques centrales interviendraient si les perspectives économiques et géopolitiques continuaient de se dégrader est parvenue à stabiliser le marché, même si c'est avec une volatilité inusuelle. Des résultats de sociétés en moyenne légèrement au-dessus des attentes – modestes – ont aussi soutenu les marchés.

## Evolution du cours d'une obligation autrichienne à 100 ans

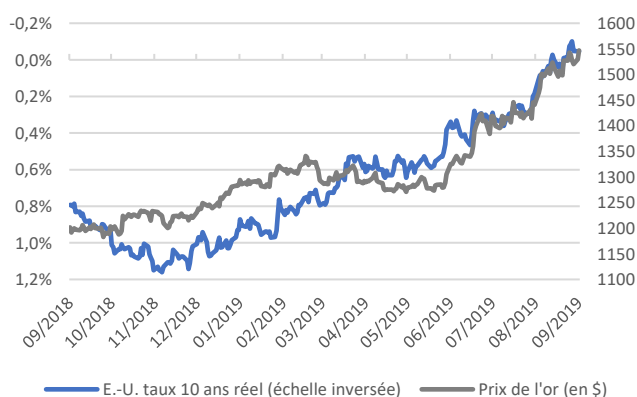


Source: Bloomberg

## MARCHE OBLIGATAIRE

La valeur de marché de l'investissement illustré ci-contre n'est pas, comme il pourrait être supposé, celle du nouveau choucou technologique du marché. Non, c'est l'évolution depuis l'émission il y a environ 2 ans d'une obligation autrichienne à 100 ans, offrant à l'origine un maigre coupon de l'ordre de 2%. Aujourd'hui, le rendement est tombé à 0,7%. Pour vouloir investir dans une telle obligation, il faut être à la fois pessimiste et optimiste. Pessimiste puisque pour obtenir un rendement positif après inflation il faut que les taux restent très, très bas pendant très, très longtemps, et donc anticiper une stagnation économique pendant des décennies. Optimiste puisqu'il faut tabler sur le fait que dans 100 ans, malgré un tel contexte économique, l'émetteur aura la capacité de rembourser, et dans une monnaie pas complètement dépréciée. Souvenons-nous que plus ou moins en même temps que l'Autriche l'Argentine a aussi émis une obligation à 100 ans, certes avec un coupon plus élevé, qui s'est vendue comme des petits pains. Depuis lors, cette obligation a perdu 2/3 de sa valeur....

## Evolution du prix de l'or



Source: Bloomberg

## MARCHE DES METAUX PRECIEUX

Ces derniers mois, le prix de l'or a significativement augmenté. La raison de cette hausse ne tient pas, comme cela a pu être le cas dans le passé, à une menace inflationniste mais s'explique par l'exacerbation des tensions géopolitiques et la baisse des taux d'intérêt.

Une autre valeur qui a le statut de refuge, ou « safe harbour », est l'obligation souveraine américaine à long terme indexée sur l'inflation. En regard de ce placement, l'or présente des désavantages : pas de garantie de protection contre l'inflation, coût de stockage du métal jaune et absence de versement d'intérêts. Mais ce dernier « inconvénient » a diminué à mesure de la baisse des taux d'intérêt. L'impact de ce facteur ressort clairement du graphique ci-contre qui montre le lien étroit entre, d'une part, le prix de l'or et, d'autre part, l'évolution des taux réels américains à 10 ans qui, pour la lisibilité, est affichée dans une échelle inversée.

## ALLOCATION & STRATEGIE

### *Les indicateurs précurseurs industrielles restent faibles...*

Au fil de l'été, **les indicateurs macroéconomiques précurseurs relatifs à l'industrie ont continué de décevoir**. Il est clair que le conflit commercial lancinant entre la Chine et les Etats-Unis pèse sur le moral des patrons du secteur manufacturier, et cela pas seulement dans les deux pays directement concernés mais aussi ailleurs, et notamment en zone Euro. Ici, le problème est même exacerbé par l'incertitude qui entoure le Brexit. **L'Allemagne**, un des plus importants exportateurs au monde, **se distingue par le degré de pessimisme**. La confiance des producteurs y a chuté vers des niveaux inédits depuis 2009. Cela s'explique pour partie par une sensibilité particulière à la grande exportation et par le poids à la fois des biens d'équipement et de l'automobile. D'autres pays importants de la zone euro, à commencer par la France, ont aussi eu vu la confiance s'étioler.

