

Janvier 2019

## Editorial

### Annus horribilis...

2018 s'achève et le bilan est lourd sur les marchés actions : -14.34% pour l'Eurostoxx50, -6.24% pour le S&P500, -16.64% pour le MSCI Emerging Markets, -25.31% pour l'indice chinois... La pire année depuis la crise de 2008 ! Il faut même remonter une centaine d'année en arrière pour constater des performances négatives impactant autant d'actifs simultanément (actions, obligations, matières premières...). Rien ne nous aura sauvé cette année, pas même l'or, malgré son rattrapage de décembre. Un bilan terrible donc et d'autant plus marquant que la majorité des économistes et stratégestes de tous bords prévoient une année 2018 plutôt porteuse, manifestant plutôt de la crainte pour 2019. Allons-nous observer exactement l'inverse ? Avant de répondre à cette question, revenons rapidement sur les différentes raisons qui ont provoqué les multiples vagues de baisse que nous avons subies.

**Le premier motif d'inquiétude** et de nervosité pour les opérateurs aura été le niveau des taux américains, avec parfois des peurs contradictoires entre le début et la fin de l'année. Rappelons-nous, il y a pratiquement un an, fin janvier 2018, les marchés subissaient leur première vague de baisse de l'année. Un mini-krach devrait-on dire, puisque dans un laps de temps très court (du 23 janvier au 9 février), la baisse a été supérieure à 10% pour l'Eurostoxx50. Idem pour le S&P avec un repli de près de 12%. Les raisons de ce « sell-off » étaient alors directement liées à la hausse rapide des taux longs, mouvement symptomatique d'une anticipation de reflation consécutive au succès de la réforme fiscale américaine et aux chiffres de croissance soutenus des deux côtés de l'Atlantique. Le taux de rendement de l'emprunt d'état américain à 10 ans passait ainsi de 2.40 à 2.84% le 2 février. Quelques mois plus tard cependant, les bourses mondiales allaient dévisser à partir d'octobre pour des raisons totalement opposées. Beaucoup d'opérateurs craignent en effet désormais que les Etats-Unis s'installent dans une dynamique de fin de cycle et que les effets des baisses d'impôt et du rapatriement des bénéfices s'estompent. Bref, qu'on aille vers moins de croissance en 2019 et 2020. Ceci explique que le rendement du 10 ans US n'ait pas réussi à casser durablement à la hausse le niveau des 3.20%, et que l'on ait même assisté pendant quelques jours à une mini-inversion de la courbe des taux entre l'échéance 2 ans et l'échéance 5 ans, mouvement qui a contribué à accélérer la purge boursière de décembre. Le rétropédalage dans le discours de la FED n'a rien arrangé. J. Powell, qui nous disait encore début octobre que les taux courts US étaient encore loin de leur potentiel, a subitement changé de ton, estimant maintenant que les taux courts sont maintenant quasiment à leur niveau optimal, proche du taux neutre censé clôturer le processus de resserrement monétaire. Dès lors, les opéra-

teurs qui attendaient encore il y a peu trois ou quatre hausses du taux des Fed Funds en 2019 n'en prévoient plus qu'une seule. Et encore ! Ce revirement brutal dans les anticipations a clairement été un moteur important dans la baisse des marchés de ces trois derniers mois aux Etats-Unis mais aussi en Europe, le vieux continent voyant qui plus est s'effriter depuis quelques mois ses indicateurs avancés. La BCE vient d'ailleurs de revoir à la baisse ses prévisions de croissance pour la zone euro, prévoyant seulement 1.7% en 2019 et 2020 avec une inflation de 1.6% en 2019 et 1.7% en 2020.

**Second motif d'inquiétude**, les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis qui ont généré des interrogations sur la pérennité du cycle économique, interrogations qui pour certains Cassandre se sont matérialisées par une peur (non justifiée selon nous) de récession aux Etats-Unis et de ralentissement du commerce mondial dû au protectionnisme.



