

Octobre 2018

## Editorial

### Turbulences estivales...

Les nuages auront continué à s'amonceler sur les marchés financiers au cours de ces derniers mois, avec en premier lieu les initiatives musclées de D. Trump visant à corriger les déficits commerciaux bilatéraux des Etats-Unis, au risque de basculer dans une véritable guerre commerciale pour le moins anxiogène pour des opérateurs attentifs aux conséquences potentielles de cette surenchère de barrières douanières sur le commerce et la croissance mondiale. Qui plus est, ces craintes de guerre commerciale ont atteint leur paroxysme avant l'été, à un moment où l'activité a montré de légers signes d'essoufflement outre-Atlantique, avec un tassement momentané des indices ISM. Rajoutons à cela les premières semaines aux affaires de cette improbable coalition italienne (avec l'explosion à la hausse du « spread » entre l'Italie et l'Allemagne) et il n'en fallait pas plus pour que les bourses européennes dévissent de 7% entre le 22 mai et le 27 juin.

Fort heureusement, durant le mois de juillet, les publications de résultats des entreprises américaines pour le 2ème trimestre ont confirmé le dynamisme de l'économie US. Quelques titres, comme Facebook, ont certes été un peu volatiles, mais globalement, les investisseurs ont été rassurés, avec une croissance US finalement plutôt soutenue, bien aidée par le plan de relance de Trump et les baisses d'impôts. En Chine, les autorités ont multiplié les mesures, notamment monétaires, pour maintenir leur économie en ordre de marche. Globalement, la croissance mondiale restait bien orientée en ce début d'été et cela a été salué en juillet par les actifs risqués, actions comme instruments de crédit.



Hélas, le mois d'août, fidèle à une certaine tradition de faiblesse estivale sur fond de liquidité réduite, aura vu la plupart des actifs risqués marquer le pas, actions en tête, l'Eurostoxx50 dévissant par exemple de -3.76% sur le mois pour afficher un décevant -3.17% sur les huit premiers mois de l'année. Idem pour le MSCI Emerging Markets, avec un recul de -2.90% sur août (et -8.85% YTD). Pourtant, les nouvelles étaient bonnes sur le front macro-économique : progression des indicateurs de

sentiment et une croissance européenne révisée à 2.2% annualisée avec une inflation « core » ayant du mal à passer les 1%. D'où l'attitude très accommodante de la Banque Centrale Européenne sur les taux courts, au moins jusqu'à la fin de l'été 2019. Malheureusement, le fait politique a une fois de plus éclipsé ces bons résultats macro-économiques. Le dramatique effondrement du viaduc à Gênes et l'arrivée de nouveaux migrants en Méditerranée a engendré de nouvelles tensions entre le nouveau gouvernement italien et les autorités européennes, faisant s'élargir encore plus le « spread » entre le BTP italien et le Bund allemand. Pendant ce temps, les négociations se sont poursuivies entre l'UE et le Royaume-Uni sur la question du Brexit, engendrant incertitudes et pressions baissières sur la livre sterling. Les pays émergents ont continué pour leur part de souffrir des tensions commerciales et du rebond du dollar. Qui plus est, le dialogue s'est encore dégradé en août entre la Chine et les Etats-Unis, D. Trump menaçant d'appliquer 25% de barrière douanière sur 200 milliards de biens chinois (contre 10% précédemment). En ce qui concerne la Turquie, déjà en difficulté depuis le début de l'année de par le creusement de son déficit courant à 6% du PIB, la décision américaine d'augmenter les taxes à l'importation sur l'acier et l'aluminium turc a détérioré encore plus une situation déjà fragile. La lire turque a ainsi perdu quelques 32% contre USD sur le seul mois d'août (et -72% depuis le début de l'année) ! Dans ce contexte incertain, marqué également par des rapatriements massifs par les entreprises américaines, c'est l'ensemble des marchés émergents qui a largement reflué en août. Seule la bourse américaine aura finalement réussi à afficher une performance positive sur le mois, bénéficiant de belles publications macro-économiques et d'un formidable momentum sur les valeurs technologiques. Les chiffres de la consommation sont sortis au-dessus du consensus, une des conséquences de la réforme fiscale et d'un marché du travail en pleine forme, avec un taux de chômage à 3.7%, à faire pâlir d'envie bon nombre de pays européens.

