

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Une vieille dame robuste

Ecrire « Merci les marchés financiers » apparaît comme une provocation à l'heure où Silicon Valley Bank, Credit Suisse et, aujourd'hui, First Republic Bank nous rappellent, avec stress, que le secteur financier fait peser un lourd risque d'instabilité sur l'économie dite « réelle. Et pourtant ...

Non, il ne s'agit nullement de passer sous silence que l'activité bancaire est intrinsèquement risquée, puisqu'elle consiste, avec un matelas de fonds propre limité, à prêter de l'argent emprunté à autrui, et avec une incitation, en termes de rentabilité, à courir et, plus encore, faire courir des risques accrus. En effet, elle dégagera d'autant plus de bénéfices qu'elle prêtera à long terme ce qu'elle a emprunté à court terme et qu'elle le fera à des contreparties risquées tout en ayant elle-même mobilisé moins de capitaux. Et ce n'est évidemment pas tout, tant les marchés financiers donnent, et à foison, des bâtons pour se faire battre : produits opaques, argent mal odorant, constructions fiscales, non-alignement d'intérêt avec le client, « greenwashing », rémunérations outrageuses, la liste des atteintes au bien commun est longue.

Pourquoi, alors, oser avancer un « Merci les marchés financiers » ? Pas pour choquer. Pas non plus pour, scolairement, redire ce que sont les vertus de la banque et de la finance, à commencer par la possibilité pour certains de mieux étaler dans le temps leur consommation et pour d'autres de mettre en œuvre des projets générateurs de valeur ajoutée. La raison de cet « Ode » du jour, en s'inspirant modestement de David Van Reybrouck, et en redisant que l'ode n'a pas à être unilatéral, est ailleurs. En fait, un mérite des marchés financiers, s'ils savent être gravement moutonniers, est d'inviter à se remettre en question, à ne pas être victime de préjugés. Et c'est le regard sur la « Vieux Continent » qui sert ici d'illustration.

L'Europe condamnée ...

En neuf mois, le temps de la gestation humaine, que n'a-t-elle pas changé, la perception de l'Europe ? L'été dernier, en 2022, « la messe était dite », avec des perspectives plus que sombres pour l'Union européenne. Rappelons-nous. Du fait de sa proximité avec la ligne de front, de sa très grande dépendance aux énergies fossiles importées, et notamment de ses importations de gaz russe, et de ses faiblesses structurelles en termes de démographie, de marché du travail, d'innovation, d'entrepreneuriat, d'hétérogénéité, de prise de décision politique ou d'appareil administratif, l'Europe allait forcément souffrir gravement. D'un taux de croissance tendanciel anémique, nous n'allions pas pouvoir échapper à un temps de récession et l'inflation européenne allait être beaucoup plus marquée que l'américaine puisque les Etats-Unis, grâce à leur autonomie énergétique, allaient, eux, ne pas voir leur facture gazière électrique s'envoler comme la nôtre.

Ce scénario n'était pas sans conséquence financière. Récession, inflation soutenue, perte de compétitivité énergétique, les entreprises européennes allaient décrocher en termes de

profitabilité. De plus, dans un tel contexte, l'euro ne pouvait que s'affaiblir, ce qui, pour l'investisseur européen, rendait les actifs américains encore plus attractifs. Par rapport à son niveau de l'été 2021, de quelque USD 1,2 pour 1 euro, la monnaie unique s'est spectaculairement dépréciée (plus de 20% de perte), tombant en septembre 2022 sous la parité.

L'Europe qui surprend

Alors que tous les astres étaient alignés contre elle, l'Europe a fait montre d'une belle robustesse, et les marchés financiers ont récompensé ceux qui ont fait fi de la vue simpliste d'un « Vieux Continent » à la dérive.

Ainsi, en 2022, il y aura eu un fameux écart de croissance du PIB entre Europe et Etats-Unis, estimé à pas moins de 1,4 point de pourcentage par le FMI (World Economic Outlook, avril 2023) ... mais en faveur de la première ! En effet, les estimations sont respectivement +3,5% et +2,1% ! Et pour l'inflation, l'écart redouté du fait de la flambée du prix du gaz et de l'électricité, et aussi d'un marché du travail plus rigide et plus prompt à connaître une spirale prix/salaires, ne s'est pas concrétisé : l'inflation fut de 8,4% en zone euro et de 8% aux Etats-Unis.

Pénuries, orientation des flux commerciaux, industrie asphyxiée par une énergie beaucoup plus chère qu'outre-Atlantique, perte de compétitivité, tout cela s'ajoutant à la litanie susmentionnée des lourdeurs structurelles de l'Europe, la balance commerciale de la zone euro allait plonger. Et elle a, bel et bien, plongé ... mais pour ensuite réémerger ! D'un surplus de 3% du PIB début 2021, le solde commercial est passé à -3% à la mi-2022, une contraction violente résultant non d'un effet volume mais de l'effet prix, magnifié par l'effet devise (dépréciation de l'euro), avant un nouveau retournement. Une première estimation affiche +2% pour le début de cette année (voir Xerfi, 24 avril 2023).

La double surperformance des actifs de la zone euro

L'Europe, plus proche du front et donc plus menacée par la guerre, l'Europe orpheline du Royaume-Uni, l'Europe de la cacophonie politique, l'Europe de la dépendance, qu'elle soit énergétique, sécuritaire ou commerciale, l'Europe de la lourdeur des arrangements sociaux et de l'hétérogénéité des préférences, notamment budgétaires, l'Europe sans GAFAM, cette Europe a fait mieux que résister sur le plan économique et, plus encore, sur le plan boursier, et tout n'est pas que la grâce d'un hiver moins rigoureux que redouté ! Et, au sein de cette Europe, la zone euro, avec cette bizarrerie qu'est une monnaie unique que se partagent des pays bien différents, a boursièrement fait encore mieux.

Ainsi, sur les six derniers mois, entre début novembre et fin avril, l'indice MSCI des actions de la zone euro a fait 18.1%, tandis que son pendant américain ne faisait, en dollar, « que » 8.4%. Et cette surperformance en monnaie locale s'est doublée d'une appréciation de l'euro sur cette période de 6 mois de 11.4%. Il en résulte, qu'en prenant l'euro comme monnaie

commune, les Etats-Unis affiche une performance boursière sur cette période de -3%. La surperformance en monnaie commune de la zone euro est donc spectaculaire.

Il est évidemment impossible d'être catégorique quant à l'avenir du différentiel boursier entre Union monétaire européenne et Etats-Unis. Tensions géopolitiques, croissance économique, marge des entreprises, composition sectorielle, climat, protectionnisme, les sources identifiées d'incertitude

abondent, qui affecteront de manière différenciée ces deux zones mais retenons au moins une première leçon : ne soyons pas catégoriques dans le jugement porté sur leurs forces et faiblesses relatives. Pour ce qui est du cours de change, les soldes commerciaux actuels et, plus largement, la parité de pouvoir d'achat laissent penser à une appréciation tendancielle de l'euro.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@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.