

Juillet 2019

## Editorial

Plus que jamais, ce deuxième trimestre 2019 aura été sous la double influence des banquiers centraux et du compte Twitter du président américain. Son double tweet du 5 mai dernier annonçant une nouvelle salve de taxes douanières sur les importations chinoises aura en effet mis le feu aux poudres, mettant un coup d'arrêt au rallye boursier qui s'était développé depuis 4 mois.

Tout allait pourtant pour le mieux. La période de publication de résultats des entreprises américaines pour le premier trimestre avait globalement bien commencé. Et même lorsqu'il avait laissé entendre, lors de la dernière réunion de la Fed, qu'une baisse des taux n'était pas à l'ordre du jour, le président de la Banque centrale américaine n'avait quasiment pas entamé l'optimisme des investisseurs. La Bourse chinoise avait gagné près de 30 % depuis le début de l'année, et le S&P 500 était tout proche de son sommet historique, avec une hausse de quelques 25% depuis le point bas du 24 décembre dernier. La reprise s'annonçait d'autant plus durable qu'un accord entre Pékin et Washington sur la guerre commerciale semblait imminent. Malheureusement, les deux tweets publiés dimanche par D. Trump ont troublé cette quiétude. Le locataire de la Maison Blanche a en effet annoncé que le taux de 10 % portant sur 200 milliards de biens chinois serait rapidement porté à 25 %. Avec la menace, si les négociations devaient patiner, de taxer à 25 % environ 325 milliards d'importations supplémentaires.



...of additional goods sent to us by China remain untaxed, but will be shortly, at a rate of 25%. The Tariffs paid to the USA have had little impact on product cost, mostly borne by China. The Trade Deal with China continues, but too slowly, as they attempt to renegotiate. No!

09:08 - 5 mai 2019

La réaction des marchés ne s'est pas fait attendre, l'indice S&P500 reculant de près 7% dans les quatre semaines qui ont suivi. Recul de même ampleur sur les bourses européennes, avec un repli plus marqué sur les secteurs plus directement liés à la Chine comme le luxe ou le secteur automobile, tandis qu'Hong-Kong dévisait de 10%. Cette réaction brutale des investisseurs n'est finalement guère surprenante car les marchés s'étaient un peu endormis sur le risque d'escalade dans les tensions commerciales, se laissant surprendre par la tactique de D. Trump, pourtant déjà éprouvée, de menaces musclées et pression maximale avant d'affiner et d'arriver à ses fins. Stratégie certes risquée car les Chinois sont par nature peu enclins à négocier avec un pistolet sur la tempe, mais stratégie vraisemblablement basée sur le constat que les deux super puissances ont investi trop de capital politique pour laisser le conflit s'emballer trop fort. D'autant que les conséquences économiques ne seraient pas neutres. En effet, plus de 90% des biens déjà taxés étaient des biens intermédiaires. Ces taxes n'avaient donc que peu d'effet direct sur les prix payés par les consommateurs. Mais avec l'escalade de 25% sur 325 milliards supplémentaires, c'est l'ensemble de l'économie qui pourrait être pénalisée, les experts estimant qu'une guerre commerciale dure pourrait faire perdre presque un point à la croissance mondiale.

C'est sans doute la prise en compte de cette réalité qui a conduit à la nouvelle trêve conclue entre la Chine et les Etats-Unis en marge du dernier G20 à Osaka la semaine passée. Il est vrai que dans un contexte de ralentissement généralisé des profits, la baisse de l'investissement des entreprises observée ces derniers mois pourrait faire craindre une pause voire une décline dans les embauches, impactant négativement les dépenses des consommateurs et renforçant par là-même les risques de récession. Beaucoup trop dangereux à l'aube d'une année 2020 qui va être pour Donald Trump une année de campagne électorale en vue de sa réélection. Washington a donc renoncé à imposer des droits de douanes supplémentaires sur les importations chinoises et les négociations en vue d'un accord devraient reprendre, après plusieurs semaines de relations plutôt fraîches entre Pékin et la Maison Blanche. Les opérateurs n'ont pas boudé leur plaisir, propulsant avec enthousiasme l'indice S&P500 au-delà du plus haut historique des 2955 points. Même dynamique en Europe avec la rupture des 3500 points sur l'indice Eu-