Le début du mois de septembre s'est également révélé difficile, surtout pour les bourses européennes qui décidément ont bien du mal cette année à traduire en termes de performance positive l'amélioration des fondamentaux sur la Zone Euro. A l'approche de nouvelles annonces de barrières douanières contre la Chine et dans un contexte de discussions assez tendues avec le Canada sur le NAFTA, le creusement du déficit commercial américain a en quelque sorte révélé les premiers impacts de la guerre commerciale et ravivé les inquiétudes liées au protectionnisme. L'augmentation du déficit commercial a

	Q2 2018	YTD	Close 28/09/18
DOW JONES	9.01%	7.04%	26 458.31
S&P 500	7.20%	8.99%	2 913.98
FTSE 100	-1.66%	-2.31%	7 510.20
EUROST.50	0.11%	-2.99%	3 399.20
CAC 40	3.19%	3.41%	5 493.49
FTSE MIB	-4.23%	-5.22%	20 711.70
MSCI EM	3.67%	-9.54%	1 047.91
CRUDE OIL	-1.21%	21.23%	73.25
GOLD	-4.84%	-8.48%	1 192.50
EUR/USD			1.1604
EUR/CHF			1.1398
EUR/GBP			0.8904
EURIBOR 1M			-0.371%

été la plus importante depuis mars 2015 en se maintenant à des niveaux élevés, de l'ordre de 70 milliards de dollars par mois en 2018. De plus, la proximité des échéances électorales à mi-mandat a incité les investisseurs à la prudence face au risque de nouvelles mesures de la Maison Blanche. C'est ainsi que l'Eurostoxx50 dévissait encore de quelques 5% entre le 28 août et le 7 septembre. Fort heureusement, le redémarrage des négociations entre les Etats-Unis et la Chine et la reprise des discussions entre le Royaume-Uni et la Commission Européenne (avec des communiqués un peu plus encourageants sur la capacité des deux parties à trouver une issue aux problématiques les plus complexes) ont permis un net rebond des bourses occidentales sur la deuxième quinzaine de septembre.

Ceci dit, malgré ce rebond, le bilan depuis le début de l'année n'est pas des plus flatteurs. Mise à part la bourse américaine avec un S&P500 en hausse de 8.99% (et encore, artificiellement « boosté » par un faible nombre de valeurs technologiques), le reste des places boursières mondiales affiche des performances négatives sur les neuf premiers mois de l'année: -2.99% pour l'Eurostoxx 50, -5.19% pour le DAX allemand, -6.52% pour l'IBEX espagnol, -5.22% pour le MIB30 italien, -3.13% pour le SMI suisse...Et un sévère -9.54% pour le MSCI Emerging Markets ! L'obligataire n'aura pas non plus aidé comme en témoigne le recul de -0.69% de l'indice IBOXX, recul masquant des baisses beaucoup plus importantes, tant sur les emprunts subordonnés bancaires que sur la dette émergente. D'où les performances négatives de la majorité des fonds multi-actifs que nous suivons depuis le début de l'année. Dès lors, sur ces niveaux, à quoi faut-il s'attendre pour les prochains mois ?

