

Janvier 2020

Editorial

Quelle incroyable année boursière !

Près de 29% de hausse sur l'indice américain S&P500, un Eurostoxx50 en progression de 24.78%, du jamais vu depuis l'introduction de l'euro en 1999, des bourses émergentes en hausse d'environ 15%...Mais pourquoi une telle euphorie ?

Tout d'abord, une raison macro-économique : Bien que la croissance soit relativement modeste (autour de 2.2% sur les US, 1.2% sur la zone euro), la récession qui était la grande crainte de la fin 2018/début 2019 a clairement été évitée. Deuxièmement, la perspective d'un accord commercial entre les Etats-Unis et la Chine. Les opérateurs craignaient la guerre, c'est plutôt une paix relative qui se dessine et ceci a été un moteur important pour la hausse des indices actions dans la seconde partie de l'année. Enfin, troisième raison et non des moindres, les banques centrales ont continué à soutenir l'économie en procurant des liquidités au système financier et en baissant les taux d'intérêts. En 2019, la Federal Reserve américaine (FED) a abaissé à trois reprises ses taux, actant le fait qu'en dépit d'un taux de chômage au plus bas depuis 1953, l'inflation demeure inférieure à l'objectif. De même, la Banque Centrale Européenne (BCE) reprenait son assouplissement quantitatif, avec désormais la majeure partie de la courbe des taux en territoire négatif ou proche de zéro.



Dès lors, plutôt que de s'inquiéter outre mesure du ralentissement de la croissance du PIB dans la plupart des régions du monde en 2019 ou de la montée du risque géopolitique (relations conflictuelles entre l'Italie et les autorités européennes, Brexit, rebondissements dans la guerre commerciale sino-américaine, montée des tensions au Moyen-Orient...), les opérateurs se sont plutôt focalisés sur le double avantage de la baisse des taux d'intérêts : La baisse de la prime de risque actions et du taux d'actualisation des bénéfices futurs qui ces derniers mois, ont plus influé sur la hausse des marchés actions que les anticipations de croissance des bénéfices des entreprises. Avec la baisse des rendements des emprunts d'états, qui s'est diffusée aux emprunts corporate à un rythme très rapide, les

investisseurs long-terme ont en fait activement recherché sur les marchés actions le rendement qui a disparu sur le marché du crédit. Qui plus est, à ces niveaux de taux, un phénomène joue beaucoup, celui du rachat par les entreprises de leurs propres actions. Aux Etats-Unis, on assiste à une situation de plein emploi. Plutôt que d'investir ou d'augmenter les salaires, ce qui créerait de l'inflation, les sociétés préfèrent racheter leurs actions en bourse et ce mouvement gagne l'Europe : En 2019, les entreprises européennes ont racheté pour 230 milliards d'euros de leurs propres actions, contribuant ainsi à la hausse des indices boursiers.

Ce constat étant posé, à quoi peut-on s'attendre pour 2020 ?

Nous ne pensons toujours pas que l'économie US aille vers une récession brutale, mais plutôt qu'elle devrait se stabiliser autour de 1.8% de croissance l'année prochaine. Soulignons toutefois que la politique monétaire de la FED étant en pause après les trois baisses de taux de 2019, l'on peut craindre qu'elle ne dispose que d'une marge de manœuvre limitée en cas de ralentissement prononcé. Lors des précédentes récessions, le taux effectif des fonds fédéraux a baissé grosso modo de 500 points de base en moyenne. Aujourd'hui, le potentiel de baisse n'est que de 175 bp (en supposant bien sûr que les taux ne passent pas en territoire négatif aux US), ce qui rend plus nécessaire que par le passé le recours à des politiques budgétaires un peu plus expansionnistes. Ce sera certainement un sujet de débats important à l'occasion de l'élection présidentielle de novembre prochain (voir notre Special Topic en page 4). Dans la zone euro, les mesures accommodantes décidées par la BCE et les appels pour un relais budgétaire devraient continuer à soutenir l'économie. Christine Lagarde, la nouvelle présidente de la BCE, a récemment déclaré que les pays en excédent budgétaire (comme l'Allemagne NDLR) n'ont pas fait tous les efforts nécessaires pour soutenir l'économie et qu'ils devraient faire l'objet de plus d'attention. La croissance du PIB de la zone euro devrait s'établir autour de 1% en 2020 avec quelques éléments fondamentaux plaçant pour une accélération de la consommation et de l'investissement. En Chine, Pékin vise à prendre des mesures pour limiter les risques résultant d'un endettement excessif, même si cela devait entraîner une croissance un peu moins dynamique. Néanmoins des mesures de relance viendraient à compenser les conséquences d'une éventuelle aggravation du conflit commercial avec les Etats-Unis et les appels en faveur d'investissements publics pour stimuler la croissance économique se sont multipliés à la fin de l'année dernière.

