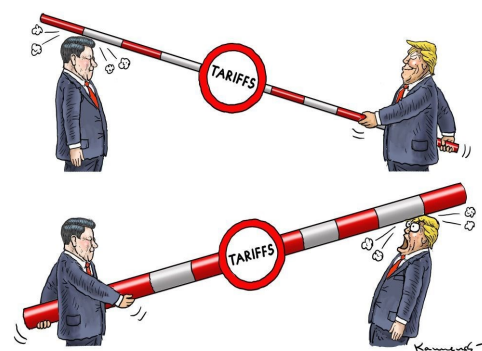


Juillet 2018

Editorial

Un premier semestre en dents de scie...

Les marchés actions avaient bénéficié l'an dernier d'un momentum favorable et cette belle tendance s'est poursuivie en janvier. Toutefois, la remontée des rendements des obligations gouvernementales, conséquence de la bonne santé des économies occidentales et des débuts de craintes inflationnistes dans l'esprit des opérateurs, a engendré un repli brutal des bourses dès février. Ainsi, l'indice S&P500 perdait-il près de 12% du 26 janvier au 20 février. Idem pour l'indice Eurostoxx50, reculant de plus de 10% entre le 23 janvier et le 09 février. Qui plus est, ce repli s'est produit dans un contexte de forte et rapide hausse de la volatilité qui a pris à revers bon nombre d'opérateurs jouant à l'inverse des stratégies de baisse de la volatilité. Le débouclage en urgence de certaines de ces positions a pu sans nul doute amplifier cette consolidation boursière. Un rebond technique s'est ensuite mis en place, rapidement avorté avec les déclarations offensives de Donald Trump sur la question du déficit commercial. A fin mars, l'Eurostoxx50 affichait de ce fait un repli de -4.07%, contre -1.22% pour le S&P (et -3.39% exprimé en EUR) et +0.93% pour le MSCI Emerging Markets (-1.28% en EUR).



Les opérateurs ont ensuite intégré ce risque de « guerre commerciale » et se sont concentrés sur les bons résultats du premier trimestre pour les entreprises américaines et sur les importants flux de rachat d'actions. C'est ce « focus » sur les fondamentaux qui a alimenté la hausse d'avril et mai sur l'Europe et les Etats-Unis, les bourses émergentes marquant elles un peu le pas avec la montée des craintes au sujet des conséquences du resserrement monétaire aux Etats-Unis sur les économies et devises émergentes, craintes de notre point

de vue un peu exagérées tant les situations individuelles sont spécifiques au sein de ces pays.

Le fait majeur du second trimestre aura incontestablement été le retour du risque politique en Europe, avec l'arrivée au pouvoir en Italie d'un improbable gouvernement de coalition alliant le parti anti-système, le Mouvement 5 Etoiles (M5S) avec la Ligue, le parti d'extrême-droite.



Ce mariage de la carpe et du lapin a sans surprise inquiété le marché obligataire et le rendement du BTP italien à 10 ans, qui tournait autour de 1.8% en avril, s'est brusquement tendu de 120 points de base pour aller tutoyer les 3%. Face à ce choc obligataire violent, la bourse italienne s'est drastiquement repliée, abandonnant 13% entre le 7 et le 29 mai. Autre conséquence de ce bouleversement transalpin, le « flight to quality » vers la dette souveraine allemande, avec un taux de rendement du Bund à 10 ans qui est passé de 0.65 le 15 mai à 0.20% en séance le 29 mai. A noter qu'en Espagne, le gouvernement Rajoy a été renversé par une coalition menée par le parti socialiste ce qui a provoqué également quelques tensions sur les Bonos, mais sans commune mesure avec celles observées sur la dette italienne.

Au niveau mondial, la détente sur l'épineux dossier nord-coréen est un peu passée à l'arrière-plan du fait de la surenchère du président américain sur le front commercial avec la Chine. Les craintes liées à l'exacerbation de ces tensions commerciales, avec tous les risques que cela peut comporter en termes de croissance mondiale a de nouveau fait décaler les marchés au mois de juin, certains secteurs, comme l'automobile étant tout particulièrement touchés.

Au 30 juin, l'Eurostoxx50 affiche ainsi un décevant -3.09%, mieux toutefois que les -7.68% réalisés par le MSCI Emerging Markets (-4.95% en EUR). Seul le S&P500 parvient à se maintenir en territoire positif, avec +1.67% YTD (et +4.68% en EUR).