Cette dernière angoisse nous apparait en revanche plus réaliste car dans toute l'histoire du XX<sup>e</sup> siècle, plus de protectionnisme ne s'est jamais traduit par plus de croissance économique au niveau mondial. Plus largement, c'est le style Trump qui fait question et a déstabilisé les opérateurs tout au long de cette année 2018. Cela a été vrai sur le dossier Chinois, mais cela a été également vrai sur la question nord-coréenne ou turque, avec à chaque fois la même séquence : un président américain qui montre les muscles dans un premier temps, avec des prises de positions radicales et des tweets à l'emporte-pièce, créant ainsi de la surprise, du doute et donc de la volatilité, et qui dans un second temps se rallie à la « realpolitik » et trouve des angles de discussions nouveaux et des points de convergence avec ses adversaires.

**Troisième motif d'inquiétude**, l'Italie. Le bras de fer de cet automne entre M. Salvini et la Commission Européenne sur fond de menace de dérive budgétaire aura propulsé les taux longs italiens à des niveaux insoupçonnés, le spread entre le BTP et le Bund allant jusqu'à atteindre 325 bp avant de refluer suite à l'assouplissement de la position italienne quant au déficit projeté et aux menaces de sanctions financières de la Commission. Victimes collatérales de ces tensions entre l'Italie et Bruxelles : les valeurs bancaires, italiennes évidemment, mais pas seulement, tout le secteur bancaire euro-

	Q4 2018	FY 2018	Close 31/12/18
DOW JONES	-11.83%	-5.63%	26 327.46
S&P 500	-13.97%	-6.24%	2 506.85
FTSE 100	-10.41%	-12.48%	6 728.13
EUROST.50	-11.70%	-14.34%	3 001.42
CAC 40	-13.89%	-10.95%	4 730.69
FTSE MIB	-11.53%	-16.15%	18 324.03
MSCI EM	-7.85%	-16.64%	965.67
CRUDE OIL	-38.01%	-24.84%	45.41
GOLD	7.54%	-1.58%	1 282.45
EUR/USD			1.1467
EUR/CHF			1.1255
EUR/GBP			0.8989
EURIBOR 1M			-0.363%

péen étant pénalisé par les difficultés prévisibles de refinancement et une courbe des taux ayant décidément beaucoup de mal à se pentifier. Les banques européennes ont aujourd'hui atteint des niveaux de valorisation qui surprennent par leur faiblesse, avec un Price to Book moyen de 0.7x et un P/E 2019 inférieur à 8x les bénéfiques, le tout assorti d'un dividende moyen de 6.5% (en l'état actuel des choses).

**Quatrième motif d'inquiétude** : le Brexit. L'incertitude planant sur les modalités de sortie de la Grande-Bretagne a laissé ouvert quantité de scénarios plus ou moins réalistes, alimentant là-encore doutes, incertitudes et par conséquent volatilité. La Première ministre conservatrice Theresa May devrait tenter fin janvier de faire voter par le Parlement l'accord négocié avec Bruxelles mais rien ne dit qu'elle y parviendra compte-tenu des divisions au sein de son propre camp. Aucune majorité ne semble se dessiner en faveur du texte. L'accord déçoit tant les plus âpres "Brexiters", qui craignent un ancrage permanent du Royaume-Uni à l'UE, que les euophiles espérant encore pouvoir faire marche arrière. Un premier vote prévu le 11 décembre avait été annulé à la dernière minute par Theresa May pour éviter une défaite annoncée. Il a été repoussé à la troisième semaine de janvier. Le parti travailliste accuse Theresa May de jouer la montre, afin de forcer les élus à voter pour l'accord négocié, plutôt que de prendre le risque que le Royaume-Uni quitte l'UE sans accord. Bref un bel imbroglio à l'anglaise qui sème le doute chez les opérateurs.