Nous pensons que les marchés actions européens intègrent déjà pas mal de mauvaises nouvelles dans leurs cours et notamment cette nouvelle donne que Donald Trump aura imposé sur le commerce mondial. L'Euro-



toxx50 se paye ainsi 14.10x les bénéfices de l'année prochaine contre 17.94x pour la bourse américaine. Et il nous semble que l'heure est venue pour les opérateurs de se reconcentrer de nouveau sur les bons fondamentaux : Croissance en Zone Euro au-dessus de 2%, environnement de taux bas jusqu'en août 2019 minimum, amélioration de la rentabilité des entreprises avec des perspectives de hausse de bénéfices par action attendues à +15% pour l'année prochaine. Sans parler d'une économie américaine qui tourne à plein régime, avec une exceptionnelle dynamique de résultats des entreprises US, des consommateurs confiants et un président parfois capable de trouver de nouveaux angles de libre échange possibles comme en témoigne le récent accord commercial entre les Etats-Unis et le Mexique. Pour un investisseur base euro, nous continuons donc à pondérer un peu plus les actions européennes par rapport aux actions américaines ou émergentes. Pour ce qui est des obligations, nous maintenons notre position prudente en termes de duration et privilégions pour ce faire le recours à des fonds flexibles. La classe d'actif est dans l'ensemble chère et il convient pour l'heure d'être raisonnablement pondéré dessus. Et nous maintenons bien sûr une belle allocation sur un panachage de fonds multi-assets nous apportant diversification et exposition sur des

instruments générateurs de revenus et décorréllés que nous n'avons pas en direct, tels que par exemple les infrastructures. Car après des années de relative visibilité macro-économique sur fond de perfusions monétaires administrées par les banques centrales, les risques à surveiller sont de plus en plus nombreux et impliquent un élargissement de l'univers de placement. Citons en premier lieu le risque de désynchronisation des dynamiques économiques. Alors que l'économie US est particulièrement vigoureuse, les menaces politiques italiennes et les craintes de « hard brexit » ont tendance à temporairement ralentir le rythme de la dynamique européenne quand dans le même temps le risque de guerre commerciale est en train de mettre à mal celui des pays émergents. Un bel accord le 20 novembre prochain en marge du G20 entre Xi Jinping et Donald Trump dégagerait l'horizon des marchés pour la fin de l'année. Mais il faudra également éviter un deuxième écueil lié au risque inflationniste américain. En effet, le marché de l'emploi devient très tendu aux Etats-Unis avec des salaires qui progressaient à fin août 2018 de 2.9% sur base annuelle (et Amazon vient de monter de 15% le salaire minimum de ses employés). A ceci viennent s'ajouter des pressions haussières sur les prix du pétrole (difficultés logistiques au Texas et production OPEP stable). En cas

d'escalade des tensions commerciales entre les Etats-Unis et ses grands partenaires, les prix à la production pourraient monter et cette poussée inflationniste nécessiterait alors une réaction de la Réserve Fédérale plus vigoureuse qu'anticipée, ce qui aggraverait les difficultés des pays émergents dont la balance des paiements est déficitaire et serait susceptible de freiner la croissance dans les pays développés. Fort heureusement, beaucoup de forces à tendance déflationniste sont encore à l'œuvre dans l'économie mondiale, liées entre autres à l'évolution démographique et technologique. Face à ces multiples risques, nous restons persuadés que la diversification et un horizon temporel long restent les meilleurs moyens pour générer des performances stables et positives. Ne pas céder aux paniques de court terme, aux craintes épidermiques, garder le cap et rester diversifié géographiquement pour éviter tout risque idiosyncratique. Sur les cinq dernières années, il est ainsi frappant d'observer qu'un portefeuille purement européen aurait réalisé une performance corrigée du risque moins importante que celle d'un portefeuille diversifié mondialement. Ceci nous conforte dans notre approche 2PM, en place depuis 2006, et qui a fait la preuve de sa robustesse dans des marchés difficiles.