Boursièrement, il va être difficile de rééditer les performances supérieures à 20% de l'année pas-

	Q4 2019	FY 2019	Close 31/12/19
DOW JONES	6.02%	22.34%	28 538.44
S&P 500	8.53%	28.88%	3 230.78
FTSE 100	1.81%	12.10%	7 542.44
EUROST.50	4.92%	24.78%	3 745.15
CAC 40	5.29%	26.37%	5 978.06
FTSE MIB	6.33%	28.28%	23 506.37
MSCI EM	11.36%	15.42%	1 114.66
CRUDE OIL	12.93%	34.46%	61.06
GOLD	3.04%	18.31%	1 517.27
EUR/USD			1.1213
EUR/CHF			1.0856
EUR/GBP			0.84593
EURIBOR 1M			-0.438%

sée. Si les ratios cours/bénéfices prévisionnels sont conformes à la moyenne historique sur l'Europe et les pays émergents, ils sont aujourd'hui un peu tendus aux US avec un P/E estimé de 18.60 vs 14.7 de moyenne depuis 1985. En outre le potentiel de baisse des taux n'est pas illimité sur ces niveaux. Et dans une économie mondiale caractérisée par une croissance économique modeste et des coûts salariaux plutôt orientés à la hausse, il n'est pas évident que les entreprises soient en mesure d'accroître sensiblement leurs bénéfices. Pour 2020, le consensus table sur une hausse des bénéfices par action d'environ 10% pour les Etats-Unis et les pays émergents, et de plus ou moins 5% pour l'Europe. Si l'on considère une certaine normalisation des multiples sur les US et des valorisations stables par ailleurs, les performances boursières en 2020 devraient dès lors en toute logique être globalement inférieures à 10%.

Sur le front obligataire, il apparaît peu probable que les rendements des obligations gouvernementales se tendent fortement aux Etats-Unis comme en Europe dans les prochains mois. L'inflation a été très modérée ces dernières années et les prévisions 2020 restent dans la droite lignée de 2019 pour tout un tas de raisons structurelles et notamment démographiques et technologiques. Attention, ce scénario pourrait toutefois être infirmé en cas de brutale hausse des prix du brut ou en cas d'accélération surprise de la croissance US qui pourrait dès lors générer une tension momentanée sur les taux longs. En Europe, le Quantitative Easing devrait se poursuivre et les taux directeurs demeurer encore négatifs dans le proche avenir. Ceci dit, les performances proches ou supérieures à 10% observées sur un certain nombre de fonds obligataires européens ou américains nous semblent un peu trop ambitieuses pour 2020. L'essentiel de la baisse des taux et du rétrécissement des spreads a déjà été fait l'an passé. La dette des marchés émergents s'est pour sa part bien comportée en 2019 suite à l'inflexion accommodante



de la politique monétaire aux Etats-Unis. En 2020, les taux longs de référence devraient rester bas, aidant ainsi à la stabilité des revenus des obligations émergentes. Qui plus est, le potentiel d'appréciation de bon nombre de devises émergentes devrait contribuer à des performances comprises entre 5 et 10% sur cette classe d'actif l'année prochaine.