	Q2 2018	YTD	Close 29/06/18
DOW JONES	0.70%	-1.81%	24 271.41
S&P 500	2.93%	1.67%	2 718.37
FTSE 100	8.22%	-0.66%	7 636.93
EUROST.50	1.01%	-3.09%	3 395.60
CAC 40	3.02%	0.21%	5 323.53
FTSE MIB	-3.50%	-1.04%	21 626.27
MSCI EM	-8.66%	-7.68%	1 069.52
CRUDE OIL	14.18%	22.72%	74.15
GOLD	-5.42%	-3.83%	1 253.17
EUR/USD			1.1684
EUR/CHF			1.1570
EUR/GBP			0.8847
EURIBOR 1M			-0.370%

Mais attention, cette bonne performance relative masque d'immenses disparités sectorielles et s'est faite sur un nombre très limité de valeurs. 75% de cette performance est en effet expliquée par 10 titres seulement, pour l'essentiel dans le secteur de la technologie, tandis que beaucoup de valeurs défensives ou de la vieille économie se trouvent actuellement sur des points bas.

Au niveau des banques centrales, la FED a donné sa feuille de route et va continuer sa politique de resserrement monétaire en opérant deux hausses supplémentaires cette année en plus des deux déjà effectuées. Pour la suite, les économistes sont divisés sur la capacité de la Réserve Fédérale Américaine à poursuivre dans le même sens en 2019. L'aplatissement de la courbe des taux US, avec un différentiel d'à peine 40 points de base entre le 2 ans et le 10 ans fait craindre à certains que la marge de manœuvre ne se réduise et que le cycle de hausse des taux soit bientôt terminé. D'autres sont au contraire beaucoup plus optimistes et voient d'autres hausses de taux l'année prochaine pour freiner une économie qui tourne en ce moment à plein régime. Mais on voit bien pour l'heure que les taux à 10 ans ont du mal à s'installer durablement au-delà des 3%. Conséquence directe des peurs de guerre commerciale qui affecterait la croissance mondiale ? Persistance de forces déflationnistes dans l'économie ? Les prochains mois nous le diront. En Europe, la BCE arrêtera ses achats d'actifs en décembre mais Mario Draghi a laissé entendre qu'aucune hausse des taux n'est prévue avant la fin de l'été 2019.



(suite de l'édito) Dans ce contexte, et en dépit de l'instabilité créée par le nouveau locataire de la Maison Blanche, nous restons constructifs sur la classe d'actif Actions, surtout après les replis observés en juin. En effet, la conjoncture économique mondiale reste bien orientée et l'environnement de taux bas, surtout en Europe, est bénéfique aux entreprises. Les indicateurs d'activité sont sur des points hauts aux Etats-Unis et sur des niveaux élevés en Europe et en Asie. La dynamique favorable des investissements des entreprises pourrait prendre le relai de la consommation privée pour soutenir la croissance, entreprises qui devraient afficher cette année une belle croissance de leurs résultats (+10% en Europe, +25% aux Etats-Unis, grandement aidées par la réforme fiscale). Nous restons en revanche plus circonspect sur la sphère obligataire, qui nous le voyons bien, pour ce qui est de la zone euro, souffre depuis le début de l'année (taux bas et spreads de crédit qui s'écartent). L'indice IBOXX Euro Liquid Corporates recule ainsi de -0.67% à fin juin, ce chiffre masquant des reculs plus importants encore dans la sphère High Yield. Nous regardons avec bienveillance les composantes de notre allocation alternative qui pourrait cette année encore tirer son épingle du jeu avec le retour de la volatilité. Et bien entendu, nous restons exposés sur notre panachage de fonds d'allocation d'actifs, qui dans l'ensemble sont à la peine en ce premier semestre, avec des performances comprises entre -1.00% et -3.70% YTD.

Grand Angle

Ne jamais vendre la peau de l'ours russe...

Comment la Russie surmonte-t-elle l'impact des sanctions ?

Les sanctions américaines de 2014 coïncidaient avec un déclin simultané des prix du pétrole et du cours du rouble. Cette fois, les prix du pétrole sont orientés à la hausse sous la forte demande mondiale et la bonne entente entre la Russie et le pays leader de l'OPEP, l'Arabie Saoudite. Dans le même temps, le cours du rouble a baissé et permis aussi d'amortir les nouvelles sanctions.

Des Fondamentaux économiques solides

La Russie a su ramener l'inflation au rythme de 2.4% par an, très proche de celui des grandes économies développées et présente des finances publiques qui se portent bien. La dette ne représente que 12% du PIB. En tant que créancier net vis-à-vis du reste du monde, le pays affiche aussi un large excédent de la balance des transactions courantes, suffisant pour amortir l'effet des sanctions. Les indicateurs avancés laissent par ailleurs présager d'une forte croissance du PIB, emmenée par le secteur de l'énergie, mais aussi d'un marché de l'emploi plus solide et d'une augmentation de la production industrielle. En stimulant les dépenses, le Mondial du mois de juin devrait également contribuer à compenser les sanctions. Et phénomène déjà observé ailleurs, le bon comportement de l'équipe nationale quelle que soit l'issue finale devrait être de nature à améliorer le moral du consommateur. Quant aux entreprises du pays, elles affichent une belle résistance, étant parvenues à réduire sensiblement leur dépendance à l'égard des capitaux occidentaux.