### *... tout comme la production industrielle...*

Il n'y a pas que les indicateurs précurseurs qui se trouvent sous la pression de tensions géopolitiques accrues : la production industrielle effective souffre également. Ainsi, la **croissance chinoise a diminué à 6,2%** – en rythme annualisé – au cours du deuxième trimestre, taux plus qu'honorable mais le plus bas depuis près de 30 ans. **La croissance de l'économie américaine est revenue** de 3,1% au premier trimestre à 2,1% au deuxième. **En Europe aussi**, la croissance s'est sensiblement infléchie et en Allemagne l'économie pourrait connaître une « récession technique », avec deux trimestres consécutifs d'une croissance très légèrement négative. Il est donc clair que la dégradation de l'environnement commercial commence à exiger son tribut.

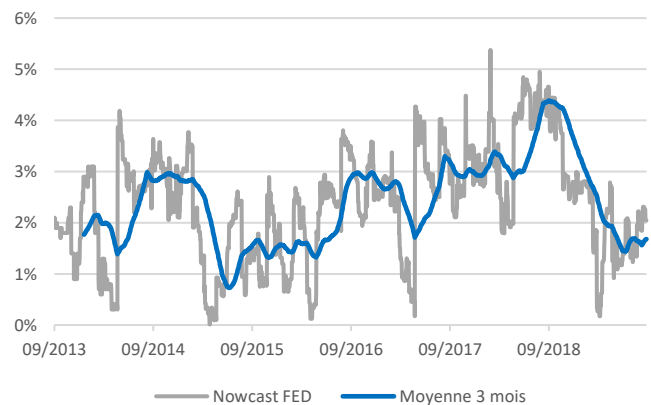
La confiance ne sera pas vraiment aidée par l'alternance de chaud et de froid entre Washington et Pékin, ni par les vicissitudes du Brexit.

### *... mais les services se tiennent bien*

Fort heureusement, que la composante industrielle de l'économie souffre ne se traduit pas – du moins pour l'instant – dans la partie « **services** ». Il faut dire que celle-ci, presque par définition, est **moins internationalisée et donc moins susceptible de subir les caprices de la géopolitique**. Au niveau mondial, les indicateurs précurseurs des services restent bien orientés, même en Europe. Ceci s'explique par un **consommateur** qui, malgré une légère décrue, reste clairement **optimiste**. Le **chômage** se trouve **au plus bas** depuis de nombreuses années, en ce compris dans des pays comme la France et l'Espagne où sévit un chômage structurel. Par ailleurs, globalement, **les salaires augmentent** et presque partout à un rythme supérieur à l'inflation. Que les classes sociales moins aisées profitent également de la croissance est une bonne affaire, non seulement sur le plan social mais aussi sur le plan économique puisqu'elles ont tendance à dépenser une partie plus importante de l'augmentation de leurs revenus. De plus, **l'emploi global augmente**. Cela concourt à une belle croissance de la masse salariale et donc des revenus disponibles des ménages dans un contexte sans resserrement budgétaire. Il n'est donc pas surprenant que le consommateur, en Europe comme aux Etats-Unis, continue de consommer.

### *La prochaine n'est pas au pied de la porte...*

Nous estimons donc qu'il est inapproprié d'affirmer que la prochaine récession est au pied de la porte. Une estimation en temps réel menée par la composante régionale d'Atlanta de la Federal Reserve – appelée « **nowcast** » par opposition au terme « **forecast** » – de la croissance économique **semble rejeter ce scénario négatif**. Les données sont vraiment volatiles mais vont davantage dans le sens d'une accélération que d'une décélération de la croissance.



Source : Bloomberg, Orcadia AM

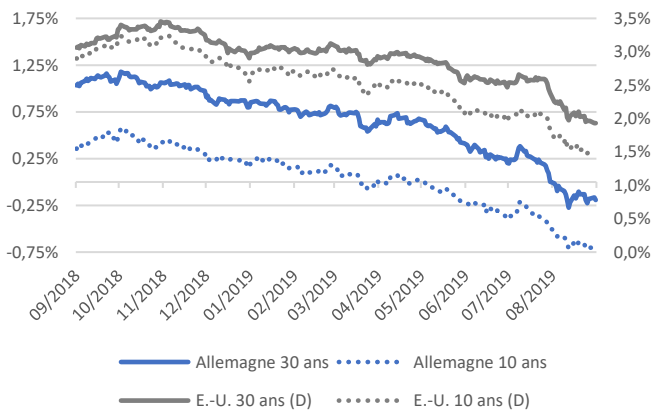
Dans la presse, **l'inversion de la pente de la courbe des taux d'intérêt** a été largement présentée comme un signal fiable annonciateur d'une récession. Toutefois, si cette corrélation a fréquemment été observée dans le passé, il faut souligner combien la pente de la courbe des taux **est tributaire des anticipations en matière de politique monétaire**. Et quand bien même ce serait le cas, la récession, dans le passé, a suivi une telle inversion avec un décalage d'un an, période durant laquelle les marchés ont eu tendance à montrer une évolution favorable. Nous estimons que **la menace d'une récession potentielle incitera le gouvernement à stimuler l'économie** au travers de la politique budgétaire. En Europe, l'Allemagne a certainement de la marge en la matière et l'argent y est – littéralement – gratuit. Aux Etats-Unis, Mr Trump fera tout – et n'importe quoi – pour être réélu et, en Chine, le parti communiste cherchera à éviter des troubles sociaux.

