

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Réglementations environnementales et marchés financiers

Il faut bien entendu se garder de toute prétention, mais il est des réalisations dont il est légitime d'être fier, et les évoquer permet aussi de remercier celles et ceux qui les ont rendues possibles. Orcadia AM, créée en 2016, a connu le succès, à la fois en termes de performances de gestion pour ses clientes et clients et en termes de développement commercial. Grâce à ce second facteur, donc grâce à vous qui nous lisez, notre engagement statutaire de verser à des fins philanthropiques une part de nos bénéfices a pris une belle dimension.

Nous avons choisi de concentrer notre mécénat sur le thème de l'articulation entre santé et environnement, et cela en finançant de jeunes chercheurs en phase dite « postdoctorale », c'est-à-dire en offrant une bourse complète, d'une durée approximative d'un an et demi, à des chercheurs actifs en Belgique venant d'obtenir leur doctorat. Pour ce faire, un Fonds Orcadia a été créé au sein de la Fondation Roi Baudouin, présidé par une personne externe, la docteure Anneleen De Bonte, et un jury d'experts a été constitué, présidé par le Prof. Eric Lambin.

Il est écrit « chercheurs » mais « chercheuses » est plus indiqué. Après une première bénéficiaire, qui travaille sur la présence d'agents polluants dans le lait maternel, ce sont deux autres chercheuses qui viennent d'être sélectionnées. Elles étudieront, d'une part, l'impact du réchauffement climatique sur la mortalité en Belgique et, d'autre part, l'effet sur la santé de possibles mesures d'amélioration de la qualité de l'air.

Le titre « Ombres chinoises » est facile, mais il s'impose : la Chine aura bel et bien jeté une ombre sur la conjoncture mondiale en 2023. Comme l'Empire du Milieu est la deuxième économie mondiale, ce qui se passe là-bas, et même en laissant d'autres considérations, politiques, géostratégiques ou environnementales, de côté, nous affecte directement. Le scénario le plus fréquent pour 2023 était, il y a douze mois, que la Chine allait, avec sa sortie différée de la pandémie, stimuler l'activité, et que ceci serait un adjuvant précieux pour des économies occidentales à la peine. L'erreur a été double : le moteur chinois ne s'est pas rallumé ... et simultanément – et malgré cela – Europe et Etats-Unis ont fait mieux qu'anticipé.

Casse-tête chinois

Les problèmes de la Chine sont multiples. La croissance y est bien inférieure au rythme d'avant-Covid et alors que nous avons eu à nous plaindre d'une vive accélération de l'inflation, la Chine fait face au problème opposé, celui de la déflation. Le taux de chômage des jeunes a fortement augmenté. La balance commerciale n'affiche plus cette santé insolente qu'on lui a connu. La monnaie nationale souffre. Le secteur immobilier étale sa fragilité, avec les difficultés d'Evergrande et puis de Country Garden, deux mastodontes du secteur, et, au-delà, l'endettement total, secteur public et secteur privé combinés, apparaît problématique. Et, au milieu de tout cela, un consommateur qui, bien loin de ses pendants occidentaux, continue de se montrer prudent. On est loin de la « consommation revancharde » de ménages qui dépenseraient allègrement le surcroît de bas de laine qu'ils ont, forcés et contraints, constitué durant la pandémie.

Qu'à cela ne tienne, pensera-t-on, la Chine est en état, si nécessaire, de relancer la machine. C'est vrai, mais avec un bémol. Lors des creux antérieurs, et notamment lors de la Grande Crise Financière de 2008-2009, où la Chine s'est montrée encore plus proactive que les Etats-Unis, l'action des autorités s'est concentrée sur l'investissement et sur l'immobilier. Cela a, alors, bien fonctionné, mais aujourd'hui ces canaux de relance sont ensablés. L'économie chinoise est

déjà déséquilibrée, au détriment de la consommation. C'est donc elle qui devrait être stimulée.

