

Octobre 2019

Editorial

Les marchés actions auront été volatiles cet été, comme souvent à cette époque de l'année, avec une charnière importante autour du 15 Août. Ainsi, l'Eurostoxx50 dévissait-il de plus de 7% entre le point haut du 4 juillet et le point bas du 15 août, marqué par la montée des risques géopolitiques et le ralentissement des données macro-économiques, tout spécialement dans le secteur manufacturier, pour finalement rebondir assez violemment de près de 9% jusqu'à fin septembre. Même évolution en « V » sur les Etats-Unis avec toutefois une amplitude moins importante (-4% ; +5%). Avant de tenter de dégager quelques perspectives pour cette fin d'année et le début 2020, il n'est pas inutile de revenir sur les événements de l'été afin de comprendre les raisons de cette volatilité accrue, après un début d'année délibérément « risk-on ».

L'observation historique des statistiques économiques US nous montre que la dégradation a véritablement commencé au printemps 2018, mais il est bien évident que les tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, du fait de la montée de l'incertitude, ont sans doute amplifié le ralentissement de l'investissement des entreprises, entraînant ainsi le secteur manufacturier vers une récession. La bonne nouvelle ceci étant dit est que les autorités monétaires n'ont pas trainé pour prendre les mesures qui s'imposaient. Dès sa conférence de presse de juillet, Mario Draghi a souligné que l'inflation européenne avait été en dessous des niveaux acceptables pendant trop longtemps, ouvrant la voie à l'assouplissement monétaire de septembre, dont vous trouverez les détails dans notre Special Topic consacré aux Banques Centrales en page 4. De même, la Réserve Fédérale américaine baissait son taux directeur d'un quart de point dès la fin du mois de juillet, mettant en avant l'absence de tensions inflationnistes, les impacts de la guerre commerciale et une croissance mondiale sous pression.



D'un point de vue terminologique, Jerome Powell, le président de la FED, a qualifié ce geste « d'ajustement de milieu de cycle » et non pas d'un début d'un cycle prolongé de baisse des taux, s'attirant les foudres de Donald Trump qui attendait des mesures et un discours plus accommodant. Cela n'a pas empêché les taux longs de se détendre de

manière spectaculaire des deux côtés de l'Atlantique. Ainsi, le rendement à 10 ans du Treasury Bond américain passait-il de 2.00% fin juin à 1.66% fin septembre, après avoir fait un point bas à 1.46% le 3 septembre. Qui aurait imaginé cela en décembre 2018 quand le 10Y US procurait 3.20% de rendement ? De même, le rendement à 10 ans du Bund allemand reflua-t-il de 0.24% en début d'année à -0.57% fin septembre, après avoir touché un point bas à -0.71% le 28/08 ! On comprend dès lors pourquoi les différentiels de performance sont à ce point importants cette année entre les gérants disposant toujours d'une belle poche obligataire (longue a fortiori) et les gérants qui il y a quelques mois, ont drastiquement baissé la durée dans leurs portefeuilles.

La situation politique en Europe aura également contribué à apporter son lot de surprises cet été, alimentant la persistance d'une certaine volatilité dans le marché. A commencer par la situation italienne où Matteo Salvini ressort indiscutablement comme le grand perdant du feuilleton politique de l'été sur la Péninsule. Et pourtant c'est lui-même qui en avait écrit la première page en décidant le 9 août dernier de mettre fin à l'expérience gouvernementale entre son parti, la Ligue (extrême droite), et le Mouvement 5 Étoiles (M5S, antisystème). Pressé par le calendrier, agacé par les blocages imposés par le M5S et surtout galvanisé par d'excellents sondages donnant son parti en tête, le ministre de l'Intérieur a tenté un coup de poker : appeler à l'organisation d'élections anticipées. L'erreur de Salvini a été de sous-estimer l'ex-président du Conseil italien. Pour rappel, M. Renzi est celui qui avait tué les discussions entre le M5S et son Parti Démocrate en 2018. C'est ce torpillage en règle qui avait conduit à l'alliance M5S-Lega comme seule majorité possible. Mais les choses ont changé depuis. Renzi a certes perdu le secrétariat du parti, mais il prépare une nouvelle option électorale comparable à En Marche, qui n'est pas encore prête à être mise sur orbite. Par conséquent, il ne voulait surtout pas d'un retour aux urnes à court terme. C'est une des raisons de fond pour laquelle Renzi a réalisé un coup de poker en ouvrant la porte au M5S afin de former un nouveau gouvernement. Le leader de la Ligue ne s'attendait pas à ce retournement de situation, pensant qu'une majorité entre PD et M5S serait impossible. C'est pourquoi, dans la semaine du 12 au 19 août, il a réalisé une série d'erreurs qui lui ont coûté cher par la suite. Il a d'abord appelé à censurer le gouvernement de Giuseppe Conte afin de le faire tomber et de provoquer un retour aux urnes. Ensuite, devant l'avancée des discussions M5S-PD, il a fait un pas en arrière et a proposé à Di Maio de recoller les morceaux alors qu'il venait de déclencher un psychodrame politique au cœur de l'été. Par la suite, il a remartelé et exigé de nouveau un

