

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Etat et actionnaires, la fin de l'antagonisme

Le rebond de la bourse depuis la fin du mois de mars a surpris tant par sa vitesse que par son ampleur. Certes, une baisse des marchés de 30 ou 40%, même en partant de haut en termes de valorisation, c'était excessif, et cela a été mis à profit par les investisseurs dits « contrarian ». Toutefois, revenir près de ces niveaux élevés, comme c'est le cas à l'abord de l'été, alors que la crise du coronavirus à la fois induit un appauvrissement généralisé et génère des incertitudes additionnelles, voilà qui est étonnant.

Coût de la crise revu à la hausse

Une manière d'illustrer cet étonnement est le contraste entre la remontée de la bourse entre mars et juin et la révision à la baisse des attentes de croissance dans le chef du Fonds Monétaire International (FMI). Ce dernier s'attendait en janvier à une croissance réelle en 2020 de l'économie mondiale de 3,3%. En avril, le scénario était une baisse de 3%. Et dans l'actualisation qui vient de sortir, la contraction a été portée à 4,9%. Et cela sans qu'il s'agisse d'un report de croissance dans le temps : la croissance en 2021 a été abaissée entre avril et juin de 5,8% à 5,4%. Bien sûr, le rôle d'une institution internationale comme le FMI est d'offrir un subtil mélange entre mise en garde et volontarisme. Il s'agit d'abord d'éviter les risques les plus extrêmes, en invitant à agir avec détermination face à un choc aussi menaçant, et simultanément de donner une vision engageante de l'avenir pour peu que de meilleures politiques publiques soient mises en place.

Les nouvelles sur le plan de la santé, à commencer par la surmortalité liée au Covid-19, ont évolué dans le bon sens et les annonces sur un futur vaccin se succèdent, mais l'environnement économique reste particulièrement incertain. En particulier, les ménages vont-ils rapidement ramener leur taux d'épargne au niveau d'avant-crise, l'emploi va-t-il éviter une large vague de restructurations et les entreprises vont-elles se remettre à investir, les questions abondent. Dans ce contexte, avec en corollaire, une médiocre visibilité sur les marges bénéficiaires des entreprises, la prudence aurait dû conduire à une remontée plus tempérée des marchés. Et ceci, sans même évoquer les interrogations plus politiques sur la fiscalité future, notamment des multinationales, sur la politique américaine après les élections présidentielles de novembre prochain, sur la politique américaine avant cette échéance, avec un Président qui pourrait être tenté par une stratégie du va-tout. Et il n'y a pas qu'outre Atlantique que la champ politique offre peu de visibilité. Pensons aux questionnements européens ou à la fragilité des gouvernements au pouvoir dans nombre de pays de l'Union.

L'Etat, le nouvel allié des marchés

Pour expliquer l'apparence de déconnexion entre marchés et économie, l'argument le plus avancé est celui de l'orientation de la politique monétaire. Ce sont les banques centrales, perçues comme omnipotentes, qui mettent les taux d'intérêt là où ils sont, avec pour effet qu'il n'y a pas d'alternative pour l'épargne que la bourse. Incidemment, la crise du coronavirus aura porté un coup à la réputation de sécurité de l'investissement immobilier. Qu'il s'agisse de bureaux ou de commerce, les doutes sur les besoins futurs en mètres carrés sont patents.

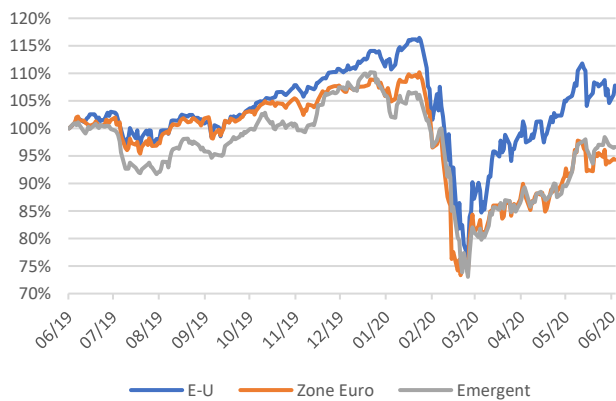
Il est une autre dimension des politiques publiques à mettre en exergue. Il s'agit de la manière avec laquelle celles-ci sont venues secourir une économie vacillante. A une autre époque, cet interventionnisme de l'Etat aura été de pair avec une prise de contrôle de l'activité économique. Regardons ce qui se passe pour les compagnies aériennes comme pour les constructeurs automobiles. Quand les actionnaires privés d'une entreprise ne sont pas disposés à « remettre de l'argent au pot », en souscrivant à de nouvelles actions, même moyennant un prix largement décoté, l'Etat qui accepte de le faire devrait, logiquement, se retrouver en position de contrôle de cette société. Or, en échange de leur soutien, les Etats se montrent tout sauf gourmands, et nous n'assistons pas à une dilution de l'actionariat à la mesure de l'aide apportée. Cela signifie que, quand cela va mal, l'Etat vient à la rescousse, mais en acceptant de ne pas être rémunéré dans une juste mesure en cas de retour à bonne fortune. En d'autres termes, les actionnaires peuvent bénéficier d'un filet de sécurité en cas de crise. Et tel le funambule qui va d'autant plus haut que le filet de sécurité est solide, la bourse peut alors monter.