Un mot sur le changement climatique, phénomène qui risque de devenir de plus en plus disruptif tant pour l'économie mondiale que pour les investisseurs. En dépit de l'accord de Paris sur le climat signé en 2015 et de son objectif ambitieux de contenir d'ici à 2100 le réchauffement climatique « bien en dessous de 2°C par rapport aux niveaux pré-industriels », il apparaît aux yeux de nombreux spécialistes que les politiques actuellement menées nous conduisent plutôt vers une augmentation de l'ordre de 4°C avec de multiples conséquences négatives : fonte de la banquise et des glaciers entraînant une augmentation du niveau de la mer de près de 9 mètres, mettant ainsi plus de 500 millions de personnes en danger ou en situation d'être déplacés, vagues de chaleurs extrêmes pouvant entraîner des incendies majeurs comme nous le voyons actuellement en Australie, risques d'extinction de bon nombre d'espèces animales et végétales... Ceci va contraindre les gouvernements à prendre des mesures qui ne seront pas sans conséquence sur bon nombre d'industries : restrictions importantes dans l'utilisation du plastique, durcissement des normes en matière d'efficacité énergétique et rénovation des bâtiments existants, révolution dans le secteur automobiles avec la disparition progressive des moteurs à combustion interne au profit des moteurs électriques, élimination graduelle du charbon, changement des habitudes alimentaires (vers moins de viande bovine ?)...

L'industrie de la Finance est en train de s'adapter à grand pas et nous serons chez 2PM très attentifs à cette nouvelle donne. L'Europe en particulier

est très active en la matière et utilise l'outil législatif (Taxonomy) pour aider à combler le manque de financement estimé à 180 milliards d'euros par an pour atteindre l'objectif de réduction de 40% des gaz à effets de serre de l'accord de Paris. L'Union Européenne va donc inciter fortement le secteur financier à ré-orienter les investissements vers des secteurs et des technologies plus axées sur le développement durable dans le but de contribuer à la création d'une économie circulaire low-carbon, sans impact négatif sur le climat. Déjà l'industrie des fonds est en pleine évolution. De plus en plus de véhicules d'investissement ESG/ISR sont créés et de plus en plus d'argent est investi sur ces supports. Ainsi, en 2019, plus de 70 milliards d'euros sont allés sur les fonds sustainable en Europe. C'était moins de 30 milliards par an de 2009 à 2015.



2PM ne restera pas inactive sur ces sujets philosophiquement importants pour nous et nous ambitionnons de pouvoir proposer à nos clients des portefeuilles 100% compatibles ESG (Environment, Social, Governance) dans le courant de l'année 2020, aux côtés bien sûr de notre offre existante. A suivre donc, et Meilleurs Vœux pour cette nouvelle année. !
C.Carrafang

Grand Angle

PSYCHOLOGIE ET MARCHES FINANCIERS

Partant de la théorie classique selon laquelle les hommes sont le plus souvent rationnels et logiques dans la maximisation de leur richesse, le monde de la finance a longtemps considéré que l'évolution des marchés financiers obéit à des lois bien établies fondées sur l'efficacité. Or l'ampleur de plusieurs grandes crises au cours des 20 dernières années a été l'occasion d'un renouvellement de la réflexion économique et financière, en particulier dans l'étude de la finance comportementale. Si des premiers travaux avaient été entrepris au début des années 80, c'est véritablement après l'éclatement de la bulle internet au tournant du siècle qu'elle a pris son essor. Krachs boursiers et bulles spéculatives ont conduit en effet un grand nombre d'universitaires et de praticiens à s'interroger sur la pertinence de ces théories et à travailler sur d'autres données, en particulier la psychologie.