	Q3 2019	YTD	Close 30/09/19
DOW JONES	1.19%	15.39%	26 916.83
S&P 500	1.19%	18.74%	2 976.74
FTSE 100	-0.23%	10.11%	7 408.21
EUROST.50	2.76%	18.93%	3 569.45
CAC 40	2.51%	20.02%	5 677.79
FTSE MIB	4.11%	20.65%	22 107.70
MSCI EM	-5.11%	3.65%	1 001.00
CRUDE OIL	-7.53%	19.07%	54.07
GOLD	4.47%	14.81%	1 472.39
EUR/USD			1.0899
EUR/CHF			1.0875
EUR/GBP			0.88686
EURIBOR 1M			-0.457%

retour aux urnes, avant d'appeler une nouvelle fois son ex-allié à se remettre autour de la table pour reformer le gouvernement qu'il venait de torpiller. Ces tergiversations ont donné une image d'irresponsabilité et d'inconséquence de la part de celui qui dominait la situation jusqu'ici. Salvini a donc perdu une partie de son aura et le paie clairement dans les sondages où l'on observe un recul important de la Ligue et une remontée du M5S et du PD. Au sein du gouvernement Conte 2, il a été remplacé par une technicienne peu connue du grand public, Luciana Lamorgese, qui s'est plusieurs fois positionnée dans le passé en faveur de l'intégration des migrants. Du changement donc à l'Intérieur et une attitude désormais beaucoup plus coopérative vis-à-vis de l'Europe, comme en témoigne la formidable détente observée sur l'obligataire italien, qui a en partie contribué au fort rebond des marchés européens à partir de la mi-août.

Deuxième feuilleton européen de l'été, saga même devrait-on dire, le BREXIT. Rappelons ici que pour éviter un divorce brutal entre le Royaume-Uni et l'UE, les parlements européen et britannique doivent valider un accord de sortie et une déclaration politique qui encadreront leurs négociations à venir. Le R.U. entrerait alors dans une période de transition jusqu'au 31 décembre 2020. Un laps de temps qui permettrait de trouver des accords sur les relations futures. A l'inverse, si aucun accord de retrait n'est entériné (scénario du « no deal »), le Royaume-Uni sera considéré comme un Etat tiers dès le premier jour du Brexit. Cette date fatidique avait été fixée au 29 mars 2019 à minuit, avant d'être reportée au 12 avril, puis au 31 octobre. Si l'accord de retrait n'est toujours pas validé par la Chambre des Communes à cette date, les Britanniques pourraient finir par sortir sans accord, annuler le Brexit ou solliciter un nouveau report. Tous les scénarii sont encore ouverts. Faute de parvenir à mettre en œuvre le Brexit, on se souvient que Theresa May avait démissionné du poste de Premier ministre le 7 juin dernier. Depuis le 24 juillet, elle est remplacée par Boris Johnson, élu



