

Avril 2019

Editorial

Un premier trimestre 2019 exceptionnel pour les actifs risqués

Après la Bérézina boursière du quatrième trimestre 2018, la reprise des actifs risqués sur le premier trimestre 2019 a été tout à fait remarquable. Ainsi, au moment où nous écrivons ces lignes, le S&P500 a totalement annulé sa perte de -14% de Q4 2018 en réalisant le meilleur trimestre depuis la reprise post-crise de 2009. Idem pour l'Eurostoxx50 qui a plus que récupéré les -12% enregistrés à la fin de l'année dernière. De même, en ce qui concerne les marchés émergents, le MSCI Emerging Markets a effacé sa baisse de -7% de Q4 2018, affichant pratiquement + 10% au cours des trois derniers mois. Concomitamment, les obligations se sont bien comportées, l'indice Bloomberg Barclays Euro Government 1-10 ans et l'indice IBOXX Euro Liquid Corporates affichant respectivement des hausses de 1.42% et 4.03%. L'or affiche également des performances positives (+0.77% en USD) tandis que le baril de brut progresse de 32.44% sur le premier trimestre. Globalement, l'appétit pour le risque a ramené les actions vers les points hauts de l'année 2018 tandis que la volatilité rebaisait pour sa part sur des points bas. Cette remontée très rapide des bourses mondiales nous conforte dans notre philosophie de relative stabilité de nos allocations. Nous l'observons dans les performances des fonds multi-assets concurrents ; ceux qui se sont hasardés à couper le risque à la fin de l'année dernière en sont aujourd'hui pour leurs frais et ont accumulé sur le trimestre un gros retard de performances par rapport aux gérants qui sont restés investis ou qui comme nous, ont marginalement renforcés leurs positions dans le creux de décembre. Le market timing reste décidément un exercice extrêmement aléatoire...

Plusieurs éléments expliquent ce vigoureux rebond :

En premier lieu, l'attitude des banquiers centraux un peu partout dans le monde. En fin d'année dernière, la Réserve Fédérale américaine avait déjà infléchi son discours avant d'annoncer en janvier une pause dans son cycle de durcissement. Lors de la réunion du FOMC en mars, la FED a confirmé son biais accommodant dans un contexte de détériora-

tion des perspectives économiques, en re-voyant tout d'abord à la baisse son tableau de projections qui ne prévoit désormais aucune hausse de taux en 2019 et juste une en 2020, deuxièmement en révisant à la baisse ses perspectives de croissance et d'inflation, troisièmement en annonçant qu'elle réduirait plus modérément son bilan à partir de mai pour s'arrêter complètement en septembre. Ce revirement politique de la FED, qui se détourne d'une réduction systématique de son bilan pour l'arrêter cette année, a été un élément crucial pour les marchés qui avaient soufferts en 2018 des craintes liées au resserrement quantitatif. Dans le même esprit, la Banque Centrale Européenne s'est montrée plus conciliante en mars, excluant toute hausse de taux d'ici la fin de l'année et annonçant une nouvelle opération de refinancement TLTRO pour soutenir les banques régionales. En Chine enfin, la PBoC a baissé à plusieurs reprises le montant des réserves obligatoires pour les banques et pourrait encore assouplir sa politique sur plusieurs autres plans.



En deuxième lieu, les opérateurs ont parié sur une issue favorable au conflit commercial entre les Etats-Unis et la Chine, les deux parties ayant délivré ces derniers temps des signaux plutôt encourageants.

Enfin, les résultats trimestriels pour Q4 2018 publiés en ce début d'année par les entreprises cotées ont globalement été de bonne facture des deux côtés de l'Atlantique. Ainsi par exemple, près de 75% des compagnies américaines ont sorti des résultats au-dessus de consensus.