	Q2 2019	YTD	Close 28/06/19
DOW JONES	2.59%	14.03%	26 599.96
S&P 500	3.79%	17.35%	2 941.76
FTSE 100	2.01%	10.37%	7 425.63
EUROST.50	3.64%	15.73%	3 473.69
CAC 40	3.52%	17.09%	5 538.97
FTSE MIB	-0.24%	15.88%	21 234.79
MSCI EM	-0.31%	9.22%	1 054.86
CRUDE OIL	-2.78%	28.76%	58.47
GOLD	9.07%	9.90%	1 409.45
EUR/USD			1.1373
EUR/CHF			1.1104
EUR/GBP			0.8958
EURIBOR 1M			-0.388%

rostoxx50, qui, à l'instar de l'indice américain, était reparti à la hausse depuis le début du mois de juin, grâce au positionnement très accommodant des grandes banques centrales.

Fed et BCE, avec des discours bien calibrés, ont en effet grandement contribué à la bonne tenue des marchés actions depuis le début de l'année, exception faite de ce difficile mois de mai que nous venons d'évoquer. D'aucuns pourraient rajouter que le virage à 180 degrés des banquiers centraux fut aussi le véritable élément de surprise du premier semestre. La rapidité et la force avec laquelle les autorités monétaires sont passées d'une politique stricte fin 2018 à une stratégie de stimuli est du jamais vu. Pour la banque centrale américaine, la différence par rapport au taux directeur attendu atteint au moins 1,5 point de pourcentage: de 3 à 4 hausses de taux prévues fin 2018, les opérateurs se sont désormais mis à anticiper 2 à 3 baisses de taux. Les raisons de ce revirement sont tout aussi remarquables. Ce n'est pas tant une réaction à un changement de la réalité économique, car l'économie américaine a plus ou moins évolué comme prévu au cours du premier trimestre. La Fed semble pour le moment, et c'est plutôt rare, surtout réagir à la nervosité constatée sur les marchés financiers et à l'énorme baisse des estimations en matière d'inflation de la part des opérateurs. Dans la zone euro également, les anticipations en matière d'inflation sont retombées à des niveaux sans précédent. Concrètement, les marchés ne semblent plus croire que les banques centrales maintiendront à court terme leur objectif d'inflation de plus ou moins 2%. Pour aller à l'encontre de cette perception, la Fed et la BCE ont multiplié les discours dovish, i.e. accommodants, avec de nouveaux stimuli en perspective sur toute la palette des instruments à disposi-



tion. Sur un plan strictement économique, certains économistes se demandent même publiquement si de telles baisses de taux seraient utiles aux Etats-Unis alors que D. Trump use de tout son poids pour les voir se matérialiser.