En décembre 2016, Alan Greenspan, alors Gouverneur de la Réserve Fédérale américaine, avait mis en garde les investisseurs contre le risque lié selon lui à la revalorisation trop rapide des actifs financiers. L'expression « exubérance irrationnelle » utilisée le 5 décembre 1996 lors d'un discours télévisé est restée célèbre : « comment sait-on si l'exubérance irrationnelle n'a pas tiré indûment la valorisation des actifs et dans quelle mesure ne risque-t-elle pas de provoquer une contraction longue et inattendue comme l'a expérimenté le Japon dans la décennie précédente ? ». Il aura fallu attendre un peu plus de trois ans et le printemps de l'an 2000 pour que l'avertissement lancé par M. Greenspan soit plus qu'entendu. Entre mars 2000 et son plus bas en septembre 2001, l'indice S&P 500 américain aura subi une baisse de plus de 40% et l'indice qui rassemble les valeurs technologiques, le Nasdaq, se sera effondré au cours de la même période de plus de 70%.

Comment donc essayer d'intégrer la dimension psychologique dans le processus d'investissement?

Les Américains ont développé une série d'outils plus ou moins sophistiqués qui permettent de mesurer le degré de confiance des investisseurs. Parmi les indices souvent retenus, on en mentionnera deux à titre d'exemple facilement accessibles: D'abord, le traditionnel sondage de la société Institutional Investor qui interroge un panel d'investisseurs sur leurs perspectives d'investissement. L'autre plus sophistiqué, l'indice des options « put & call ratio » mesure l'écart entre options de vente et options d'achat. L'idée est que si un grand nombre d'investisseurs se sont déjà couverts, le risque de baisse devient plus limité.

Il en résulte pour certains de façon paradoxale que lorsque le sentiment des investisseurs semble trop optimiste, il convient de faire preuve de prudence et inversement. En janvier 2018, la confiance était au zénith et l'année se sera révélée particulièrement désastreuse. Inversement en décembre 2018, l'optimisme était au plus bas et l'exercice 2019 aura fourni la 3ème meilleure performance des 20 dernières années. Pour l'année qui s'ouvre, le sentiment de marché est plutôt dans sa partie haute mais sans excès, ce qui semble a priori rassurant.

Le développement spectaculaire au cours des dernières années de la gestion quantitative et l'utilisation croissante de robots basés sur un ensemble d'algorithmes mathématiques provient de ce souci d'échapper au facteur humain. Puisque l'émotion est source d'inefficacité, supprimons-la en remplaçant l'homme par la machine. Même si celle-ci est appelée à prendre de plus en plus d'importance, aussi longtemps que l'intervention humaine se manifesterait, même à minima, le marché continuera de surprendre. C'est là son charme et sa faiblesse. Et l'on continuera d'attendre encore longtemps des prophéties souvent très anciennes aux facultés auto-réalisatrices étonnantes comme par exemple: « Sell in May and go away ». 2019 aura parfaitement répondu à cet adage traditionnel. Qu'en sera-t-il du cru 2020 ?

G. de Villaines



Macroéconomie

Vers une nouvelle année de croissance molle sans inflation?

USA : Une fin d'année sous le signe de l'amélioration, où l'on observe :

- Le rebond de l'ensemble du secteur immobilier, porté par la baisse des taux d'intérêt.
- La bonne tenue du marché de l'emploi ; sur les onze premiers mois de l'année, l'économie américaine a créé 1,9m d'emplois, contre 2,4m un an plus tôt.
- L'optimisme retrouvé des petites et moyennes entreprises.
- Mais toujours une activité manufacturière en détérioration, avec l'indicateur de décembre qui ressort à 47,2, un plus bas depuis 10 ans.
- Toutefois la récession envisagée par beaucoup il y a un an ne s'est pas matérialisée, et la croissance américaine de cette année sera probablement autour des +2,3%.

Europe :

- L'économie de la Zone Euro, sous l'impact des mesures de la BCE, se stabilise et devrait terminer l'année sur un rythme de croissance de +1,3%.
- Même s'ils ne sont toujours pas fameux, les chiffres économiques sont meilleurs de ce qui était attendu par les prévisionnistes.
- L'activité manufacturière se stabilise, et devrait repartir progressivement dans les prochains mois. L'activité des services rebondit sensiblement en décembre à 52.8.
- La grosse surprise provient du passage de témoin (provisoire ?) du leadership économique de la Zone, entre l'Allemagne et la France. Pour la deuxième année consécutive, la croissance française en 2019 sera meilleure à +1.3% alors que l'Allemagne va flirter avec la récession (+0,5%).
- L'Allemagne souffre de ce qui a fait sa force : l'activité manufacturière et l'exportation.