Risques en hausse ... et en baisse

En résumé, si dans cette période de crise et d'incertitude, la bourse se comporte comme elle le fait, c'est parce que, bizarrement, le risque d'investir en actions est moindre. Premièrement, les pouvoirs publics se disposent à sortir la très grosse artillerie pour maintenir l'économie à flot. Deuxièmement, les taux d'intérêt sont mis au plancher, ce qui permet aux cours de bourse de monter tout en préservant la prime de risque. Troisièmement, le renflouage des entreprises s'opère à des conditions complaisantes. Le temps où l'intervention de l'Etat faisait peur aux actionnaires est bien loin. Aujourd'hui, elle les rassure.

De ceci, il découle qu'une certaine prudence est de mise face au rebond spectaculaire des bourses mais que cette prudence ne doit pas être excessive car les autorités ont clairement pris le parti de soutenir activement le monde de l'entreprise, sans, pour autant, le mettre sous tutelle.

Performance des marchés d'actions en devises locales

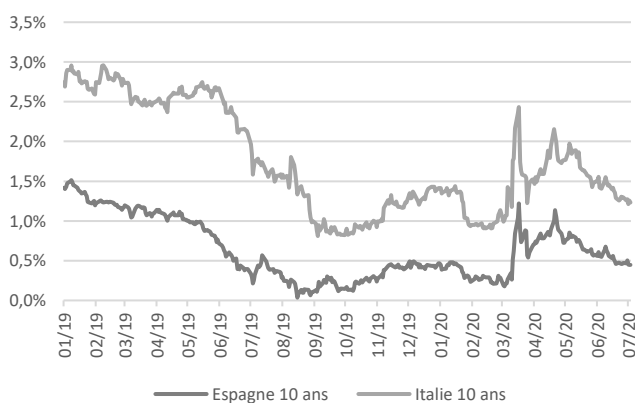


Source: Bloomberg, Orcadia AM

MARCHES D' ACTIONS

Après un déclin sévère, et surtout d'une vitesse exceptionnelle, le deuxième trimestre a vu les marchés renaître de leurs cendres, tel le phénix. La zone euro et les marchés émergents, où les indices sont moins technologiques et plus tournés vers le secteur financier et où les entreprises liées aux consommateurs constituent également une part importante, ont récupéré environ 30 % depuis le point bas du 23 mars et ont ainsi perdu environ 10 % depuis le début de l'année. Le marché américain est soutenu par les bonnes performances des géants technologiques qui constituent une part importante de l'indice. Les mastodontes tels que Microsoft et Amazon sont nettement au-dessus de leur niveau de début d'année. En conséquence, le MSCI USA a progressé de quelque 40 % depuis le point bas et n'a perdu que 2,5 % depuis le 1er janvier.