C'est dans ce contexte beaucoup moins hawkish (i.e. combatif contre l'inflation N.D.L.R.) que les taux de rendement obligataires à long terme ont baissé dans des proportions que personne ne soupçonnait en début d'année. Ainsi, le 10 ans US se détendait-il de 2.685 à 2.006% au 28 juin, tandis que le rendement du Bund allemand à 10 ans refluit de 0.24 à -0.33% ! Il devient dès lors compliqué aujourd'hui pour l'investisseur base EUR de trouver des rendements décents sur le marché obligataire, même en dégradant substantiellement la qualité des émetteurs. Ceci explique aussi largement le rallye observé sur les marchés actions : Beaucoup d'investisseurs, pas forcément très investis en début d'année après la purge de 2018 et décontenancés par les rendements monétaires négatifs et la faiblesse des rendements des papiers à taux fixes, sont dès lors contraints de re-renter sur les bourses mondiales, alimentant ainsi la hausse des cours. Autre facteur plus mathématique, mais tout aussi pertinent, les valorisations montent mécaniquement avec la baisse des taux. Qu'est-ce qu'un cours de bourse finalement, si ce n'est l'actualisation des flux futurs d'une entreprise ? Et bien, quand le taux d'actualisation baisse au dénominateur, la valeur d'entreprise monte. Imparable. Enfin, les nombreuses fusions/acquisitions (United Technologies-Raytheon, Cap Gemini-Altran, Abbvie-Allergan...) ainsi que les programmes de rachat d'actions ont soutenu la cote. Fin avril, on estimait à 300 milliards de dollars le montant investi depuis le début de l'année par les entreprises américaines dans leurs propres actions. En Europe, les rachats d'actions sont à leur plus haut niveau depuis dix ans. Avec des taux aussi bas, il est tentant pour bon nombre de compagnies européennes de s'endetter pour racheter ses propres actions...

Une question se pose dès lors : Ce rallye peut-il se prolonger encore dans les prochains mois ? Difficile de répondre à cette question tant les différents segments de marché semblent intégrer des choses différentes. Les mouvements récents au niveau des courbes des taux US comme européenne laissent entrevoir que les spécialistes obligataires anticipent une escalade de la guerre commerciale, des données macro-économiques toujours plus en demi-teinte et des anticipations d'inflation toujours plus basse. Au moment où nous écrivons ces lignes, le 10Y US vient de repasser sous la barre des 2%...A l'inverse, il est clair que ceux qui achètent encore aujourd'hui les marchés actions voient plutôt le verre à moitié plein et ont tendance à se concentrer sur les politiques très accommodantes des banques centrales (avec des taux courts comme longs qui vont rester durablement bas), la puissance du stimulus chinois et l'espérance d'un accord prochain entre Washington et Pékin à la veille d'une année électorale en Amérique.

Nous aurions plutôt tendance à nous situer dans le deuxième camp, trouvant que les marchés actions recèlent aujourd'hui plus d'opportunités que les marchés obligataires devenus franchement chers. Cependant, deux inconnues d'ordre géopolitique vont nous conduire à rester extrêmement vigilants dans les prochains mois. Tout d'abord, la montée des tensions dans le détroit d'Ormuz dans un contexte d'escalade verbale entre l'Iran et les Etats-Unis sur fond de volonté américaine de renégocier l'accord sur le nucléaire iranien. Et deuxièmement, l'inconnue du Brexit (voir notre Grand Angle ci-dessous) qui pourrait en cas de sortie sans accord du Royaume-Uni sous l'égide du fantasme B. Johnson couter à l'Europe quelques points de croissance. La diversification va dès lors rester cruciale, notamment vers les pays émergents qui bénéficieront de valorisations toujours attractives en relatif, en particulier l'Asie et la Chine, incontournable aujourd'hui dans un portefeuille monde.

C. Carrafang

## Grand Angle

### BREXIT OR NOT BREXIT, ALBION PERFIDE OU CANDIDE ?

*Sans doute pour la première fois de son histoire, le Royaume de Sa Très Gracieuse Majesté donne une image de flottement qui suscite l'étonnement voire l'ironie de la communauté internationale. Après avoir voté en faveur de la sortie de l'Union Européenne il y a exactement trois ans, le Royaume-Uni semble dans une telle impasse que l'on finit par se demander s'il y aura Brexit (hard ou soft) ou pas Brexit? On sait d'ores et déjà que le candidat qui succédera à Theresa May au 10 Downing Street sera issu du camp pro-Brexit. L'un des paradoxes de la situation politique tenait à la personnalité modérément « pro Remain » en charge de mettre en oeuvre la sortie de l'U.E. L'alternative à présent est entre l'ancien maire de Londres Boris Johnson, figure excentrique de la vie politique anglaise et Jeremie Hunt, actuel Secrétaire d'Etat aux Affaires Etrangères, personnalité modérée du parti conservateur au profil très classique.*