Ces trois éléments ont favorisé la persistance d'une attitude délibérément « risk-on » chez les opérateurs qui du coup ont intégré avec beaucoup de complaisance l'incroyable vaudeville britannique autour du BREXIT ou encore la dégradation des chiffres macro-

	FY 2018	Q1 2019	Close 29/03/19
DOW JONES	-5.63%	11.15%	25 928.68
S&P 500	-6.24%	13.07%	2 834.40
FTSE 100	-12.48%	8.19%	7 279.19
EUROST.50	-14.34%	11.67%	3 351.71
CAC 40	-10.95%	13.10%	5 350.53
FTSE MIB	-16.15%	16.17%	21 286.13
MSCI EM	-16.64%	9.56%	1 058.13
CRUDE OIL	-24.84%	32.44%	60.14
GOLD	-1.58%	0.77%	1 292.30
EUR/USD			1.1218
EUR/CHF			1.1163
EUR/GBP			0.8606
EURIBOR 1M			-0.367%

économiques qui font craindre que l'économie mondiale ne soit désormais sur une pente descendante.

Nous avons adopté en fin d'année dernière un positionnement tactique plutôt positif vis-à-vis des actifs risqués, profitant de l'anomalie de décembre pour compléter marginalement certaines de nos positions. Il nous apparaît sage aujourd'hui d'afficher plus de neutralité, voire plus de prudence dans notre discours car :

A) Le ralentissement de la croissance mondiale est avéré, particulièrement en Europe, qui pourrait qui plus est être affectée par des facteurs politiques exogènes en cas de sortie sans accord de la Grande-Bretagne de l'Union, de résultats nettement en faveur des partis populistes aux élections européennes ou encore en cas d'aggravation de la situation politico-économique italienne.

B) Les marchés ont vraisemblablement bien intégré dans les cours le positionnement beaucoup plus accommodant des banques centrales, avec dans le cas de l'Europe un écueil supplémentaire : au niveau actuel des taux courts comme longs, i.e. proches de 0, les marges de manœuvre de la BCE sont désormais limitées en comparaison de la situation des banques centrales américaine ou chinoise. Sans compter que le départ prochain de Mario Draghi, dont l'action s'est révélée brillante à bien des égards, constitue une incertitude majeure.

C) Les opérateurs ont également plus qu'anticipé une issue favorable aux négociations commerciales sino-américaines. Dès lors que l'accord sera rendu public dans les pro-



chaines semaines, une classique réaction « sell the news » pourrait se mettre en place.

D) La hausse des marchés depuis le début de l'année ne s'est pas opérée dans de forts volumes.

Quoiqu'il en soit, la période de publication des résultats des entreprises qui va démarrer dans les tous prochains jours devrait être très éclairante. Nous pourrions analyser de quelle manière le ralentissement économique aura affecté ou pas le chiffre d'affaires des compagnies et mesurer leur capacité à préserver des résultats stables. Nous serons particulièrement attentifs aux marges des sociétés américaines, qui pour certaines, pourraient être pénalisées par un coût du travail et des coûts énergétiques en hausse. Les marchés émergents pourraient quant à eux réserver de bonnes surprises, tant au niveau actions que dettes.

Face à cet environnement potentiellement un peu plus incertain dans les prochains mois, nous continuons à penser qu'il est primordial de bâtir des portefeuilles robustes, par toujours plus de discernement dans le choix de nos gérants/instruments, et via une diversification efficace. Sur ces niveaux de marchés, nous aimons tout particulièrement les fonds qui parviennent de manière récurrente à présenter des comportements asymétriques, capturant bien les hausses, mais protégeant les actifs en cas de baisse. Nous aimons aussi les gérants nous donnant accès à des actifs un peu décorrélatés que nous ne détenons pas ou peu en direct : obligations US, immobilier, private equity, infrastructures, loans... Nous maintenons notre panachage de fonds obligataires flexibles ainsi que notre gamme de fonds multi-assets de qualité, mixant de la manière la plus efficiente possible les styles et les méthodologies de gestion. Nous continuons enfin à détenir un peu d'or physique en fond de portefeuille en guise de protection et d'assurance.