### *Les banques centrales sont complaisantes...*

De plus, les banquiers centraux seront disposés à, si nécessaire, ouvrir davantage les vannes monétaires. La Federal Reserve a déjà diminué les taux pendant l'été et continuera dans cette voie si les relations commerciales et les prévisions économiques ne s'améliorent pas significativement. De la part de la BCE, des taux encore plus négatifs sont anticipés.

### *... ce qui se remarque dans les taux*

Une telle attente en matière de taux courts explique partiellement la très forte baisse des taux longs européens. A l'exception de quelques pays comme l'Italie et la Grèce, les **investisseurs paient pour avoir le privilège de prêter de l'argent à 10 ans** aux pays de la zone euro. **Aux Etats-Unis**, bien que les taux restent clairement positifs, **une même baisse remarquable** des taux longs a été observée.



Source : Bloomberg

La quête par certains investisseurs d'un rendement moins pénalisant a conduit à la **continuation de la baisse des taux au niveau des obligations corporate**, au point que les taux sont aussi devenus négatifs pour des émetteurs de qualité. Les investisseurs se sont aussi montrés moins exigeants pour les obligations italiennes, malgré les soubresauts politiques de l'été.

#### Les obligations sont à clairement sous-pondérer...

Tout investisseur doit bien veiller à ce que ses investissements soient en ligne avec son profil de risque. Ayant rappelé ce principe de base, nous recommandons de **sous-pondérer** les obligations en portefeuille, **aussi bien au niveau de leur poids que leur maturité**. Aucune option n'est attractive en matière de titres à revenus fixes mais, faute de mieux, **nous préférons les obligations d'Etat aux obligations corporate**. Bien qu'on puisse difficilement se réjouir du maigre rendement offert par l'état Italien, ils continuent d'offrir un surplus significatif par rapport à des obligations corporate d'une maturité et d'un rating similaire et nous estimons que le risque pris n'est certainement pas élevé.

#### ... et surpondérer les actions légèrement

Bien que nous estimions que l'économie mondiale se porte mieux que ce que les uns des journaux laissent croire, nous ne nions pas que, ces derniers mois, l'économie a évolué dans la mauvaise direction. De plus, il y a une perception de tensions géopolitiques plus grandes. La combinaison de ces deux phénomènes pourrait plaider pour une sous-pondération des actifs à risque, à commencer par les actions. Néanmoins, nous sommes en faveur **d'une pondération neutre ou légèrement supérieure à la norme. Grâce à la correction – limitée – des cours et à des bénéfices** en moyenne moins mauvais que redoutés, les **valorisations** des bourses, à l'exception de Wall Street, se trouvent bien **à l'intérieur de leur fourchette historique**.

	Croissance des revenus		Croissance des bénéfices	
	Attendue	Réalisée	Attendue	Réalisée
Europe	1.3%	2.0%	-4.3%	-1.0%
Etats-Unis	3.1%	3.6%	-3.2%	1.6%

Source : Bloomberg, Orcadia AM

En Europe, les analystes s'attendaient à une augmentation limitée des ventes, et le résultat a été légèrement dépassé. Aux Etats-Unis, la tendance était similaire, mais avec une croissance du chiffre d'affaires qui dépasse celle de l'Europe de 1,5% en rythme annualisé. Les analystes s'attendaient aussi bien pour l'Europe que pour les Etats-Unis à une diminution des marges bénéficiaires, mettant ainsi les profits sous pression. Les chiffres publiés ont rassuré. Ainsi, les bénéfices ont reculé très légèrement, de l'ordre de 1%, en Europe et ils ont même doucement augmenté aux Etats-Unis.

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.