## Grand Angle

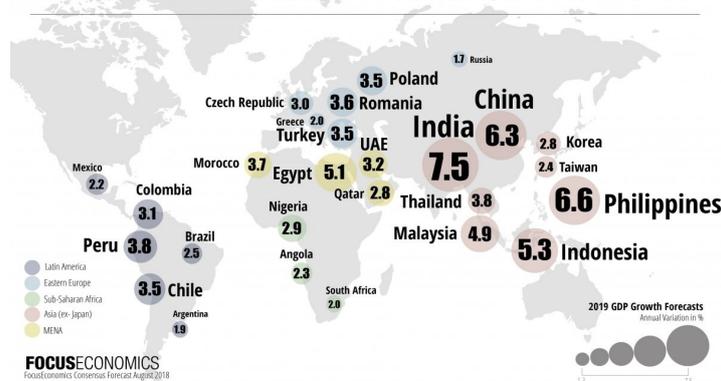
### PEUT-ON ENCORE CROIRE AUX PAYS EMERGENTS ?

En fin d'année, au moment où les grandes firmes d'investissement présentent leur stratégie d'investissement, les marchés émergents faisaient partie des plus fortes recommandations. Rien ne semblait altérer leur reprise amorcée en 2016 avec des signes tangibles d'amélioration économique. Mais c'était sans compter avec les prises de position du Président Trump qui, en déclenchant la guerre commerciale, allait mettre le feu aux poudres. En l'espace de quelques semaines, on vit l'indice des actions émergentes dévaliser de 10% portant la chute par rapport au plus haut de fin janvier à plus de 20%. Et celui des obligations de près de 14% principalement en raison de l'effondrement des monnaies locales et tout particulièrement celui du peso argentin (-50%) et de la lire turque (-40%).

Au-delà de la rhétorique belliqueuse de l'administration américaine, certains pays ont focalisé l'attention et attisé des peurs qui commençaient à se faire jour à partir de problèmes structurels spécifiques : L'Argentine a dû demander l'aide d'urgence du FMI et sa Banque Centrale a porté les taux d'intérêt à 60% pour juguler une inflation galopante. A un degré moindre, la Turquie a subi de plein fouet au mois d'août l'annonce de sanctions de la part des Etats-Unis à la suite d'un différend sur la demande de libération d'un pasteur américain détenu à Istanbul. En Afrique du Sud, l'état de grâce au profit du nouveau président Cyril Ramaphosa semble se dissiper et pour certains, c'est le prochain pays qui tombera.

Au vu de ces éléments doit-on désespérer de cette zone présentée il y a peu comme le nouvel eldorado ? Le jugement sans nuance des médias et des marchés financiers à court terme pourrait le laisser penser. En réalité, tout n'est pas noir et l'on observe des situations contrastées. En effet, certains pays et non des moindres font montre d'une remarquable stabilité économique dans cette tourmente financière. La Russie résiste remarquablement aux sanctions, contient son inflation et présente un

### EMERGING MARKET ECONOMIES IN 2019





## Macroéconomie

### ETATS-UNIS

- Nouvelle hausse du taux directeur (borne haute) de 0.25% à 2.25%. La prochaine sera pour décembre ce qui portera le taux en fin d'année à 2.5%. Ces hausses de taux accompagnent l'accélération économique tant au niveau de la consommation que de l'industrie.
- On assiste à un découplage de l'activité manufacturière américaine avec celle du reste du monde ; les effets des baisses d'impôts massives sont à l'origine de la vigueur de l'investissement.
- Dans ce contexte, et grâce à une productivité retrouvée, l'inflation reste contenue à 2.2% pour l'indice core (+2.7% si l'on inclut les composantes énergétiques et alimentaires).
- Le marché du travail se porte bien, le taux de chômage est historiquement bas (3.7%). Toutefois le taux de participation ne remonte pas, de nombreux américains sont encore en dehors du marché de l'emploi.