Christophe Carrafang

Grand Angle

La nouvelle donne obligataire

La Fed avait été la première à partir de 2015 à entamer un programme de réduction dans le cadre de sa politique dite de "quantitative easing". La BCE en la matière s'apprête à entrer dans une phase de stabilisation tout comme le Japon. Depuis le début de l'année, il semble que la Banque Centrale chinoise (PBoC) ait emboîté le pas. Pour peu que celle-ci continue sur sa lancée, tendance jugée crédible par un certain nombre d'observateurs, et c'est toute la liquidité mondiale qui pourrait progressivement diminuer. Cela risque de remettre en cause un certain nombre d'équilibres auxquels s'étaient habitués les marchés financiers, en particulier une faible volatilité et des rendements de plus en plus bas.

En conséquence, les investisseurs vont devoir faire preuve de sélectivité car un environnement marqué par moins de liquidités de la part des banques centrales entraîne généralement une plus grande volatilité. Un tel contexte tend à bénéficier aux sociétés dont les bilans sont solides et qui se sont engagées à préserver une structure du capital durable.

Vers quelles catégories de placement se tourner ? Le compartiment à haut rendement a fait un beau parcours. Aux Etats-Unis, l'indice des obligations à haut rendement depuis le début de l'année s'est envolé de plus de 7% et à présent donne le sentiment de buter sur un seuil de résistance au niveau de l'écart avec les Emprunts d'Etat américains, aux environs de 350 points de base. Il en va de même en Europe où le marché du crédit à haut rendement a enregistré une progression de près de 6% au cours du premier trimestre. Les marchés obligataires émergents après la débâcle de l'année dernière ont eux aussi connu un rebond spectaculaire (+5.4%)

Cela n'empêchera pas les Banques Centrales de rester maîtres du jeu et de pratiquer avec dextérité l'art du contrepied comme on l'a vu lors de la dernière réunion du Comité de Politique Monétaire de la Fed le 20 mars dernier. L'automne dernier, nombreux étaient ceux qui voyaient les rendements obligataires américains à 10 ans partir définitivement à la hausse en direction des 3.50% voire 4%. Ces prévisions s'appuyaient sur l'anticipation de plusieurs tours de vis par la Fed rendue nécessaire par la solidité de la croissance et d'un taux de chômage à son plus bas historique (voir ci-dessous le chart du rendement du 10Y US Treasury Bond)

Jerome Powell, le gouverneur de la Fed a surpris en annonçant une pause dans le processus d'ajustement de son taux d'intervention. C'est dire combien, plus que jamais, la diversification est nécessaire et le choix des instruments (émissions et fonds) déterminant.

Geoffroy de Villaines





Macroéconomie

ACTIVITE MANUFACTURIERE

- Rebond de l'activité manufacturière chinoise en fin de trimestre. Les indicateurs sont repassés sur des niveaux de croissance (50.6 en moyenne). Le stimulus fiscal de 1.5% du PIB commence à agir.
- Rebond observé également au Royaume Uni (55.1) et aux USA (55.3).
- La faiblesse manufacturière de la Zone Euro se poursuit, le recul est particulièrement sévère en Allemagne et en Italie.
- On assiste sans doute à la fin de la seconde récession manufacturière depuis la grande crise de 2008 (Cf notre Special Topic en page suivante)

ACTIVITE DES SERVICES

- Globalement le niveau de l'activité des services est correct, il compense la faiblesse du secteur productif.
- La baisse des taux d'intérêts, une situation de l'emploi plutôt favorable et les incitations fiscales et budgétaires favorisent le pouvoir d'achat des ménages.
- Un peu partout, les taux d'épargne remontent, ce qui laisse à penser que la consommation restera bien orientée.
- Les indices PMI/ISM des services restent soutenus, proche des 55 en Chine, ils rebondissent en Zone Euro en fin de trimestre. Aux USA, l'indicateur recule en mars mais reste un des meilleurs indicateurs des pays développés.