La nette reprise des marchés financiers

La solidité de l'économie russe se reflète également au niveau des obligations d'entreprises. Les spreads obligataires russes ne se sont élargis que de 60 points de base depuis l'annonce des sanctions et restent très en-deçà des niveaux critiques de 2008 et 2015 (voir chart ci-dessous). Le rouble, après avoir perdu 15% entre février et avril, s'est stabilisé et la Bourse, à la surprise de beaucoup, a retrouvé son niveau du début de 2017 avant la chute de 25% enregistrée au 1er semestre. Mais la raison fondamentale coïncide avec la forte reprise du prix du pétrole qui est passé en un an de USD 45 à USD 75.

Conclusion, la bourse russe est l'un des instruments les plus fiables pour tout investisseur qui veut prendre position sur le





Macroéconomie

Contexte : Rebond généralisé des surprises économiques ; les stratégestes, devenus trop pessimistes, se font surprendre.

EUROPE

- On observe un ralentissement de l'activité de la Zone Euro sur le premier semestre, après une très bonne année 2017.
- Une fois n'est pas coutume, les trois quart de la croissance en 2018 proviennent de la consommation des ménages, ce qui devrait soutenir les investissements futurs.
- Le marché du travail se porte bien avec en moyenne 220 000 postes de travail créés mensuellement sur la Zone. Parallèlement le taux de chômage recule à 8.4%, un plus bas depuis 5 ans. Il avait culminé à 12.1% début 2013.
- Les impacts des incertitudes politiques en Italie et en Allemagne, de la problématique migratoire et des tensions avec le président Trump, sont pour le moment limités.
- Le recul de l'euro sur le dernier trimestre devrait aider les exportateurs, mais accentuer l'effet inflationniste du renchérissement du pétrole.

CHINE

- A l'instar de l'euro, et dans les mêmes proportions (-6.5% sur le dernier trimestre), la devise chinoise se déprécie face au dollar américain. Malgré cela, l'inflation reste sous contrôle à +1.8% pour le mois de mai.
- L'activité manufacturière se stabilise suite aux éliminations des capacités excédentaires et à la lutte contre la pollution.
- La consommation intérieure se porte bien, les indices officiels et Caixin des services progressent depuis trois mois.

USA

- Depuis le point bas du mois d'avril, les indicateurs américains repartent à la hausse, l'indicateur manufacturier est au plus haut et celui des services s'en rapproche.
- Les indicateurs de nouvelles commandes laissent entendre que ce dynamisme pourrait se poursuivre.
- La confiance des consommateurs se maintient sur des niveaux élevés.
- Face à ces très bons indicateurs, les stratégestes cherchent à identifier ce qui pourrait mettre fin au cycle économique et provoquer un ralentissement important (voire récession), pour le moment Anne, ma sœur Anne ne voit rien venir.

Evolution de l'ISM Manufacturier depuis 2007





Special Topic

Ce que cache l'attitude de Trump face à la Chine

L'année 2018 est marquée par l'attitude belliqueuse du président Trump face à la Chine. Ses objectifs de court terme sont certainement liés aux élections de mi-mandat de novembre avec une volonté de ressortir face à ses électeurs comme le protecteur des emplois de la classe moyenne américaine face à « l'injuste concurrence » des multinationales étrangères.

Cette vision de court terme ne doit cependant pas masquer la préoccupation plus fondamentale de la formidable expansion chinoise dans deux domaines en particulier: la technologie, jusque-là chasse gardée des grands groupes américains de la Silicon Valley, mais également depuis peu dans le secteur de la défense avec un budget en forte hausse et des velléités de présence plus appuyée en Asie.

Le président et une partie de l'intelligentsia américaine se trouvent donc devant une problématique bien plus importante à leurs yeux, un danger de plus long terme. En effet, l'Amérique, première puissance économique mondiale depuis des décennies, pourrait perdre sa place dans un avenir pas si lointain face à la montée en puissance de l'empire du milieu. Déjà, en 2018, 18% de la croissance du PIB mondial vient de la Chine, contre 15% pour les USA.