Plus globalement, c'est le vieux continent dans son ensemble qui n'en finit pas de faire douter les marchés. Entre cette affaire du Brexit, la trajectoire de la dette publique italienne divergeant à l'excès de son objectif de moyen terme, menaçant ainsi la stabilité financière des autres pays de la zone euro, la montée des populismes et des partis anti-européens, le psychodrame français avec la crise des gilets jaunes aux conséquences déjà tangibles sur l'activité (l'indice PMI composite est tombé à 49.3 vs 54.2 en novembre, première contraction de l'activité en deux ans et demi), les in-



vestisseurs internationaux ne manquent pas de raisons de s'interroger sur la pertinence d'allouer du capital sur cette zone euro bien mal en point, avec un couple franco-allemand qui n'a jamais été aussi faible.

En somme, les marchés comme nos portefeuilles auront été impactés en 2018 par des éléments souvent exogènes qui, mise à part peut-être la question du Brexit avec un scénario possible de sortie sans accord, nous semblent temporaires. Qu'il s'agisse de la contestation sociale en France, des risques budgétaires italiens, des négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, tous ces facteurs de risque nous paraissent réversibles. Qui plus est, les niveaux de pessimisme actuels, à des niveaux record (l'indicateur de sentiment Bull/Bear est à son troisième plus mauvais niveau depuis 20 ans après la crise grecque de 2011 et le vote du Brexit en 2016), nous paraissent en décalage par rapport aux déterminants fondamentaux du prix des actifs risqués sur une perspective moyen/long terme. Certes, les chiffres de croissance économique mondiale et de bénéfices par actions ont quelque peu marqué le pas par rapport aux pics de 2017. Mais ils restent en territoire positif. Or, les marchés anticipent actuellement quasiment une récession ! Il suffit de regarder le niveau du taux de rendement de l'emprunt d'état allemand à 10 ans pour s'en convaincre : 0.15 observé en séance le 2 janvier ! Un tel chiffre indique que le marché obligataire n'escompte ni croissance ni inflation pour le futur. Une telle vue est certainement beaucoup trop pessimiste et l'on ne se trompe probable-

ment pas beaucoup en affirmant que beaucoup de mauvaises nouvelles sont déjà intégrées dans les cours actuels. Idem concernant les actions du secteur automobile. Certes, la guerre commerciale entre USA et Chine n'est pas une bonne chose pour ce segment de l'économie. Certes, la mise en place de la norme d'homologation WLTP, plus stricte, est une contrainte pour les acteurs de l'industrie. Mais cela justifie-t-il pour autant les -60% de baisse sur Valeo, les -40% sur Daimler ou les -35% de repli sur Michelin observés depuis janvier 2018 ? Ou encore le fait que l'ensemble du secteur soit actuellement valorisé à 0.7 fois la valeur d'actifs ? Nous ne le pensons pas. Et considérons au contraire qu'il y a dans ces chiffres beaucoup d'irrationalité, beaucoup de peurs excessives qui créent autant d'opportunités pour l'investisseur long terme sachant garder son sang-froid dans la tempête. En dépit de l'aplatissement de la courbe des taux américaine, signe d'un cycle US mature, nous ne voyons toujours pas les signes avant-coureurs d'une récession (tassement des marges, hausse rapide de l'inflation, durcissement des conditions de crédit des banques...). Certes le ralentissement un peu plus prononcé qu'attendu au second semestre, particulièrement en Europe, nous fait rester prudents, mais l'élément rassurant est que les banques centrales pilotent assez bien la situation. En Europe, Mario Draghi avait signalé il y a déjà quelques mois qu'il ne passerait rien au niveau des taux courts avant la fin de l'été prochain. Quant aux Etats-Unis, la position récente un peu plus prudente de la FED signale que les

taux pourraient à l'avenir être un peu plus stables que ces deux dernières années, ce qui n'est pas une mauvaise chose pour les marchés d'actions. Seul le facteur géopolitique, qui fait l'objet du « special topic » de ce numéro, pourrait continuer à être générateur d'incertitudes et donc de volatilité en 2019.