par les conservateurs. Après avoir échoué deux fois à convoquer des élections anticipées avant la suspension du Parlement qu'il avait décidé jusqu'au 14 octobre, Johnson a finalement proposé le 1er octobre dernier un nouvel accord à l'UE dans lequel il propose notamment une alternative au "backstop". L'Irlande du Nord serait maintenue dans le marché commun pour une période de quatre ans renouvelables et continuerait de suivre la réglementation européenne, tandis que des contrôles réglementaires auraient lieu entre la province et le reste du royaume en Mer d'Irlande. Elle sortirait cependant de l'Union douanière avec le reste du Royaume-Uni, ce qui impliquerait également le retour de contrôles douaniers sur l'île d'Irlande. Cette proposition a été timidement accueillie par les Européens. En France, en Allemagne et en Irlande, on déplore une offre irréalisable. Si Jean-Claude Juncker et Michel Barnier ont salué des avancées positives, ils attendent plus de garanties sur la protection du marché unique en Irlande notamment. Idem pour le porte-parole du Parlement pour le Brexit, Guy Verhofstadt. Si les doutes sont encore nombreux, tous s'accordent toutefois à poursuivre les négociations sur la base de cette proposition. Boris Johnson a en effet indiqué son intention de mettre un terme aux négociations si ce plan était rejeté, faisant planer la menace d'une sortie sans accord à la fin du mois.

Voilà pour cet été mouvementé. Que peut-on dès lors espérer pour les prochains mois ? Le brusque recul des marchés dans les tous premiers jours d'octobre semblent indiquer que les opérateurs ont peur d'une récession alors que les tensions commerciales dépriment le secteur manufacturier et que la légère inversion de la courbe des taux US dans sa partie courte pousse à la prudence. Ceci dit, nous nous efforçons chez 2PM de garder la tête froide, car la combinaison de banques centrales très accommodantes avec une trêve prochaine possible dans la guerre commerciale et pourquoi pas la perspective d'un stimulus budgétaire en Chine et en Allemagne (on en parle de plus en plus) pourrait soudainement éclaircir l'horizon, certes bien obstrué pour le moment. Aux Etats-Unis, la faiblesse des récentes statistiques dans le domaine manufacturier milite pour un accord commercial rapide avec les Chinois. D'autant que nous entrons en année électorale aux US, et D. Trump, bien qu'empêtré dans une procédure d'impeachment bien

encombrante pour lui en ce moment, aura à cœur de tout faire pour éviter une récession avant les élections. En Chine également, la dégradation des chiffres de l'emploi et la crainte d'une instabilité sociale pourrait pousser les autorités à la désescalade commerciale et à mettre en place un stimulus sur le front domestique. Si ces deux conditions sont réunies, accord commercial et stimulus en Chine et peut-être en Allemagne, alors une reprise économique mondiale en 2020 est loin d'être une hypothèse farfelue.

Au niveau des classes d'actifs, les actions pourraient dès lors receler encore du potentiel. Les valorisations sont loin d'être excessives, spécialement en Europe, dans la plupart des pays émergents et au Japon. Les dividendes payent plus que les rendements obligataires. Et surtout les flux vont continuer d'être là. En effet, sur quoi d'autre investir que les marchés actions pour l'investisseur long terme, quand les rendements obligataires étatiques demeurent désespérément faibles, voire négatifs comme en Europe ? A l'inverse, les obligations constituent probablement la classe d'actifs la plus risquée à ce jour, spécialement après la formidable détente observée sur les rendements à 10 ans depuis le début de l'année. Les spreads de crédit sont également très réduits, et dans bon nombre de cas (mise à part peut-être les subordonnées bancaires européennes et l'obligataire émergent), on n'est plus vraiment payé pour le risque que l'on prend en matière obligataire. Avec 17 000 milliards de dettes à taux négatif, l'or a retrouvé ses lettres de noblesse et son rôle de valeur refuge. Et malgré la hausse récente, il nous paraît toujours utile à titre d'assurance et de couverture contre le risque systémique et le risque inflationniste de détenir un peu de métal jaune dans les portefeuilles. Nous maintenons également une exposition sur notre panachage de fonds « absolute return » liquides, ainsi que sur nos fonds multi-asset classes, avec un souci tout particulier de diversification des styles de gestion, après ces 9 premiers mois de 2019 qui nous auront montré de très gros écarts de performances entre les gérants, liés au contenu de leurs poches obligataires respectives (détenion d'emprunts d'états ou pas ? durée longue ? courte ?) et à la manière dont ils ont coupé ou non le risque action à la fin de l'année 2018.