Problèmes de moyen terme

Si l'hebdomadaire britannique The Economist a récemment fait sa une sur la Chine avec, comme illustration, un dragon chinois devenu escargot, histoire d'être explicite sur la baisse de régime actuelle, la Chine est aussi confrontée à une série de défis de moyen terme :

- Aspirations démocratiques, avec une gouvernance publique qui est loin de l'efficacité promise en échange de l'autoritarisme, l'échec de la politique zéro covid étant à cet égard emblématique ;
- Démographie, avec une population rapidement vieillissante, et un échec des politiques de relance de la natalité ;
- Dépendance aux exportations, alors que les partenaires occidentaux cherchent à gagner en résilience et admettent aujourd'hui que la mondialisation n'a pas été heureuse pour tous, loin de là, et alors que d'autres pays gagnent en compétitivité salariale par rapport à la Chine ;
- Instabilité financière, avec des niveaux d'endettement privé et public élevés ;
- Environnement, avec l'impérieuse nécessité de réduire les émissions polluantes, non seulement pour répondre aux attentes des pays importateurs et aux régulations des autorités occidentales, telles que les taxes d'ajustement à la frontière pour éviter le dumping environnemental, mais aussi pour des raisons internes, telles que qualité de l'air, productivité agricole et accès à l'eau.

Chiner en Chine ?

Le marché boursier chinois affiche une grave sous-performance sur les douze derniers mois, malgré un début d'année 2023 porté par les espoirs de vif redémarrage post-covid, et même le secteur technologique patine, là où, de l'autre côté du Pacifique, il caracole.

Aujourd'hui, la bourse chinoise connaît des niveaux de valorisation attractifs. Les investisseurs dits « contrarian » seront ravis de pouvoir en tirer parti, et d'aucuns tableront sur le rebond qui devrait suivre l'annonce de mesures de relance. Simultanément, il convient de rappeler qu'il est particulièrement difficile de se faire une idée de la situation

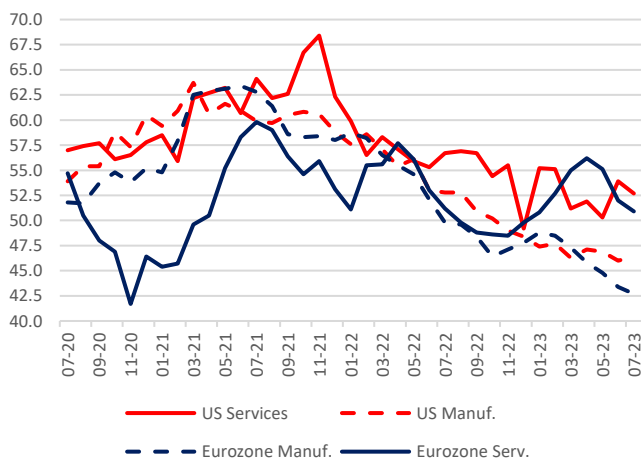
actuelle en Chine, une difficulté accentuée par un contrôle accru sur les statistiques, comme en témoigne la cessation de la publication des chiffres du chômage des jeunes.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

ALLOCATION & STRATEGIE

Les indicateurs précurseurs européens s'affaiblissent

Les indicateurs avancés de la zone euro se sont encore affaiblis au cours de l'été. L'indicateur pour l'industrie est tombé à 42,7 points, indiquant une récession. L'industrie allemande, en particulier, traverse une période difficile, effet ricochet de l'importance de la Chine dans ses exportations. Le secteur des services, en revanche, résiste mieux et affiche encore une croissance limitée. En termes de prêts, les banques sont devenues plus sélectives, mais elles signalent également **une baisse significative de la demande de prêts de la part des entreprises**. La conséquence logique est que les investissements des entreprises vont diminuer dans un avenir proche. **Aux États-Unis, la situation – du point de vue des producteurs – est plus rose**. L'indicateur avancé de l'industrie reste même confortablement au-dessus de 50 points et des sons positifs émanent également du secteur des services.