Nous restons donc investis, faisant fi des facteurs épidermiques de court terme et profitons même des niveaux actuels pour compléter nos positions actions sur les trois zones, Europe, Etats-Unis (le recul des valeurs technologiques US cet automne constitue certainement une belle opportunité) et Emergents, cette dernière zone se traitant véritablement à des prix décotés par rapport aux pays développés. En matière obligataire, le discernement s'impose et nous continuons à privilégier les fonds flexibles globaux, les mieux à même d'évoluer sereinement dans un univers très mouvant, comme en témoigne l'écartement des spreads observés sur les emprunts corporates depuis quelques mois. L'or et le dollar constituent toujours des valeurs refuges intéressantes qu'il est bon de détenir à la marge dans un portefeuille diversifié. Enfin, sur le front des fonds d'allocation d'actifs, nous restons bien investis, après cette année difficile pour tous nos spécialistes, qui reculent tous entre -5 et -10% en 2018, avec une bienveillance particulière pour les gérants les plus diversifiés, capables d'investir dans des actifs dé-corrélés comme l'immobilier ou les infrastructures, par rapport aux gérants plus traditionnels, seulement axés sur le binôme actions/obligations.

C. Carrafang

## Grand Angle

### Trois hommes et un baril...

Donald Trump, Vladimir Putin et Mohammed Ben Salman (MBS) sont bien les 3 hommes les plus influents sur les cours du pétrole. Les Etats-Unis, la Russie et l'Arabie Saoudite sont les 3 seuls pays à pouvoir produire plus de 11 millions de baril-jour. Ils représentent le tiers de la production mondiale et plus de la totalité de celle de l'OPEP. Leur personnalité souvent imprévisible et leurs objectifs fréquemment contradictoires ont semé le trouble comme rarement sur le marché pétrolier. De plus, ceci se produit dans un environnement international largement déboussolé par des retournements spectaculaires d'analyse quant à la santé de l'économie américaine et ses implications en matière de taux d'intérêt.



Pourtant jusqu'à la fin du 3ème trimestre, les cours du brut (WTI) poursuivaient avec régularité leur tendance haussière amorcée de \$60 en début d'année à \$75, justifiée par la croissance de l'économie mondiale et les ajustements de l'offre relativement bien orchestrés par les pays-producteurs. A ce moment-là, certains prévoient même un baril à USD 100. Tout à coup après le pic du 3 octobre, on assiste à un retournement complet de la physionomie du marché. Dans les jours qui suivent ce point haut, on apprend que le journaliste saoudien Jamal Khashoggi connu pour ses positions hostiles au régime a été assassiné le 2 octobre par les services spéciaux du Royaume Saoudien. Aussitôt la communauté internationale s'alarme et les projecteurs se braquent sur le probable commanditaire, le Prince M. Ben Salman, jeune héritier de la Couronne et nouvel homme fort du pays. Pour-

tant un homme va faire preuve d'une très grande modération pas toujours conforme à son image. Le Président Trump n'a jamais caché son désir de voir les prix de l'énergie baisser aux Etats-Unis et singulièrement à la veille des élections de mi-mandat. Certes, les Etats-Unis étant devenus le premier producteur mondial grâce à l'exploitation du pétrole de schiste, des prix bas ne sont pas forcément de l'intérêt de tous les Américains. Mais le président Trump n'en a cure. Sa priorité va au consommateur d'autant que les votes des Etats d'où est extrait le pétrole de schiste (Texas et Dakota du Nord) lui sont acquis.