Christophe Carrafang

Grand Angle

La flambée de l'or

Ces dernières années, l'or était devenu un actif délaissé. Après son point haut en septembre 2011 à plus de USD 1900 /oz au paroxysme de la crise de la dette souveraine dans la zone euro, il a subi une violente rechute jusqu'à USD 1050 fin 2015 avant d'être boudé par les investisseurs jusqu'au printemps dernier. Depuis le mois de mai il a connu une embellie spectaculaire progressant de USD 1280 à USD 1550 au début du mois de septembre, soit une hausse de plus de 20% en 4 mois.

Plusieurs facteurs peuvent expliquer une pareille envolée :

Cette ruée vers le métal précieux intervient alors que le marché de l'or piétinait en début d'année, quand les investisseurs se montraient confiants en l'avenir et alors que le contexte commercial mondial semblait s'apaiser après la montée des tensions économiques entre la Chine et les Etats-Unis.

Mais c'était sans compter l'imprévisible président américain et le retour des tensions entre Washington et Pékin. De manière générale, on sait que l'or fait partie des valeurs refuges et qu'à tous points de vue le contexte international paraît plus que jamais incertain et dangereux : procédure de destitution contre le Président américain, attaque de drones vraisemblablement orchestrée par l'Iran contre les principales installations pétrolières de l'Arabie Saoudite. A cela il faut ajouter la saga sans fin du Brexit et tout récemment la Corée du Nord qui profite de l'affaiblissement du Président américain empêtré dans la fameuse affaire ukrainienne pour refaire des tests de lancement de missile balistiques.

Autre facteur d'importance, les taux d'intérêts : L'or étant un actif sans rendement, il souffre structurellement de la concurrence des placements sans risque.

Mais nous vivons une période exceptionnelle où un grand nombre de pays développés offre des taux d'intérêts bas, principalement le monde anglo-saxon, et même négatifs dans la zone euro. De ce fait la détention du métal fin s'avère beaucoup moins onéreuse en termes de coût d'opportunité. Cette politique monétaire ultra-laxiste est de nature à relancer à un certain moment l'inflation d'autant que des tensions salariales dans plusieurs économies développées commencent à se faire jour. C'est le cas depuis l'été 2018 aux Etats-Unis mais c'est le cas aussi en Europe et même de manière surprenante au Royaume-Uni à la veille de l'expiration du délai sur le Brexit.

La diversification des réserves des banques centrales. La Chine comme nombre d'autres pays comme la Russie par exemple, l'utilisent aussi comme arme politique dans le cadre de leurs relations bilatérales avec les Etats-Unis. Une manière pour eux d'essayer de contrer la force du billet vert.

Enfin la demande traditionnelle des deux grands pays consommateurs que sont la Chine et l'Inde. Pour celle-ci, son niveau de commande est très sensible aux fluctuations de sa monnaie. Ainsi, le tout début de la reprise de l'or a coïncidé aussi avec le point bas atteint par le monnaie indienne contre le dollar en octobre 2018...

Dans un tel environnement et malgré sa récente hausse, il paraît tout à fait raisonnable de détenir de l'or pour tout investisseur en quête de diversification.

Geoffroy de Villaines



Macroéconomie

ACTIVITE MANUFACTURIERE

- L'amélioration tant attendue tarde à venir.
- L'indicateur américain recule sous le seuil psychologique des 50 pour septembre (47.8), alors que l'on attendait une légère amélioration.
- Pour la Zone Euro et le Royaume Uni, il se stabilise sur des niveaux assez bas respectivement de 45.7 et 48.3.
- L'activité en Chine poursuit son rebond initié en juillet (51.4 pour l'indicateur privé Caixin).

