

**Éditorial :** *Les incertitudes augmentent*

**Économie :** *Un cheminement résilient*

**Obligations :** *Laisser le temps au temps*

**À propos :** *La courbe expose...les gestionnaires disposent*

**Actions :** *Une solidité à toute épreuve*



Dr Yves WAGNER

## Les incertitudes augmentent

### Éditorial

Tout au long de l'année 2018, nous avons estimé que les fondements macroéconomiques restaient bons, et que la fin du cycle, historiquement très long, pourrait être prévue pour 2020. Les données économiques dont nous disposons aujourd'hui, tant celles fondamentales que les indicateurs précurseurs, nous confortent dans cette analyse, même si, en ce début d'année, voire depuis le quatrième trimestre de 2018, certains ralentissements commencent à être observés.

Pourtant, les performances financières n'ont pas été bonnes sur les marchés des capitaux. De nombreux économistes et analystes attribuent ce décrochage entre les fondements économiques et les évolutions boursières à des augmentations d'incertitudes diverses notamment induites par des politiques

incertaines voire erratiques tant d'un point de vue des politiques intérieures que dans le cadre des relations internationales ou de la géopolitique. Il est vrai que les menaces de guerres commerciales ne sont pas de nature à rassurer les marchés. Il est vrai aussi que les populismes nationalistes peuvent briser à moyen terme toute dynamique économique. Finalement, les politiques conduisant à des accroissements des inégalités et à l'appauvrissement relatif de certaines parties de la population freinent aujourd'hui le potentiel d'un développement soutenable. La combinaison de tous ces éléments est de nature à stimuler les incertitudes quant à l'avenir, et ces incertitudes se sont reflétées dans la hausse de la volatilité sur les marchés financiers.

*Nous avons cependant pu constater sur les marchés des capitaux des mouvements délaissant les actifs risqués en faveur d'investissements sur des émissions étatiques moins risquées, notamment aux États-Unis. Cela ne s'explique pas seulement par une approche « risk off » liée à l'augmentation des incertitudes telles que décrites ci-dessus, mais aussi par des flux de capitaux qui se sont dirigés vers des marchés obligataires aux rendements plus attractifs suite aux diverses hausses de taux d'intérêt décidées par la Réserve Fédérale. De nombreux investisseurs institutionnels ont ainsi tout simplement décidé que la rémunération des actifs « sans risque » est aujourd'hui attractive par rapport aux rendements/risques proposés par d'autres actifs risqués. Le flux des investissements en actions vers des investissements obligataires explique aussi les mauvaises performances des actions en 2018.*

*À cela s'ajoute le fait que les marchés des capitaux en général, et les bourses d'actions en particulier étaient relativement chers comme nous l'avions indiqué à plusieurs reprises. On peut donc estimer que les corrections de 2018 étaient nécessaires, et ne présagent pas forcément de corrections semblables en 2019.*

*Nous devons continuer cette année à suivre les indicateurs économiques de près, en particulier les indicateurs précurseurs. Le grand danger réside en effet, à l'heure actuelle, où tout se concentre sur les informations négatives, dans la possibilité de se retrouver face à des anticipations auto-réalisatrices : si tout le monde pense que l'avenir sera déprimé, il le sera effectivement. Pour l'instant, nous estimons que nous n'en sommes pas encore là, et nous continuons à être investis sur les marchés.*

Dr Yves Wagner  
Directeur

## Un cheminement résilient

### ZONE EURO : UNE ALLURE ADAPTÉE

#### Italie : « Chi va piano va lontano. »

Parmi les faits d'actualités financières des pays membres de l'Union européenne, ceux qui concernent l'Italie mobilisent particulièrement l'attention des investisseurs. En effet, la proposition du déficit budgétaire italien pour 2019 à l'Union européenne fait couler beaucoup d'encre. Cela étant, avant d'être pris dans la spirale du bras de fer et des raisons qui motivent chacune des parties, rétro-pédalons. À l'origine, le budget italien est articulé sur trois axes : tout d'abord, provisionner 10 milliards d'euros (11,6 milliards de dollars) destinés à la mise en place d'un revenu d'insertion pour les plus démunis, dont le montant individuel s'élève à 780 euros. Ensuite, abaisser les impôts à un seuil forfaitaire de 15% pour plus d'un million d'employés. Enfin, assouplir les conditions de départ à la retraite et permettre aux employés en fin de carrière de quitter leur emploi de manière anticipée et, ainsi, ouvrir 400.000 postes à la population en âge de devenir active.