Evolution des taux longs italiens et espagnols

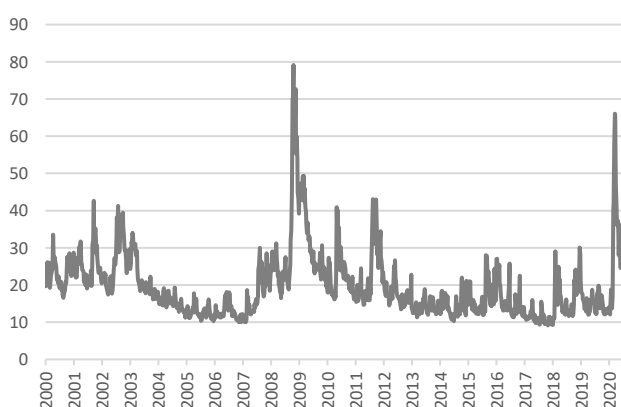


Source: Bloomberg

MARCHE OBLIGATAIRE

Les pays du sud de l'Europe sont, sur le plan économique, doublement touchés par la pandémie. D'abord, leur économie est restée plus longtemps sous confinement complet, avec un effet dévastateur sur la demande locale. Ensuite, ils dépendent davantage du tourisme de masse et la saison estivale est mise à mal. Cela s'est traduit par une hausse des taux d'intérêt sur leurs obligations à long terme. Heureusement, l'action énergique de la BCE, combinée au lancement du plan Merkel-Macron, a eu pour effet de réduire ce surcoût du financement public. Avec le niveau actuel des taux, il est peu probable, même pour l'Italie, qu'un effet dit « boule de neige » s'observe sur la dette publique, et cela même si la croissance économique et l'inflation sont modérées.

Evolution de la volatilité des actions



MATIERES PREMIERES

À la mi-mars, nous avons assisté à une très forte poussée de la volatilité sur les marchés boursiers. Bien qu'elle ne soit pas visible sur le graphique hebdomadaire, la volatilité était à un moment donné plus élevée que ce qui avait été enregistré pendant la crise financière de 2008-2009. Depuis lors, elle a diminué de moitié en Europe et aux États-Unis. Néanmoins, au cours du deuxième trimestre, nous sommes restés presque constamment confrontés à une volatilité comme il s'en est rencontré en période de stress au cours des dix dernières années. Cela montre clairement que, malgré la forte hausse des marchés des actions ces derniers mois, le marché des options estime qu'il y a encore beaucoup d'incertitude.

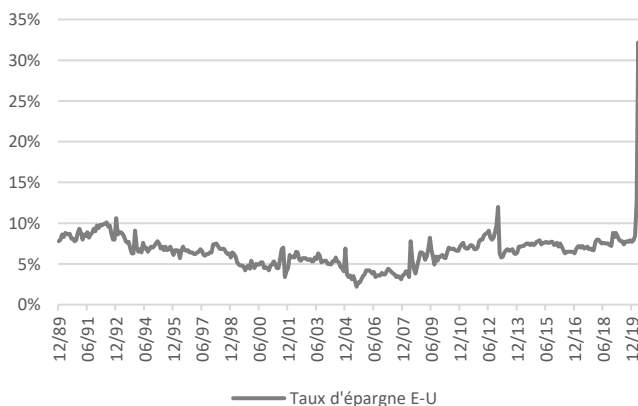
ALLOCATION & STRATEGIE

Discordance sanitaire

Ces dernières semaines, la **vie** est lentement **revenue à la normale** après le sévère confinement européen. Les mesures prises semblent porter leurs fruits et, malgré les habitudes retrouvées, le nombre de nouveaux cas reste largement sous contrôle. Simultanément, nous comprenons maintenant un peu mieux la maladie. Il est donc **peu probable** que **l'ensemble de l'économie** doive **se reconfiner en cas de nouvelle vague**. Dans **les principales économies asiatiques** telles que la Chine, le Japon et la Corée, **la situation sanitaire est similaire à celle de l'Europe, avec**, comme exception, l'Inde, où la maladie se propage encore clairement. **Aux États-Unis**, s'il semble de plus en plus que la situation est sous contrôle à New York, vivier d'origine, il n'en va pas de même dans un certain nombre **d'États du Sud** qui - avec du recul - **ont peut-être arrêté le confinement trop rapidement**. Il s'agit clairement d'un point à surveiller dans les jours et les semaines à venir.

Le consommateur, clé du rétablissement économique...