INFLATION

- L'environnement de croissance mesurée est accompagné de faibles taux d'inflation.
- En Zone Euro les prix ne progressent, en rythme annualisé, que de +1.4% fin mars contre un pic de +2.2% en octobre 2018. Hors composants cycliques, la progression n'est que de +0.8%.
- Aux U.S.A, on constate la même évolution avec un taux core à +2.1% contre +2.2% en fin d'année dernière.
- Le changement de ton de la BCE et de la Réserve Fédérale américaine a déclenché une baisse généralisée des taux d'intérêts.

CROISSANCE

- L'ensemble des perspectives de croissance a été revu à la baisse pour la période 2019/2020.
- Selon la moyenne des prévisions, La croissance américaine devrait être de +2.4% en 2019, et celle de la Zone Euro à +1.2%.
- La croissance mondiale est prévue à +3.4% en 2019 et +3.3% pour 2020.

Damien Liegeois

Evolution de l'indice des prix aux Etats-Unis depuis 2013





Special Topic

Le cycle actuel est-il si long qu'on le dit ?

On s'interroge sur la longueur du cycle actuel qui dure depuis la fin de la crise de 2008, c'est-à-dire notamment une absence de récession aux USA. Ce que l'on oublie souvent est que ce cycle est atypique et ce pour plusieurs raisons : Historiquement, la reprise a été l'une des plus faibles post récessions modernes, ce qui s'explique par la violence et la nature des événements de 2008. De même la progression des prix reste relativement faible notamment du fait de l'ubérisation/digitalisation de l'économie qui a poussé les prix vers le bas, a compressé les hausses salariales et ainsi évité les chocs inflationnistes récessifs. Un autre facteur déterminant est le ralentissement maîtrisé et structurel de l'économie chinoise qui se transforme progressivement d'une économie émergente en développée.

Ces éléments permettent aux taux d'intérêts de rester sous les moyennes historiques ce qui soutient l'activité mais fait craindre à certains une nouvelle crise de l'endettement.

Si au niveau global et sur les grandes économies une récession est à moyen terme peu probable, c'est aussi parce que nous avons vécu ces dernières années deux changements de cycle manufacturiers ponctués par des récessions productives. Ces évolutions conjoncturelles ont été accompagnées en 2015 et 2018 de conditions de marché de récession : baisse importante des indices boursiers, faillite d'entreprises, baisse des obligations haut rendement, baisse du secteur bancaire, et rallye des actifs de protection (Or, dette de l'Etat américain, dette de l'Etat allemand...).

La première, un cycle de matières premières provoqué par une décision de l'OPEP fin 2014, et un ralentissement de l'économie chinoise, a entraîné la chute vertigineuse du pétrole de 110\$ à 26\$ (voir graphique ci-dessous). Cet effondrement a provoqué une récession de l'ensemble de la filière pétrolière (avec de nombreuses faillites), une récession au Brésil, en Russie, en Indonésie et mis à mal certaines monarchies du Golfe persique.

La seconde récession manufacturière, nous sommes en train de la vivre, avec de nouveau à l'origine un ralentissement chinois accompagné par les tensions commerciales sino américaines, un retournement du cycle des semi-conducteurs et un secteur automobile pris entre une réglementation drastique et les craintes de tarifs douaniers, le tout couronné par des crises politiques en Italie et au UK. La récession a été évitée de justesse en Allemagne, pas en Italie. Le secteur des semi-conducteurs a été touché au même titre que les pays producteurs (Taiwan, Corée) ainsi que l'ensemble de la filière automobile qui se valorise sur des multiples fortement décotés.

Ce cycle est certes long, et parmi les plus longs de l'histoire, mais il a été fortement ralenti déjà deux fois par des cycles manufacturiers qui ont permis des ajustements et par là même redonné du carburant au cycle principal, une première fois en 2016 et une deuxième fois en 2019 ?

Damien Liegeois

Evolution des prix du pétrole depuis 2008 (Crude Oil Futures)



AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 5 avril 2019. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.