*Le favori est Boris Johnson qui ne cache pas son désir de respecter le délai fixé en accord avec l'U.E au 31 octobre 2019... avec ou sans deal ! Un accord qui ne sera pas renégocié comme l'a confirmé la nouvelle Commissaire européen, Ursula von der Leyden. Arrivera-t-il à passer outre la volonté des députés aux Communes en majorité hostiles à une sortie sans accord sous la conduite du flamboyant speaker John Bercow ? Rien n'est moins sûr. Un bras de fer pourrait alors s'engager, les députés pouvant utiliser deux armes : l'une législative pour rendre impossible la sortie sans accord, l'autre de faire tomber le gouvernement. Dans les deux cas, la course contre la montre sera serrée car dans le climat actuel, peu nombreux sont les parlementaires désireux de se représenter prochainement devant leurs électeurs. Le nom de l'heureux élu sera connu dans la semaine du 22 juillet mais le suspense restera entier encore quelque temps avant d'arriver à la date couperet.*

*La tâche du futur Premier Ministre sera immense car par-delà la question européenne, se pose le défi de redonner confiance aux agents économiques, l'incertitude étant la pire ennemie des entreprises et des marchés financiers. IHS Markit a annoncé que l'économie s'était légèrement contractée au second trimestre pour la première fois depuis 2012 de même que l'indice des bonnes surprises économiques.*

*Ce contexte explique la contre-performance des actifs financiers britanniques depuis le referendum de 2016 à l'exception des obligations protégées par leur statut de valeur refuge. Les rendements obligataires se sont détendus dans les mêmes proportions que sur les autres grands marchés. Mais c'est sur la devise que la sanction a été lourde entraînant une dépréciation de la livre sterling de plus de 15% contre le dollar et l'euro et aussi par rapport à sa parité théorique de pouvoir d'achat. Pour les prochains mois qui seront sans doute plus volatiles, les écarts de prévision sont considérables. Face au dollar, les prévisions en cas de scénarios extrêmes vont de 1.15 à 1.45 contre 1.26 aujourd'hui. Il y a peut-être quelque chose à jouer pour les investisseurs les plus audacieux et ainsi faire d'une « Never Ending Story » un Happy End.*

G. de Villaines



## Macroéconomie

### LES CHAMPIONS DE L'EXPORTATION EN DIFFICULTE...

- Allemagne, Japon, Chine, Corée, Taiwan : les indices manufacturiers sont au plus bas, et indiquent toujours une récession manufacturière en cours.
- Cela traduit surtout les difficultés du secteur automobile (réglementations, mix énergétique) et de celui des semi-conducteurs (correction cyclique).
- Les tensions sino américaines retardent également les intentions d'investissement des chefs d'entreprises.

### MAIS IL Y A DES RAISONS D'ESPERER:

- Depuis la réunion du G20, on assiste à une accalmie des tensions sino-américaines.
- Certains indicateurs avancés comme le Baltic Dry Index, l'indice du prix des transports des matières premières industrielles, se renforcent depuis plusieurs mois (voir graphe ci-dessous).
- Les effets du plan de relance chinois devraient se faire sentir en seconde partie de l'année.
- De même aux USA, les législateurs démocrates et républicains négocient un plan pour le renouvellement et la réfection des infrastructures dans tout le pays, on parle d'une enveloppe de 1500 à 2000 milliards de dollars.