Depuis la crise de 2008, chaque année ou presque, on nous promet la chute, l'effondrement ou une forte récession en Chine. Il faut se rendre à l'évidence, ce n'est pas pour tout de suite. Bien au contraire, et malgré les difficultés récentes, le pays progresse dans de nombreux domaines: une croissance bien plus équilibrée vers les services, la lutte contre la corruption, la diminution des capacités excédentaires, le tout avec une relative maîtrise des excès

d'endettement dans les secteurs productifs. Même la pollution endémique, a commencé à baisser notamment dans les grandes villes.

Tout n'est pas encore parfait mais la croissance générée ces dernières années est indéniablement de bien meilleure qualité ; 68% de la croissance du PIB vient désormais de la consommation, contre 42% en 2010.

Preuve de l'excellence visée, 38% des ingénieurs diplômés dans les secteurs de pointe sont chinois (5% sont américains), 43% des brevets mondiaux sont déposés en Chine ce qui fait dire à certains que la poursuite de la révolution technologique se fera en Chine. Sans compter que le marché des actions de développe (le deuxième en taille avec près de la moitié des « start up » au monde et de nombreuses introductions en bourse), même s'il est encore très sous-pondéré dans les indices et chez les investisseurs.

La prise de conscience des autorités américaines du « danger chinois » est encore montée d'un cran lors du discours de Xi Jinping, à l'occasion du renouvellement de son mandat fin 2017. Il en a profité pour indiquer les objectifs qu'il avait pour la Chine à horizon 2025 au niveau économique. D'aucuns attendaient un redimensionnement des grands groupes étatiques avec moult privatisations et ouvertures à la concurrence (comme l'envisagent les règles de l'OMC). Il n'en a rien été et la politique affichée et assumée sera de les renforcer, de les recapitaliser et d'en faire par là des concurrents sérieux aux principaux groupes américains.

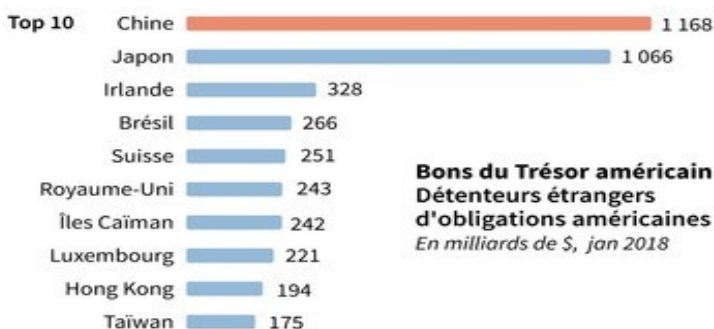
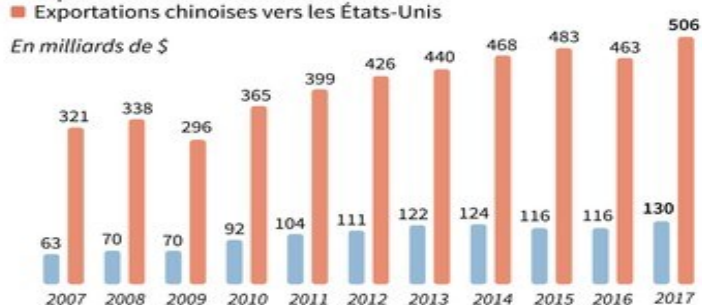
Dès lors, les négociations musclées de M. Trump sur les échanges commerciaux ne sont que le début d'une longue confrontation entre un géant qui veut se protéger d'un géant qui grandit.

Les liens économiques Chine - États-Unis

Commerce

- Exportations américaines vers la Chine
- Exportations chinoises vers les États-Unis

En milliards de \$



Bons du Trésor américain
Débiteurs étrangers
d'obligations américaines
En milliards de \$, jan 2018

Points forts en 2017

Exportations américaines :

En milliards de \$

- Avions Boeing et autres équipements d'aviation évalués à 16,3 milliards de \$
- Soja (12,4)
- Voitures neuves et d'occasion (10,5)

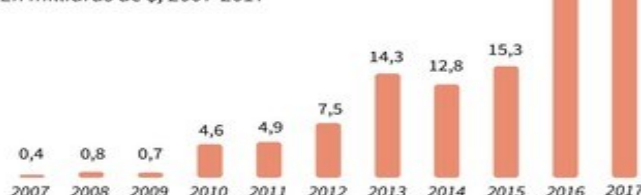
Importations américaines :

En milliards de \$

- Téléphones mobiles (70,4)
- Jouets et jeux (26,8)
- Vêtements (24,1)

Investissements directs chinois dans les industries américaines

En milliards de \$, 2007-2017



Sources : US Census Bureau, Trésor américain, Réserve fédérale, US-China-fdi.com

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 5 juillet 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.