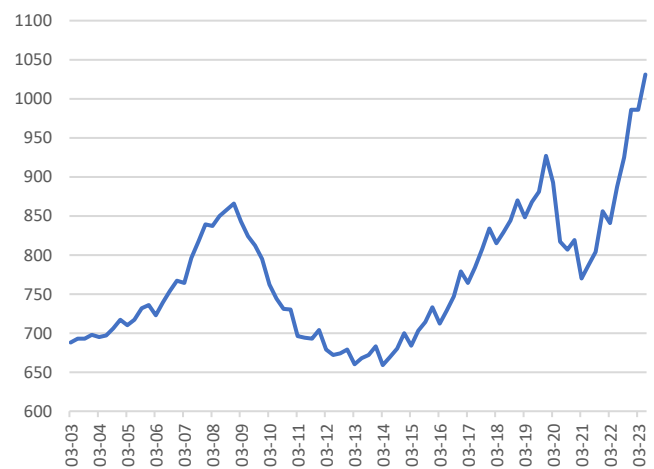


Source: Bloomberg – indicateurs précurseurs (PMI)

Le consommateur américain continue à dépenser ...

Le fait que la croissance économique (2,4%) aux États-Unis ait dépassé au deuxième trimestre les attentes (+1,8%) s'explique par le fait que **les consommateurs ont continué à dépenser à tour de bras**. Cela confirme une fois de plus notre point de vue que le consommateur américain est **conforté par un niveau d'endettement modéré et un taux d'emploi élevé**, et qu'il continue de pouvoir puiser dans **l'épargne excédentaire accumulée** pour financer ses dépenses. Les avis divergent sur la question clé de savoir quand l'épargne excédentaire sera épuisée. Une étude de la FED indique que la majorité a déjà été consommée, tandis que les économistes de Citigroup et JP Morgan affirment qu'il en reste environ la moitié. Si l'on suppose que la vérité se situe quelque part entre les deux, on s'attend à ce que les consommateurs avec ces réserves soient capables de maintenir leurs dépenses au même niveau pendant encore quelques trimestres. Derrière l'image globale se cachent évidemment de grandes divergences, et il semble de plus en plus clair que **les classes sociales à faibles revenus voient leurs difficultés de nouveau augmenter**. On constate par exemple une **augmentation significative** de l'offre de crédit aux ménages et notamment à **travers des cartes de crédit** (+16% en un an). En outre, les banques signalent que les pertes sur prêts augmentent sensiblement (certes, par rapport à un

niveau historiquement bas) et sont de nouveau en ligne avec les chiffres d'avant la pandémie.



Source: Bloomberg – évolution de la dette des cartes de crédit (\$ mrd)

Dans les mois à venir, le moratoire sur le remboursement de la dette étudiante prendra fin, ce qui, selon les calculs du *Bureau of Economic Analysis*, entraînera une diminution du revenu disponible d'environ 0,2 point de pourcentage. Pas agréable pour ceux qui n'ont pas eu à effectuer de remboursements depuis mars 2020, mais pas insurmontable d'un point de vue macroéconomique. En outre, la dette étudiante est détenue de manière disproportionnée par les mieux rémunérés, où se trouve aussi la majorité de l'épargne excédentaire restante.

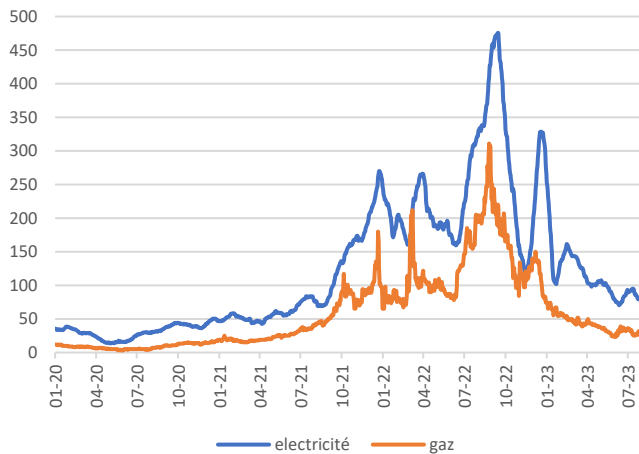
Il ne faut pas oublier que **le consommateur américain ne compte pas seulement sur l'épargne excédentaire pour maintenir sa consommation**, mais qu'il est également **soutenu par l'augmentation globale du revenu réel**. Cela est dû à la combinaison de 2 facteurs : d'une part, l'augmentation du nombre d'employés et, d'autre part, l'augmentation des salaires qui – après n'avoir pas suivi l'augmentation du coût de la vie en 2022 – est désormais supérieure à l'inflation.