### EUROPE

- L'activité manufacturière poursuit sa décélération. D'un niveau de 60 en fin 2017, on est revenu sur un niveau de 53.7, toujours en expansion mais cela reste décevant.
- Les effets de la baisse de l'euro depuis avril pourraient enrayer cette tendance et offrir un rebond pour la fin de l'année.
- Les incertitudes italiennes, les négociations difficiles sur le Brexit et les tensions sino-américaines sur les tarifs douaniers n'aident pas à la prise de décision d'investissement, malgré des conditions financières toujours favorables.
- L'activité des services quant à elle reste solide, notamment en France et en Allemagne. La baisse continue du chômage sur des plus bas depuis 10 ans à 8.1% explique en partie ce dynamisme.

### CHINE

- On assiste à un ralentissement manufacturier sur les effets conjugués de la guerre commerciale, de la diminution par les autorités de capacités productives et de la lutte contre la pollution.
- Le niveau de l'activité tertiaire est bon, la consommation reste bien orientée, +9% en août, malgré la hausse des prix du pétrole.
- Les incitations de politique budgétaire et monétaire devraient se faire sentir au quatrième trimestre : baisses d'impôts, politique de crédit bancaire plus souple...
- Ces mesures de relances seront d'autant plus faciles à prendre que l'inflation reste sur un niveau contenu : +2.3%.

Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis depuis 2014





## Special Topic

### FED ET BCE : La sortie des politiques ultra expansionnistes se précise...

La normalisation des politiques monétaires ultra-expansionnistes de ces dernières années est tout d'abord une excellente nouvelle ; elle est la preuve indéniable que la situation économique dans les principaux pays développés s'est améliorée. Aux USA et même en Europe, le chômage atteint des niveaux pré-crise de 2008, les taux de croissance sont proches voire supérieurs aux taux potentiels, et globalement les Etats ont plutôt fait des efforts de désendettement. Cependant, si l'on doit voir le verre à moitié vide, cette normalisation retire de la liquidité au système financier (notamment en dollar) et pose légitimement la question d'éventuelles conséquences négatives.

Dans cette phase de resserrement monétaire, la Réserve Fédérale a déjà augmenté son taux directeur huit fois depuis décembre 2015 pour le porter à 2.25%. M. Powell a indiqué que ce mouvement devrait se poursuivre sur le même rythme en 2019, soit un niveau de 3/3.25 d'ici la fin de l'année prochaine. Selon les autorités monétaires, la fin du cycle économique n'est pas imminente. Ainsi, sur les trois dernières années, la hausse de 2% a été contenue et très progressive, alors que lors des deux derniers cycles, les hausses de taux se sont faites bien plus rapidement sur des niveaux bien plus élevés : 17 hausses entre 2004 et 2006 de 1% à 5.25%, 6 hausses entre 1999 et 2000 de 4.75% à 6.5%. Ce travail a pu être réalisé dans de bonnes conditions grâce à une inflation toujours contenue. En parallèle la FED a travaillé sur son bilan et a commencé à le réduire, -340 milliards de \$ depuis mi-2017.

Bien évidemment, chaque cycle est différent. Celui-ci est très long car la crise de 2008/2009 a été exceptionnelle et douloureuse ; une crise immobilière qui a mis au bord du gouffre le système financier international et qui a entraîné l'économie mondiale au bord de la dé-

flation, il n'y a pas pire. En résumé les autorités monétaires américaines se trouvent désormais avec suffisamment de « cartouches » monétaires pour faire face au prochain retournement de cycle (ralentissement, récession, crise....?).

De cartouches la BCE n'en a presque pas, et par rapport à sa concurrente américaine, elle est en retard de 4 ans, la faute à la rechute de la Zone Euro en 2011. La normalisation a cependant commencé par la réduction du montant des actifs achetés, qui devrait s'arrêter dès la fin de cette année. Depuis 2010, la BCE a acheté pour 2600 milliards d'euro de dette, soit 22% du PIB de la Zone (25% du PIB US au plus haut pour le bilan de la FED) ; 84% de dette publique, 8% de dette bancaire, 7% de corporate et 1% d'ABS, voici à quoi ressemble le bilan de la BCE à ce jour.