Il va agir de deux manières. En assouplissant les sanctions que lui-même avait imposées à l'Iran puis en faisant pression directement sur l'Arabie Saoudite. En clair acheter sa modération dans le chœur des réactions internationales à l'encontre de MBS en échange de l'ouverture des robinets du pétrole saoudien. Au mois de novembre, la production pétrolière du royaume wahhabite va augmenter de 0.5 Mbj pour atteindre un record à 11 Mbj contre une moyenne à 10 Mbj en début d'année, soit 0.5% de la demande mondiale.

Si l'on considère la fourchette \$50 et \$70 comme étant le niveau susceptible de faire consensus, on peut essayer de définir les objectifs des 3 grands. Les Etats-Unis sous D. Trump veulent un prix relativement modéré dans le bas de la fourchette. La Russie de V. Poutine se situe sur une position médiane. Moins dépendante du pétrole que l'Arabie Saoudite, elle recherche un prix relativement ferme. Elle n'est pas mécontente de profiter du différentiel américano-saoudien pour conforter sa position au Moyen-Orient. Enfin elle ne souhaite pas l'arrivée trop rapide de nouveaux entrants. Elle a fait savoir à plusieurs reprises par son Ministre de l'Energie qu'un baril à \$60 était un bon niveau. Quant à l'Arabie Saoudite, elle vise un prix du pétrole fort pour permettre le financement du programme de modernisation voulu par MBS.

Bien difficile dans un tel environnement d'établir des pronostics. Tout ce que l'on sait, c'est qu'au tournant de l'année l'Arabie Saoudite a refermé le robinet pétrolier comme jamais depuis deux ans. Autant dire que l'on n'est pas au bout de nos surprises, ni avec le prix du brut, ni avec ceux qui l'influencent !

G. de Villaines



## Macroéconomie

### ZONE EURO

- L'activité de la Zone Euro a été ralentie par des éléments exogènes :
  - La réglementation antipollution dans le secteur automobile.
  - La lenteur des négociations sur le budget italien et sur le Brexit.
  - Les mouvements sociaux en France.
- La BCE a ainsi revu à la baisse (deux fois en trois mois) la croissance ; +1.9% pour 2018 et +1.7% pour 2019.
- Parallèlement le taux d'inflation a reculé. D'un pic à 2% cet été, il est désormais de +1.6% fin 2018.
- La confiance des consommateurs et des chefs d'entreprises recule depuis les niveaux record de mi année.
- Les politiques de relance budgétaire en France et en Italie, ainsi que le retour à la normale dans l'automobile en Allemagne, devraient relancer l'activité dans la première partie de 2019.

### ETATS-UNIS

- Malgré une baisse de la croissance de l'activité manufacturière en fin d'année (liée à la forte baisse du pétrole), les craintes de récession ne se matérialisent pas.
- Le marché du travail est très robuste: En 2018, l'économie US a créé 2.64m d'emplois, contre 2.19m en 2017, dont 312 000 pour le seul mois de décembre. Le taux de chômage remonte légèrement avec le taux de participation tandis que les salaires poursuivent leur progression.
- L'inflation reste sous contrôle. Après un pic à +3% durant l'été, la progression des prix ralentit à +2.2% en décembre.
- La croissance reste donc soutenue: +3.4% au troisième trimestre 2018, ce qui devrait donner une croissance 2018 au-delà des +3%, contre +2.2% en 2017.

### CHINE

- Les nécessaires politiques d'assainissement financier, de lutte contre la pollution et les premiers effets des tensions commerciales avec l'administration Trump, affectent les chiffres de la production manufacturière, tombés sous le niveau des 50 en décembre.
- L'activité des services et la consommation reste en revanche très correcte et s'offre même un rebond sur les deux derniers mois de l'année.
- Les autorités chinoises, comme annoncé, ont confirmé la mise en place de mesures de soutien :
  - Baisse des taux de réserve obligatoire des Banques pour relancer le crédit.
  - Réduction de la fiscalité des ménages et des entreprises.
  - Disposition pour relancer le secteur immobilier et de l'automobile.
- Sur l'ensemble de l'année, la croissance devrait s'établir à +6.5% et probablement +6.3% pour 2019.