ACTIVITE DES SERVICES

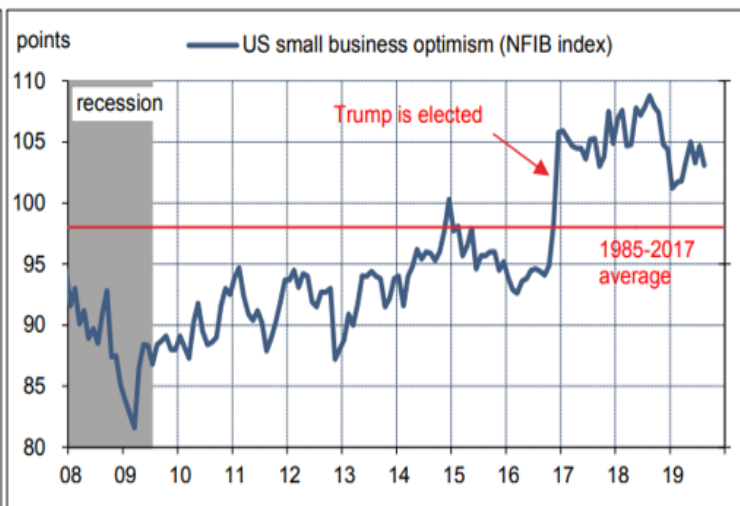
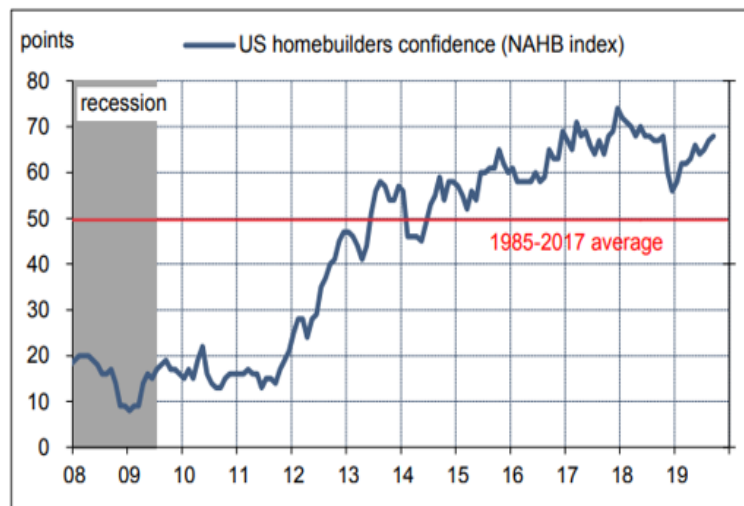
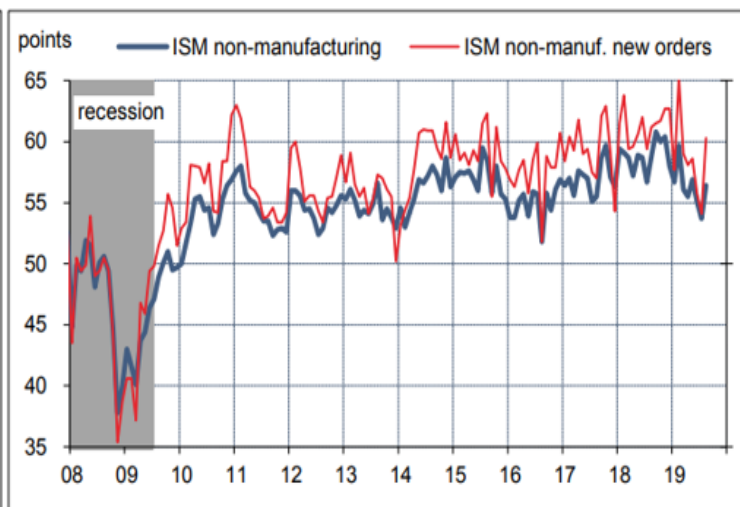
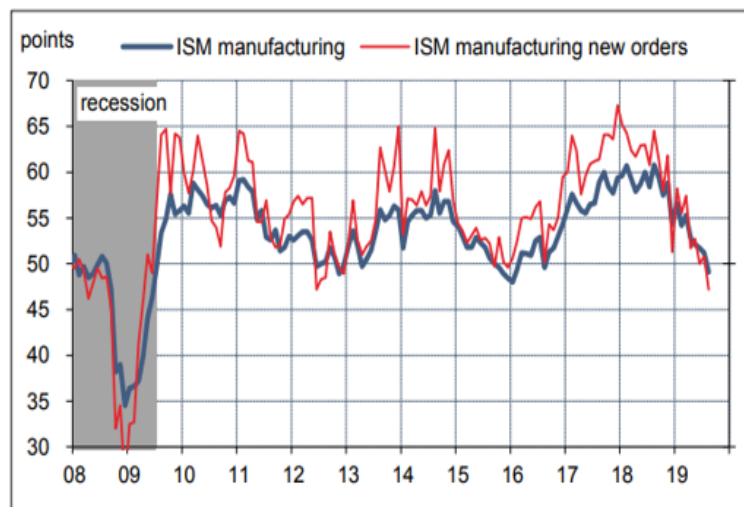
- Aux Etats-Unis, le tassement de la croissance se poursuit et pèse sur l'activité des services dont l'indicateur recule à 52.6.
- L'amélioration de l'activité des services de la Zone Euro constatée depuis le début de l'année a subi un coup d'arrêt (provisoire ?) en septembre avec un indicateur décevant.
- En Chine elle reste bien orientée avec une bonne tenue de la consommation.