### FRANCE: UNE ECONOMIE PLUS DOMESTIQUE QUI TIRE SON EPINGLE DU JEU DANS CET ENVIRONNEMENT.

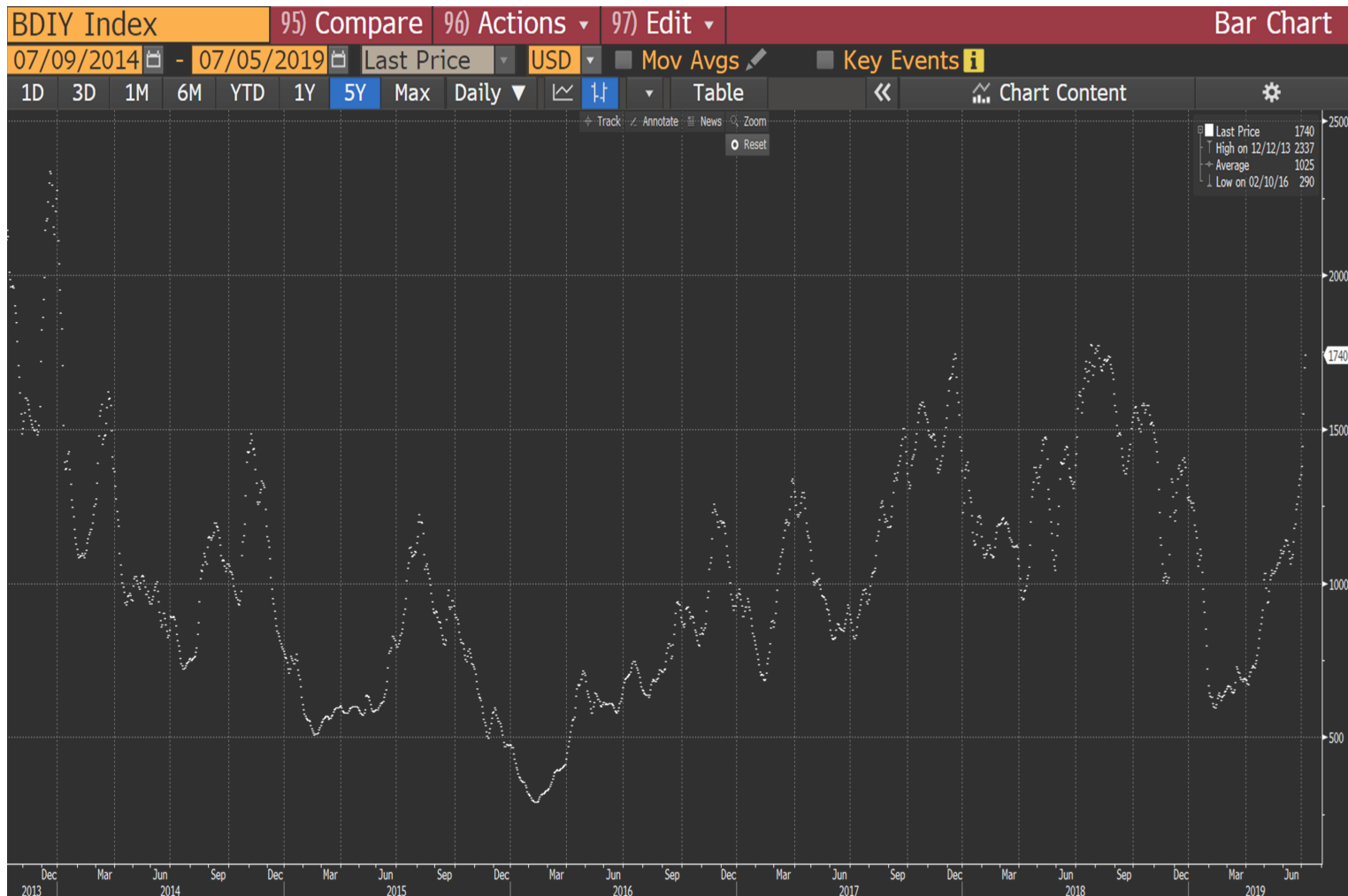
- Suite aux mesures prises par le gouvernement, la confiance des consommateurs rebondit fortement depuis le début de l'année.
- La consommation est de nouveau bien orientée.
- Le rythme de croissance française, +1.3%, est ainsi bien meilleur que celui de l'Allemagne à +0.8%.