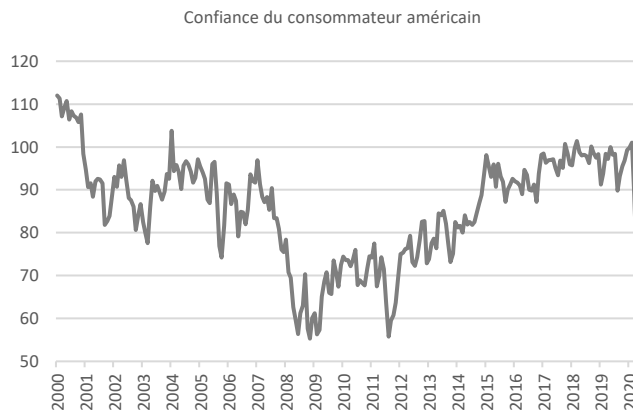
Pour l'instant, il est encore trop tôt pour se prononcer sur le comportement à venir des **consommateurs**. Aux **États-Unis**, le **taux d'épargne** a fortement augmenté pendant la crise.



Source: U.S. Bureau of Economic Analysis

Les généreuses mesures de soutien aux familles prises par Washington semblent donc (en partie) avoir débordé leur objectif. Dans la **zone euro également**, nous constatons une augmentation sensible du taux d'épargne. La **question clé** est de savoir si ce **comportement d'épargne a résulté de la contrainte** – par manque de dépenses en raison de fermetures obligatoires ou de restrictions de mobilité – **ou fut volontaire** – par absence d'appétit de consommation en raison de la crainte de temps plus difficiles. La réponse à cette question déterminera en grande partie les perspectives pour les mois à venir. Les ventes au détail - une catégorie qui comprend, par exemple, les hôtels, cafés et restaurants - représentent plus de 40 % des dépenses des consommateurs américains. Celles-ci représentent à leur tour 70 % du PIB américain. Si Joe Sixpack a économisé par contrainte et se remet à dépenser, le taux de chômage temporaire diminuera rapidement. S'il a économisé par peur - peur de la contagion, peur de la perte d'un emploi ou de revenus, ... - et qu'il garde le portefeuille au chaud, alors le chômage temporaire peut se transformer en "vrai" chômage et un cercle vicieux en découler. Sur la base des chiffres

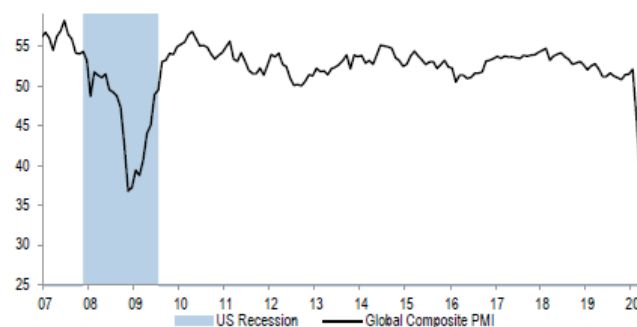
récemment publiés, nous ne sommes pas encore en mesure de prendre position. Il n'est guère surprenant que la **confiance des consommateurs ait chuté comme une pierre** et qu'elle se soit **depuis lors quelque peu rétablie**. D'autre part, la confiance est encore nettement plus élevée aujourd'hui qu'elle ne l'était lors de la grande crise financière.



Source: University of Michigan

... puisque les attentes de l'industrie continuent de s'affaiblir ...

Les indices PMI qui mesurent les perspectives de **l'industrie** montrent une nette **reprise à partir des plus bas niveaux absolus**. Cela peut donner l'illusion que les choses s'améliorent à nouveau de manière significative. Cela est dû à la manière dont l'indice est calculé. En fait, **la situation continue de se détériorer, mais à un rythme plus lent** (mais toujours comparable à la crise de 2008). La situation ne s'améliorera que si le chiffre dépasse à nouveau 50.



Source: JP Morgan

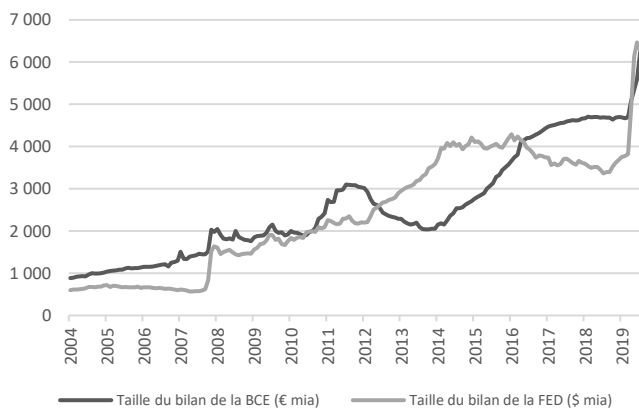
... avec des différences entre zones

Les **indices dits de surprise**, qui montrent dans quelle mesure les données macroéconomiques sont meilleures (ou pires) que prévu, offrent une bonne image de l'évolution de la situation dans son ensemble. Il en ressort que la situation ne semble à peu près **normalisée** qu'en **Chine**. En **Europe**, les chiffres continuent de **décevoir**. Aux **États-Unis**, les chiffres sont passés d'une situation nettement pire que prévu à une situation bien **meilleure que ce qui était redouté**, mais nous nous devons de garder à l'esprit que **les attentes étaient très basses**.