INFLATION

- L'inflation « core » en Europe reste relativement stable autour de 1%. Avec la baisse du prix des matières premières et malgré une devise faible, l'indicateur d'inflation global (avec énergie et matières premières) recule à 0.9% contre 2% il y a un an.
- Aux U.S, l'indicateur « core » progresse sur le trimestre de +0.4% à 2.4%, du fait de la hausse du coût salarial, tandis que l'indicateur global reste stable à 1.7%.
- Dans beaucoup de pays émergents, l'inflation recule, ce qui permet aux autorités monétaires de mener des politiques d'assouplissements : Chine, Brésil, Turquie, Russie, Afrique du Sud, Inde...

Damien Liegeois

Climat des affaires aux Etats-Unis





Special Topic

La Réserve Fédérale et La Banque Centrale Européenne en soutien de l'activité.

La récession de l'activité manufacturière mondiale a conduit les banques centrales à cesser le resserrement monétaire et à conduire une nouvelle phase d'assouplissement. L'environnement actuel semble similaire à celui de la crise manufacturière de 2014-2015 liée à l'époque à la forte chute du pétrole.

La Réserve Fédérale a été la première en action au mois de juillet avec une baisse du taux directeur de 2.5% à 2.25% et de nouveau mi-septembre de 2.25% à 2%. M. Powell a indiqué que cette baisse de 0.5% fait partie d'un assouplissement de milieu de cycle plutôt que le début d'une longue série de baisse. En effet le reste de l'activité, notamment celle des services et de la consommation, reste relativement bien orienté. Les observateurs du marché veulent plus, puisque à fin septembre, 60% d'entre eux voient une nouvelle baisse lors de la prochaine réunion du 30 octobre et une à une très grande majorité (80%) mi-décembre. Ainsi deux nouvelles baisses sont attendues d'ici à la fin de l'année. La pres-

sion est également forte de la part de la Maison Blanche où Donald Trump ne cesse de vilipender Jerome Powell de sa frilosité, lui qui voudrait des taux d'intérêt et un dollar bien plus bas. Difficile donc de dire où l'on en sera exactement car les probabilités d'occurrence varient quotidiennement au gré de la qualité des chiffres économiques.

En septembre, la Banque Centrale Européenne a agi à son tour pour relancer l'activité de la Zone Euro. Mario Draghi a annoncé tout d'abord une baisse de -0.50% du taux de dépôt et un retour des achats d'actifs pour 20 milliards d'euros par mois à partir du mois de novembre, sans échéance cette fois-ci. Enfin dans une tentative d'adoucir le coût des taux d'intérêts négatifs pour le secteur bancaire, les nouveaux TLTRO (prêts au secteur bancaire) seront moins coûteux pour le secteur.