### ETATS-UNIS: OU EN EST-ON DES CRAINTES DE RECESSION ?

- Les chiffres économiques déçoivent un peu, mais les effets de base sont importants, après une année à presque 3% de croissance.
- Les attentes de la croissance du PIB sont toujours fort correctes à +2.5%.
- L'indice des services est en retrait mais sur un niveau toujours élevé à 55.1.
- Les créations d'emplois restent soutenues, le mois de juin est très bon avec 224k créations d'emplois contre 72k le mois précédent.

*D. Liegeois*

Evolution du Baltic Dry Index depuis 2014





## Special Topic

### Libra ou la renaissance des crypto-devises ?

On les voyait moribondes, on les croyait finies et soudainement elles se sont réveillées. La plus célèbre d'entre elles, le Bitcoin, qui perdait plus de 80% depuis ses plus hauts de 2007, a rebondi en quelques mois de près de 300% avant d'abandonner fin juin près de 25% en 24 heures.

La hausse a été alimentée par les rachats massifs de positions de vente à découvert, mais pas seulement. Elle a également été soutenue par l'annonce de Facebook et d'une vingtaine d'autres entreprises de créer une crypto monnaie: la LIBRA. Avec ses 2.7 milliards de clients et 90m d'entreprises sur ses plateformes, Facebook veut créer sa propre monnaie (instrument d'échange ?), disponible pour tous, surtout pour ceux n'ayant pas l'accès à un compte bancaire. L'utilisation de la technologie Blockchain assurera la rapidité et la sécurité des transactions en ligne (voir schéma de fonctionnement ci-dessous).