Le gouvernement joue le rôle de chevalier blanc

Heureusement, le lourd tribut économique du confinement a été largement atténué par les interventions du gouvernement

sur les fronts budgétaire et monétaire. Nous en avons déjà discuté dans notre précédente édition. Depuis lors, les banques centrales ont poursuivi sur leur lancée. Selon les gouverneurs de la FED, aucune augmentation des taux d'intérêt n'est à prévoir avant la fin de l'année 2022. Le président Powell a confirmé que la FED continuera d'acheter 20 milliards de dollars par semaine en papier gouvernemental et qu'elle prendra de nouvelles mesures si l'économie américaine s'affaiblissait. En même temps que l'abaissement des perspectives de croissance et d'inflation, la BCE a annoncé l'achat de 600 milliards d'euros supplémentaires d'obligations dans le cadre du programme d'achat en cas de pandémie, ce qui porte le total à 1 350 milliards d'euros. **Depuis le début de l'année les bilans d'aussi bien la FED que la BCE ont connus une croissance importante.**



Source : Bloomberg

En ce qui concerne l'action gouvernementale, la zone euro a été stimulée par le **plan Merkel-Macron** et son relais au niveau de la Commission. Dans le cadre de ce plan, 500 milliards d'euros de subventions européennes seraient répartis entre les États membres. Ce montant serait augmenté de 250 milliards d'euros qui devraient être remboursés. La clé de répartition ne serait pas la clé habituelle, ce qui, de facto, conduit à une **solidarité budgétaire**. Malgré la résistance de ce qu'on appelle « les Quatre frugaux » (Pays-Bas, Autriche, Suède et Danemark), ce plan pourrait constituer **une avancée majeure pour l'intégration européenne**.

Prudence au niveau obligataire

Compte tenu de la faiblesse des taux d'intérêt, nous restons favorables à un **positionnement prudent** en matière d'obligations, ceci **tant en termes de poids que de maturité**. Nous pensons que le couple risque / rendement offert dans le champ obligataire n'est pas attractif. Certes, les rendements offerts sur les émetteurs plus faibles peuvent sembler à nouveau plus attrayants, mais les risques ont également augmenté considérablement. Il est probable que certains de ces émetteurs seront dans une situation difficile, en dépit des mesures prises par le gouvernement. Dans le cas des **obligations d'entreprises**, il est préférable d'opter pour des **débiteurs de qualité et des échéances rapprochées**. Nous privilégions encore les obligations d'État, et en particulier celles des pays du Sud de l'Union. Le plan Merkel-Macron et la détermination de la BCE ont tous deux une influence à la baisse sur les rendements requis. Comme mentionné antérieurement, un portefeuille d'obligations gagne à contenir des obligations indexées sur l'inflation, qui constituent une protection bon marché contre une éventuelle augmentation inattendue de l'inflation.

Le marché des actions a un regard trop rose

Malgré un certain **nombre d'apaisements**, nous pensons qu'il **reste beaucoup d'incertitudes** sur le front économique et que ceci ne se reflète pas dans les marchés des actions, qui semblent un peu trop voir la vie en rose. Les mesures de prévention limiteront la production pendant un certain temps encore et il est loin d'être certain que les consommateurs se remettront à consommer comme avant. Ces deux éléments sont de nature à peser sur la rentabilité des sociétés cotées en bourse. En combinaison avec la vive remontée depuis mars, **un repli semble tout à fait possible**. En même temps, les banques centrales et les États se tiennent prêts à agir pour qu'un tel repli soit **temporaire et de nature limitée**. Nous plaidons donc pour **une certaine retenue sur le front des actions, mais sans les sous-pondérer de manière significative**. Si les marchés venaient à baisser légèrement ou si les statistiques à montrer que l'analyse ci-dessus a été trop prudente, le poids des actions pourrait être à nouveau augmenté.

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.