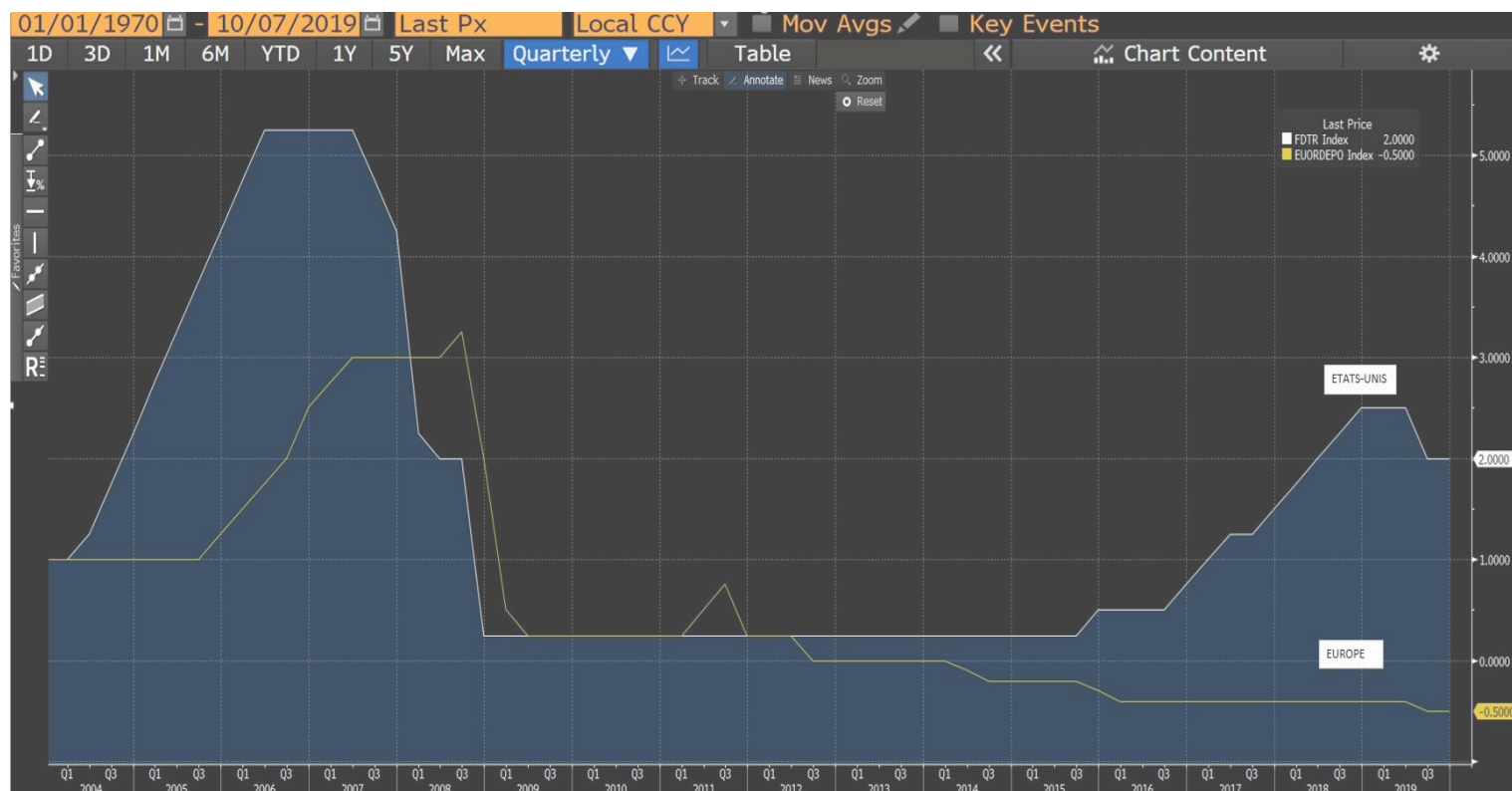
Ces mesures ne constituent pas le « Bazooka monétaire » que certains espéraient, mais elles sont déjà importantes et ont provoqué une forte baisse des taux notamment des pays dits périphériques. Ces mouvements de taux vont faire

économiser aux Etats de la Zone des dizaines de milliards d'euros d'intérêts sur leur dette. En contrepartie, la BCE insiste auprès des gouvernements pour que cela les incite à mener en parallèle des politiques budgétaires vigoureuses. En effet, après des années d'austérité, le solde budgétaire structurel hors charges d'intérêts est positif ce qui, avec la baisse des charges d'intérêts, fournit un environnement favorable à des politiques budgétaires expansionnistes. Certains pays comme la France et l'Italie applaudissent, d'autres comme l'Allemagne ou les Pays-Bas voient cela d'un plus mauvais œil.

Les autorités monétaires européennes auraient pu faire davantage, mais Mario Draghi a sans doute voulu ainsi laisser une marge de manœuvre à Christine Lagarde, son successeur (au 1^{er} Novembre), qui lors de son discours au parlement a confirmé la poursuite d'une politique monétaire expansionniste pour les prochains trimestres.

Damien Liegeois

Evolution des taux directeurs Etats-Unis et Europe



AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 7 octobre 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.