D. Liegeois

Evolution de l'indice des prix aux Etats-Unis depuis 2006





## Special Topic

### 2018: Année Géopolitique !

Habituellement, l'évolution des marchés financiers est surtout rythmée par les chiffres macro-économiques ainsi que par les résultats des entreprises. Les événements climatiques ou géopolitiques peuvent interférer mais souvent dans une moindre mesure. L'année 2018 aura été exceptionnelle à ce titre puisque ce sont ces derniers qui auront marqué et influencé en grande partie cette année l'évolution de la valeur de nombreux actifs.

Au regard des marchés financiers, on peut les définir comme des événements perturbateurs avec une probabilité d'occurrence incertaine (habituellement faible), peu prévisibles et dont les conséquences économiques sont difficilement quantifiables et envisageables. Si l'on doit essayer de catégoriser ces événements perturbateurs, ils sont de plusieurs types: Au niveau d'un pays cela peut prendre la forme d'élections (Brésil, Mexique, Italie), de mouvements sociaux (Brésil, France). Au niveau international, cela peut être des conflits frontaliers, des attaques terroristes globales. La remise en cause d'une architecture financière existante est aussi un élément porteur d'incertitudes ; la Zone Euro avec l'Italie, l'Union Européenne avec le Brexit, l'Organisation Mondiale du Commerce avec les tensions commerciales américaines avec la Chine, l'Europe, le Canada, le Mexique... Sans oublier l'impact des régimes perturbateurs (Corée du Nord, Iran), de la politique des sanctions (Turquie, Russie, Arabie Saoudite...), et dernier élément plus récent, depuis l'élection de M. Trump, on peut également y rajouter la remise en cause unilatérale des règles élémentaires de la diplomatie.