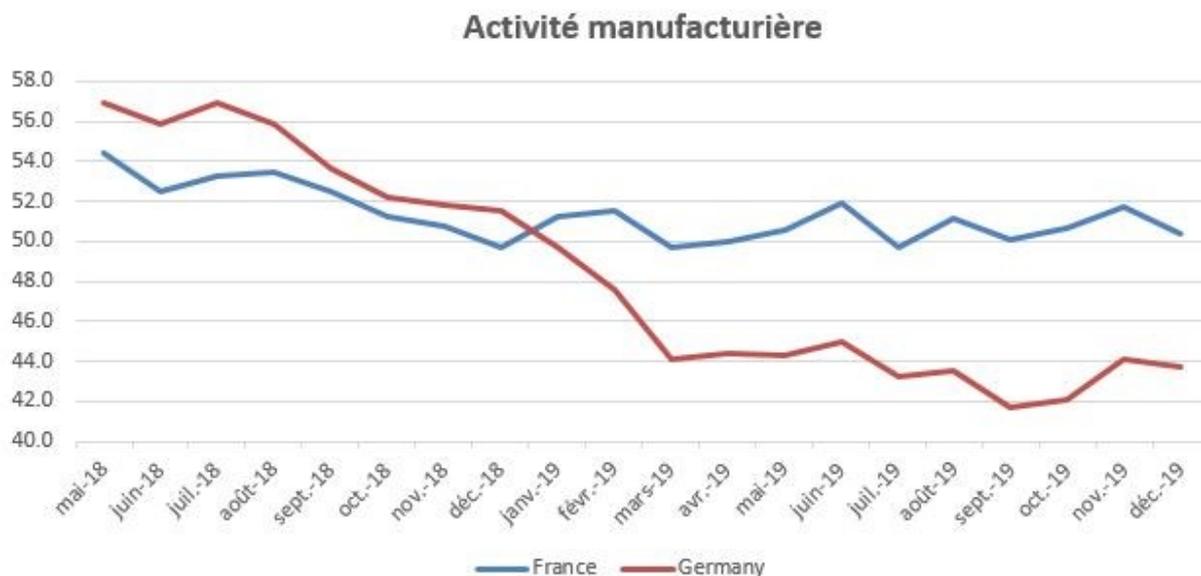
Chine :

- On observe une nette amélioration de l'activité économique en Chine depuis la fin de l'été ; les effets des stimuli monétaires et budgétaires se font sentir.
- Les taux d'intérêts poursuivent leur baisse grâce aux interventions de la Banque de Chine sur les taux de réserve des banques.
- A court terme, La crise du porc fait pression sur l'inflation qui fait un bond à +4,5% sur le dernier trimestre.
- Les autorités veulent éviter de relancer leur économie juste sur la base de l'augmentation de l'endettement. Elles favorisent plutôt la croissance de la consommation par des baisses d'impôts et font de la lutte contre la pollution une priorité.

Prévisions :

- 2020 sera encore, notamment dans les premiers mois, une année de croissance mondiale molle avec une inflation très contenue (hors effet pétrole d'une confrontation Iran/USA).
- A ce jour, l'inflation reste globalement basse ; +1% dans la Zone Euro, +2,1% aux USA, au même niveau que les taux de croissance nominaux observés.
- D'après les spécialistes, la croissance du PIB américain devrait atteindre difficilement les 2% cette année tandis que celle de la Zone Euro devrait légèrement baisser de +1,2% à +1%. Mais comme d'habitude, ces prévisions ne tiendront qu'un trimestre, et elles seront bien vite révisées à la hausse ou à la baisse.

La bonne performance relative de la France par rapport à l'Allemagne





Special Topic

Les élections américaines : un des enjeux majeurs pour les marchés américains en 2020.