Même s'il est plus probable que les consommateurs soient moins enclins à ouvrir leur portefeuille, il semble peu probable, sur la base de ce qui précède, que les dépenses des ménages vont s'effondrer au cours des prochains trimestres.

... et en Europe la consommation devrait s'améliorer

En Europe, nous observons une situation similaire. **Le revenu global des ménages augmente** en raison d'un taux d'activité plus élevé et d'une augmentation significative des salaires, même si en termes réels, l'augmentation reste limitée. Contrairement aux États-Unis, les Européens disposant de contrats d'énergie variables pouvaient en **2022** à peine puiser dans leur **épargne excédentaire** pour augmenter leur consommation. Une grande partie de la tirelire **a été transférée à leur fournisseur d'énergie**, qui a souvent augmenté considérablement ses avances. **Ce budget est désormais à nouveau disponible** grâce à la baisse significative des prix du gaz et de l'électricité, ce qui devrait soutenir la consommation des ménages. Contrairement aux États-Unis, nous constatons **une forte baisse des prêts aux ménages en Europe**. Cela entraîne une baisse du volume du crédit, ce qui constitue une

situation exceptionnelle. Logiquement, cela va peser sur les investissements des ménages.

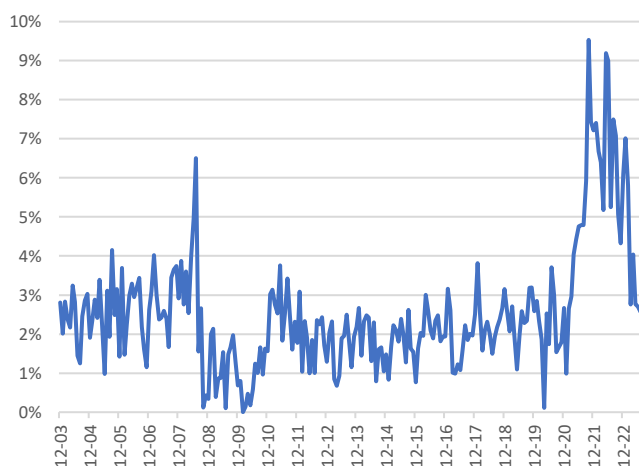


Source: Bloomberg – pris de gros de l'électricité et du gaz (€ / Mwh)

La combinaison des éléments ci-dessus laisse présager que les consommateurs seront en mesure de compenser la situation moins favorable des producteurs et **le scénario le plus probable reste celui d'une croissance réelle limitée mais positive en Europe**. Si nous nous retrouvons quand-même en récession, celle-ci sera plutôt courte en durée et en ampleur.

L'inflation continue d'évoluer dans la bonne direction

Au cours de l'été, l'inflation a évolué favorablement. Par exemple, **l'inflation « headline » aux États-Unis est tombée à 3 %**. Nous constatons également une forte baisse de l'inflation sous-jacente des biens et l'inflation « core » des services évolue également dans la bonne direction. Si l'on annualise la « trimmed mean » mensuelle (un indicateur qui exclut les composantes de l'inflation qui augmentent et diminuent le plus), elle reviendra au sommet de la fourchette historique des 15 dernières années.



Source: Bloomberg – inflation « trimmed mean » mensuelle annualisée

Au niveau des **prix à la production (PPI)**, les États-Unis sont actuellement confrontés à la déflation. Aussi rapidement que le PPI a augmenté en 2022, aussi vite a-t-il chuté en 2023. **En Europe, la situation est similaire**, même si le PPI pour l'ensemble de la zone euro n'est pas encore négatif mais avec une grande dispersion entre les pays. Par exemple, le PPI allemand se trouve à -6% (après un pic de plus de +40 %).