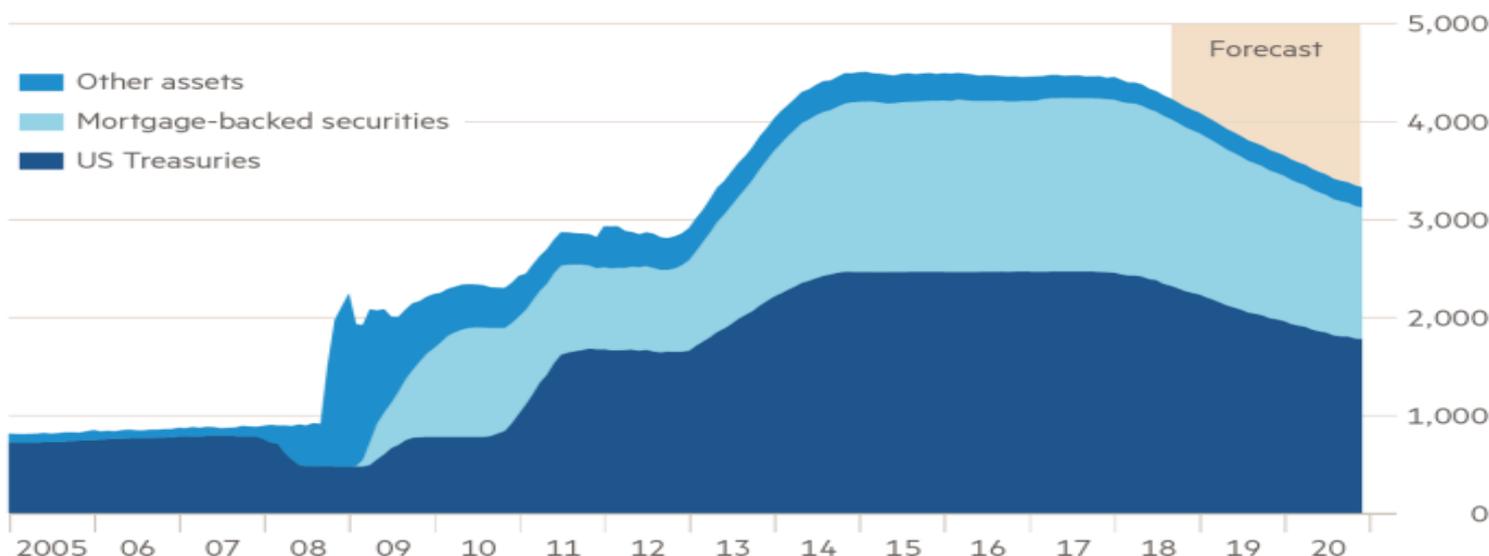
Les nouveaux achats vont s'arrêter mais pour 2019 le réinvestissement des actifs arrivant à échéance représenteront tout de même 15 à 20 milliards d'euros par mois.

Au niveau du taux directeur, M. Draghi a également indiqué la marche à suivre, les hausses de taux commenceront lorsque la FED aura peut être terminé les siennes, vers le troisième trimestre de l'année prochaine. Une situation insolite qui se traduit déjà dans les écarts de rendement entre les deux zones; une différence de 2.4% sur les taux courts et de 3.4% sur les taux à deux ans, et qui explique la récente poussée du dollar, une des rares monnaies de pays développés à offrir une rémunération décente.

Une nouvelle fois les Cassandre, qui s'étaient levés vent debout contre ces politiques innovantes mais nécessaires et qui avaient fourni des scénarii catastrophes pour le moment où les banques centrales allaient devoir faire marche arrière, sont pris à contre-pied. La FED a en grande partie réussi sa mission : pour l'heure un sans faute? L'avenir nous en dira plus.

Evolution de la taille du bilan de la Réserve Fédérale américaine (en milliards de dollars)

\$bn



Source: Fitch © FT

#### AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 5 octobre 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.