Dans une Amérique extrêmement polarisée politiquement où chacun des sympathisants des deux grands partis ne sont pas près aux moindres concessions, le marathon des élections présidentielles est parti sur des bases élevées. Ce scrutin sera en réalité un référendum pour ou contre **Donald Trump**.

Côté républicains, le président sortant, malgré les déboires d'un « impeachment » qui n'a quasiment aucune chance d'aboutir, conserve toujours le soutien indéfectible du parti et s'appuie surtout, aux yeux de sa base électorale, sur un bilan économique et de politique internationale solide.

Allan Lichtman, politologue américain, a identifié 13 critères importants pour qu'un candidat remporte une élection. Selon lui le succès est assuré dès lors que 8 de ces critères sont atteints. Les éléments qui militent pour Donald Trump sont les suivants :

Il est président en exercice, il n'a pas d'opposant au sein de son parti, il n'y a pas de candidat sérieux au sein d'un troisième parti, l'économie ne sera pas en récession en 2020, la croissance économique sur son mandat a été supérieure à celle de son prédécesseur, une réforme importante a été mise en place : la réforme fiscale et il n'y a pas eu de mouvements sociaux majeurs.

Pour bien faire il lui en faudrait un 8ème, et comme il a perdu les élections de mi-mandat,

il lui resterait un des critères suivants à obtenir : Pas de scandale majeur (impeachment), pas d'échec en politique extérieure (?), une victoire en politique extérieure (l'accord avec les chinois ?), être charismatique (on peut en débattre), et ne pas avoir d'opposant charismatique.

Côté démocrate, les primaires ont commencé fin 2019, ils sont partis à 25 et il en reste encore 13 ce qui constitue un record dans l'histoire de la politique américaine. A en croire les sondages, 4 candidats se détachent.

Le premier **Joe Biden**, 77ans, en est à sa troisième tentative. Il représente le pôle centriste du parti, libéral et libre échangiste. Pour les marchés financiers il représente le candidat le plus « pro marchés ».

En seconde position des sondages on trouve **Bernie Sanders**, 78 ans, qui si élu serait le premier président « socialiste » des Etats-Unis, avec la volonté de mettre en place une couverture sociale universelle, une hausse du salaire minimum, et une augmentation des impôts sur les sociétés de 3% à 4%, ce qui ne serait pas du goût des marchés.

En troisième position, en perte de vitesse depuis la fin de l'été, on trouve **Elisabeth Warren**, 70 ans, farouche opposante à Wall Street, qu'il faut « domestiquer », voulant interdire le fracking (fracturation hydraulique pour le gaz de schiste), démanteler les GAFAs, augmenter le salaire minimum et fortement augmenter les impôts des grandes sociétés (+7%), au profit des petites et moyennes entreprises. Une poli-

tique fortement inflationniste qui rendrait les marchés plus que nerveux.

La figure de l'outsider est aussi le plus jeune, 37 ans, **Pete Buttigieg**, se positionnant comme la relève du parti dont les cadres sont vieillissants, mais manquant d'expérience nationale.

On en saura plus assez vite, les primaires commenceront le 3 février (Iowa), et la grande échéance du 3 mars (super Tuesday) sera déterminante, avec pas moins de 40% des délégués élus ce jour-là.

Par la suite, la bataille sera indécise jusqu'au bout entre Trump et son opposant avec en toile de fond un débat centré en partie une nouvelle fois sur l'immigration, la santé, les questions budgétaires mais également sur le dossier de l'impeachment. Les dossiers chinois, iranien et celui du poids des grandes sociétés technologiques étant plus consensuels.

Mais quelque-soit le ou la vainqueur du scrutin, il/elle aura du mal à faire passer les mesures de son programme car comme ces dernières années, le sénat (qui va renouveler un tiers de ses membres), devrait rester aux mains des républicains et la chambre des représentants, qui va se renouveler entièrement, devrait rester elle à majorité démocrate. Un casse-tête donc qui va réduire les ambitions de chacun et pourrait favoriser un certain statu quo.

D. Liegeois



AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 6 janvier 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.