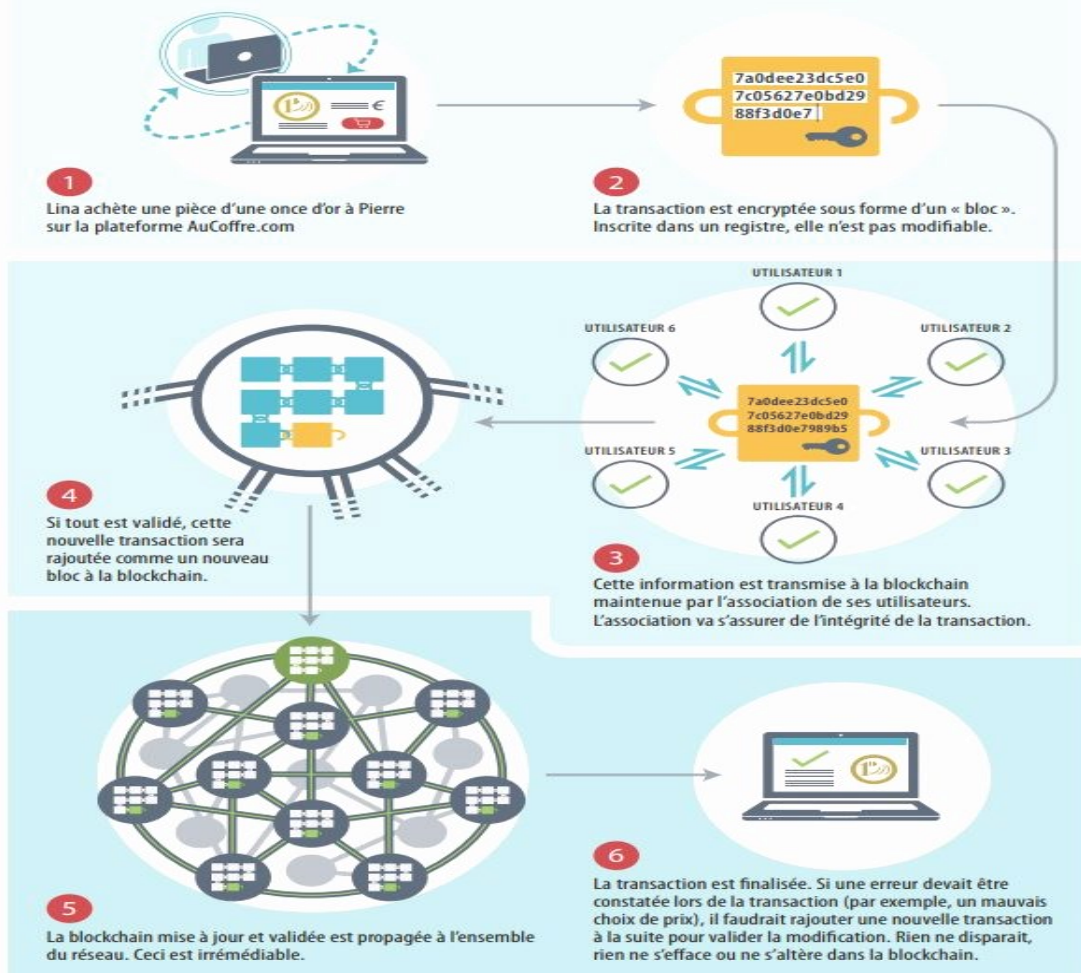
Jusqu'à présent, la valeur d'une crypto monnaie était déterminée uniquement par l'offre et la demande, avec des goulets d'étranglement sur l'offre dans les phases de hausse et inversement sur la demande dans les périodes de baisse. Celui qui entre à un certain prix donne la valeur à celui qui en sort. Ce qui rend le parallèle avec une organisation pyramidale (schéma de Ponzi) assez évident. Le fonctionnement de la Libra sera tout autre puisque à chaque création monétaire, la Libra Association s'engage à acheter l'équivalent en titres souverains dans des devises développées : USD, GBP, CHF, EUR et sa valeur variera en fonction d'un panier de devises déterminé. Ce mode de fonctionnement

s'apparentera dans le fonctionnement aux droits de tirage spéciaux du FMI, mais accessibles à tous.

Libra, nouvelle crypto monnaie ? Oui. Nouveau bitcoin ? Non. De par son fonctionnement, elle sera infiniment moins volatile et ne devrait donc pas faire l'objet de spéculations folles. Elle pourrait même s'apparenter à un simple outil de e-transaction. Personne n'a la réponse, Facebook elle-même ne le sait (ne le dit) pas encore et procédera pas à pas.

La Libra Association aura ainsi une partie des mêmes prérogatives qu'une Banque Centrale : la capacité de créer de la monnaie et la rentabilité de détention des titres souverains (intérêts). D'aucun craignent que l'utilisation de ce moyen d'échange puisse limiter à terme, si son adoption est une réussite, l'impact des politiques monétaires classiques ou même qu'il puisse dans certains pays émergents favoriser la fuite des capitaux et précipiter la chute d'une devise.

L'avenir nous dira si les consommateurs plébisciteront ce mode de paiement, mais la présence des rois du paiement en ligne : Mastercard, Paypal et Visa, est un signe que ce projet a du sens et qu'il ira loin. Dans tous les cas, cette annonce a fait réagir les banquiers centraux peu enclins à laisser le champ libre à l'arrivée d'une nouvelle consœur sans aucun attachement étatique. Dans ce cadre, et il était temps, la riposte s'organise. Les Banques centrales ont réagi en annonçant la création dans le cadre du G7 d'une task force sur les exigences anti-blanchiment et de connaissance du client à l'égard de ces nouvelles monnaies. De quoi les faire rentrer dans le rang ? *D. Liegeois*



#### AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 5 juillet 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.