

Le point macroéconomique

L'évènement majeur de cette rentrée est sans aucun doute l'annonce d'une baisse des taux par la Fed qui confirme les tendances sous-jacentes.

Confrontée à un choc d'offres majeur, initié par l'administration Trump, la banque centrale a choisi de privilégier l'emploi. Cette décision, en partie prise sous la pression de la Maison Blanche, a renforcé la conviction des marchés que l'administration miserait sur une croissance inflationniste. Conséquences directes : les actifs réels ont poursuivi leur progression, tandis que le dollar peine à se redresser. Pour le reste du monde, la conjoncture y demeure correcte, bien que sous pression : appréciation des devises, exportateurs pénalisés par les droits de douane américains. L'inflation n'a pas complètement disparu, et les taux longs progressent, tirés soit par l'ampleur des déficits à financer (France, Royaume-Uni), soit par la lenteur de la normalisation monétaire (Japon). Seule la Chine, sortie de sa spirale déflationniste, profite de cette anticipation de reprise de l'inflation et semble sortir gagnante de ce premier round de la guerre commerciale. Ceci se reflète en partie dans les performances boursières des différents marchés avec une accélération des marchés émergents et une stagnation des bourses européennes.

• Une réaccélération inflationniste pas complètement acquise

Un élément nous surprend : les taux longs américains demeurent stables depuis le début de l'année, alors que l'épicentre de cette reprise anticipée de l'inflation se situe aux Etats-Unis. Cette contradiction peut s'expliquer de deux manières :

- après avoir en partie cédé sur les taux courts, la Fed et son futur président pourraient chercher à contrôler la partie longue en finançant directement le déficit – via un retour du QE. C'est ce que semble privilégier une partie du consensus à ce jour. Dans ce cas de figure, le dollar deviendrait la principale variable d'ajustement de l'économie mondiale ;
- au choc d'offre pourrait s'ajouter un choc de demande, lié à certaines fragilités structurelles de l'économie américaine. Certes cette dernière est stimulée par un déficit budgétaire d'environ 6% qui lui apporte un soutien significatif, mais les fragilités s'amoncellent : la course à l'IA stimule la construction de *data centers* dans des proportions supérieures aux dépenses d'infrastructure Internet en 2000 (1,2% du PIB vs 0,9 % en 1999). Cette dernière alimente également une probable bulle boursière (sept valeurs représentent 36% de l'indice S&P 500 : une concentration jamais vue), qui stimule



Gilles Etcheberrigaray,
président d'Elkano AM.

« Il nous semble opportun d'adopter un positionnement défensif, sélectif et opportuniste. »

la consommation des ménages de façon très déséquilibrée. En effet, les 10% des ménages représentent plus de 50% de la consommation globale, tandis que celle des classes moyenne et populaire décline en volume du fait de la persistance de l'inflation.

• Ecueils en vue

Au-delà de l'euphorie de court terme et des nouveaux sommets atteints par les marchés actions (lorsqu'ils sont exprimés en dollar), nous pensons que, quel que soit le scénario, d'importants écueils se profilent pour les investisseurs. Si l'inflation venait à s'imposer, les actifs réels devraient continuer à progresser, offrant ainsi aux investisseurs en dollars une protection contre la dépréciation monétaire. En revanche, une poursuite de l'appréciation de l'euro au-delà de 1,20 face au dollar entraînerait des conséquences significatives pour la zone euro et compliquerait la situation des épargnants européens.

L'autre risque majeur réside dans la possible prise de conscience que la course à l'IA ne génère pas encore les revenus escomptés. Les quelque 360 milliards de dollars investis chaque année ne produisent pour l'instant qu'environ 30 milliards de chiffre d'affaires – dont une partie provient de services vendus à perte. Nous constatons, par ailleurs, une multiplication d'annonces croisées entre acteurs du secteur (Oracle, Intel...), phénomène déjà observé lors des derniers soubresauts de la bulle Internet. Selon nous, un point d'inflexion approche : l'enthousiasme des investisseurs face à ces investissements colossaux pourrait s'éroder rapidement si des perspectives concrètes de revenus et de bénéfices tangibles ne se matérialisent pas.

• Générer du rendement en maîtrisant les risques

Dans ce contexte, il nous semble opportun d'adopter un positionnement défensif, sélectif et opportuniste. Sur la partie obligataire, nous privilégions les durations courtes. Après de beaux gains réalisés sur le dollar au premier semestre, notre préférence se porte désormais sur les devises émergentes (Brésil et Mexique). Concernant les actions, il faut être sélectifs en se concentrant sur quelques secteurs porteurs aux valorisations raisonnables comme les valeurs minières (Or, argent et uranium), les émergents (notamment la Tech chinoise) et les énergies propres. Notre objectif est de continuer à générer du rendement, tout en maîtrisant les risques d'un marché plus fragile qu'il n'y paraît.

Gilles Etcheberrigaray, président d'Elkano AM