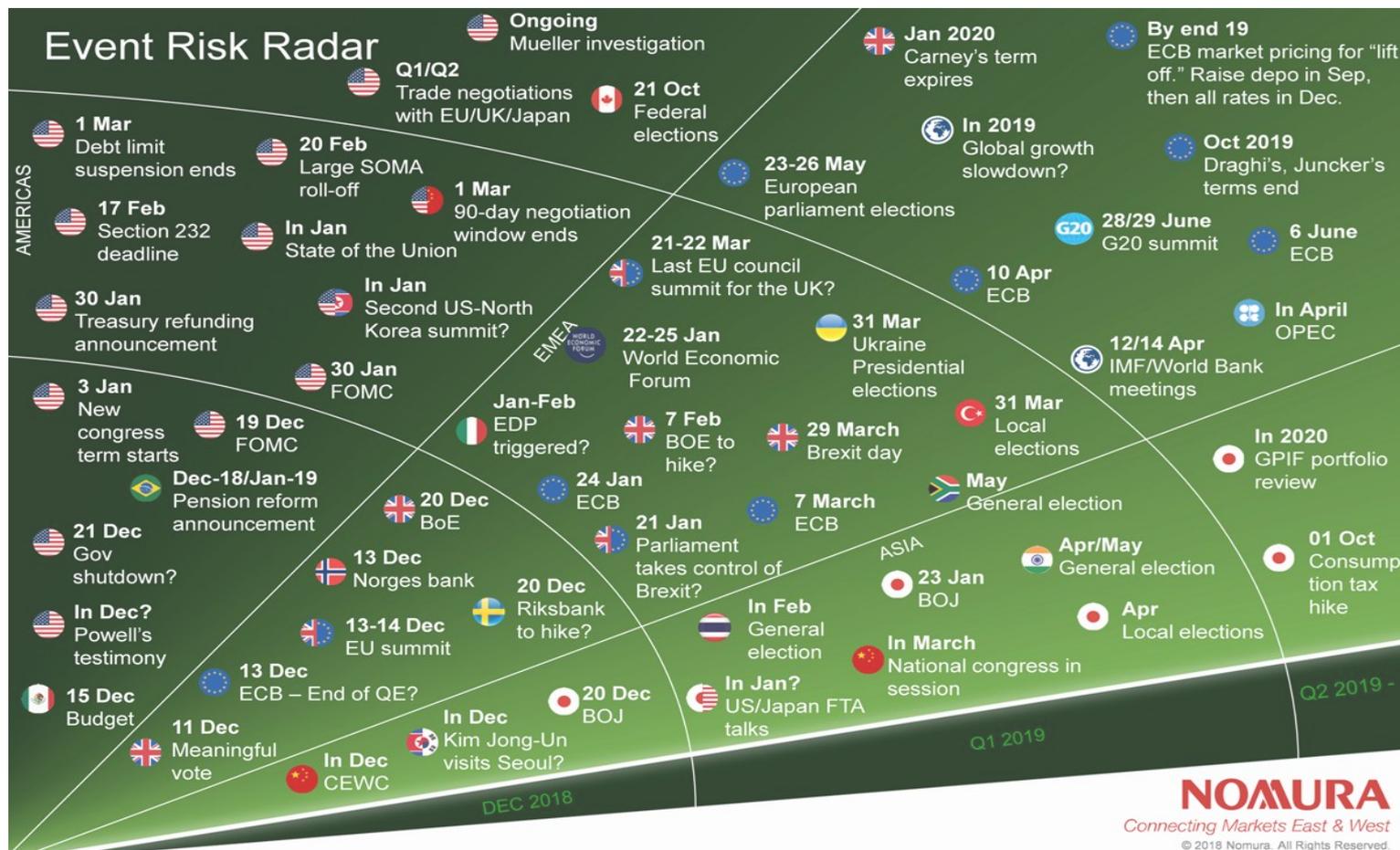
Si chaque année ces tensions existent, deux facteurs aggravant ont marqué l'année 2018 : La simultanéité d'occurrence de ces tensions géopolitiques (voir notre édito) et la durée de résolution de celles-ci.

Les marchés financiers n'aiment pas l'incertitude et les acteurs de l'économie mondiale non plus. La problématique italienne qui a débuté en mars avec les élections n'a été résolue que fin décembre. Les négociations commerciales sino-américaines n'en finissent pas, sans parler de la classe politique britannique empêtrée dans l'imbroglio du Brexit ! Tout cela a fini par avoir des conséquences économiques réelles sur les pays concernés et a contribué à l'affaiblissement de la croissance mondiale dans la deuxième partie d'année, dans un contexte économique partagé entre les craintes de hausses de taux et de récession.

Pour les acteurs des marchés financiers, la difficulté est que ces événements sont fondés sur une rationalité politique qui leur échappe. Le Brexit n'est pas bon pour l'économie et pourtant de nombreux politiques le soutiennent. De même, les conséquences du protectionnisme sont bien connues des économistes et elles n'ont jamais été positives dans l'histoire économique, or à court terme les politiques y voient un intérêt électoraliste. Nous sommes donc confrontés à deux rationalités opposées qui rend la compréhension mutuelle complexe ; un économiste sous-estimera souvent l'occurrence d'un risque géopolitique, tout comme les politiques vont sous-estimer les conséquences économiques de leurs actes. Pour un économiste, nuire à l'économie pour des motifs électoralistes n'a pas de sens.

Cette incompréhension va persister et l'étude de la géopolitique dans un monde toujours plus complexe est de plus en plus répandue dans les bureaux d'étude des stratégestes financiers. Toutefois, émettre des hypothèses à moyen terme sur l'économie et la direction des marchés est déjà extrêmement compliqué, mais l'intégration de facteurs géopolitiques rend cet exercice quasiment impossible.

D. Liegeois



### AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 7 janvier 2018. 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.