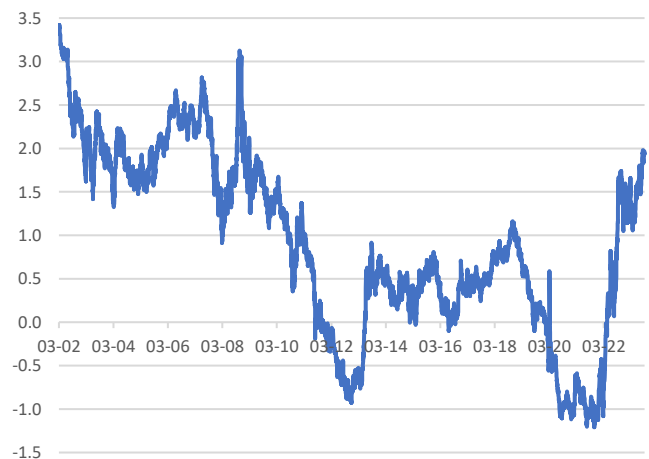
C'est encourageant pour une continuation de la baisse de l'inflation européenne, qui, à 5,3%, reste bien au-dessus des objectifs de la BCE. La récente hausse du prix du pétrole, due à la réduction de la production, entre autres, de l'Arabie Saoudite, et les prix des produits alimentaires, qui continuent clairement à augmenter pour le moment, pourraient mettre des bâtons dans les roues.

Politique monétaire divergente entre la FED et la BCE

Au cours de l'été, la FED et la BCE ont augmenté leurs taux d'intérêt de 0,25 %. Une nouvelle hausse des taux d'intérêt par la FED dans le courant de l'année est peu probable, même si elle ne peut bien sûr jamais être exclue. Compte tenu de l'évolution favorable de l'inflation, J. Powell sera poussé à attendre l'impact des augmentations – significatives – des taux d'intérêt plutôt que de causer des dommages supplémentaires inutiles à l'économie. C. Lagarde, en revanche, a déjà clairement indiqué que la BCE n'était pas à l'aise avec le niveau actuel de l'inflation et qu'elle continuera d'augmenter les taux d'intérêt. Il est vrai que le resserrement a été plus tardif en Europe, et que les taux y sont plus bas qu'Outre Atlantique.

Continuation de l'augmentation des taux longs

Au cours de l'été, les taux d'intérêt longs ont également continué d'augmenter, tant les nominaux que les réels. Actuellement, **le taux d'intérêt réel à long terme aux États-Unis se situe à nouveau autour de 2 %, ce qui nous semble plutôt attractif.**



Source: Bloomberg – taux réel américain à 10 ans

En **Europe**, les taux d'intérêt réels sont bien inférieurs (le taux d'intérêt réel allemand à 10 ans est d'environ 0,25 %), mais **nous continuons de trouver les obligations indexées sur l'inflation intéressantes** en raison de la protection qu'elles offrent contre les chocs inflationnistes et une longue période d'inflation supérieure à la moyenne. Nous profiterions de la hausse des taux d'intérêt de ces derniers mois pour **moins sous-pondérer les obligations et augmenter davantage leur durée moyenne**. Après tout, nous pensons **que l'essentiel de la hausse des taux d'intérêt à long terme est derrière nous**. Compte tenu de la diminution du spread des pays périphériques, nous **privilégierions les obligations d'État du « Nord »** lors de nos achats.

A court terme plus prudent en actions

À l'exception des marchés émergents, les marchés boursiers ont connu jusqu'à présent une bonne année. Néanmoins, les

valorisations ne peuvent pas être qualifiées d'excessives, même si celles du marché américain ont encore quelque peu augmenté. **Un poids neutre, voire une légère surpondération, semble donc approprié.** Nous sommes **cependant un peu plus prudents à court terme** pour plusieurs raisons : le marché (tout comme nous) table sur un scénario de « ralentissement de milieu de cycle » pour les États-Unis, mais l'une ou l'autre mauvaise nouvelle n'est pas à exclure à l'avenir; la hausse du marché s'est accompagnée d'une hausse des taux d'intérêt, ce qui fait baisser la juste valeur (fair value), notamment pour les sociétés de croissance ; on observe une certaine « fatigue » sur le marché où les bons résultats sont à peine récompensés tandis que les échecs sont impitoyablement punis.

Compte tenu de la faible volatilité du marché, les options « put » sont actuellement relativement bon marché, ce qui les rend attrayantes pour l'investisseur expérimenté souhaitant se protéger d'un trou d'air. Pour d'autres, une retenue temporaire peut être appropriée. Nous ne sommes toutefois pas favorables à une réduction significative du poids des actions, compte tenu des valorisations globalement normales et des perspectives qui ne sont pas mauvaises.

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.