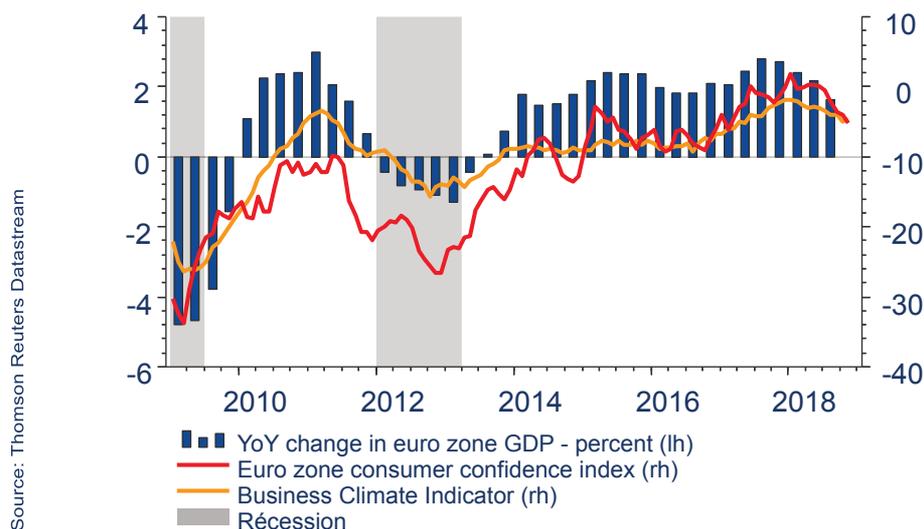
Soucieux de donner suite à ses promesses électorales, le gouvernement de coalition porte donc l'évaluation de son déficit budgétaire à 2,4% pour 2019. Ce faisant, il table sur une croissance économique de 1,5% pour 2019, 1,6% pour 2020 et 1,4% pour 2021, des prévisions plus flatteuses que celles avancées par l'Union européenne et l'industrie italienne. L'Italie jette un pavé dans la mare et crée un précédent dans l'histoire de l'Union européenne : la Commission rejette la proposition du gouvernement italien et contraint ce dernier à revoir sa copie, craignant particulièrement l'impact potentiel de trop fortes dépenses sur le niveau déjà élevé de la dette du pays.

Prendre de la hauteur et effectuer l'analyse approfondie de la problématique de l'économie italienne montre que le niveau de la dette n'est pas le seul écueil auquel le pays se heurte. En effet, l'économie est encore en phase de convalescence après avoir essuyé une longue et profonde récession, et le marché de l'emploi ne se redresse pas de la même façon que dans d'autres pays de la zone euro. Dans ce domaine, le pays n'a pas manqué de multiplier les initiatives de propositions de contrat à durée indéterminée, lesquelles ont porté leurs fruits : le taux de chômage a fortement reculé à 10,1% en septembre après avoir atteint 11,1% en janvier dernier. Malgré cela, l'Italie est plus mal lotie dans ce domaine que d'autres pays de la zone euro.

Par ailleurs, la faible croissance de la productivité et de l'investissement pèse sur le PIB italien. De plus, le régime fiscal incitatif mis en place en matière d'investissements dans les machines, les équipements et les technologies avancées arrivera à terme fin 2018, mettant en péril la marge de progrès des investissements productifs dans les années à venir. Si certaines réformes structurelles ont bel et bien vu le jour, à l'image du Jobs Act, laquelle était destinée à assouplir le marché du travail, le pays aurait bien besoin d'en introduire davantage, comme par exemple la refonte de la contribution de la sécurité sociale.

De son côté, le secteur bancaire a aussi mangé son pain noir : l'accord auquel Rome et Bruxelles sont parvenus lui a redonné des forces et a permis d'ouvrir la voie à un plan de sauvetage de l'état à l'égard de deux banques régionales

## EURO AREA - GDP



en proie à de lourdes difficultés : Banca Popolare di Vicenza et Veneto Banca. Certaines banques, à l'image de Monte dei Paschi di Siena (MPS), ont également bénéficié de ce type d'opération en 2017 : MPS a été recapitalisée. Somme toute, il est peu probable que le secteur bancaire soit l'instigateur d'un coup de pouce significatif à l'économie, étant donné le fardeau que représentent les créances en souffrance.

Malgré les efforts consentis, le pays enregistre actuellement les premiers signes d'interruption de la reprise économique : si l'économie italienne a progressé de 0,3% au premier trimestre 2018 et de 0,2% au second trimestre, la croissance du PIB a stagné au troisième trimestre. Bien entendu, la fragilité de la situation politique et le bras de fer entre le gouvernement populiste et l'Union européenne au sujet du budget du pays y sont pour beaucoup.

Le constat est clair : l'Italie s'essouffle et voit ses performances économiques reculer au troisième trimestre. Toutefois, elle n'est pas la seule dans la zone euro à connaître ce genre de phénomène.

### Allemagne : la mécanique se grippe.

En Allemagne, l'économie s'est contractée de 0,2% au troisième trimestre. En effet, la consommation des ménages s'est affaiblie dans un contexte pourtant favorable : le taux de chômage s'inscrivait en net recul pour atteindre, en septembre, un nouveau plus bas depuis la réunification, les salaires étaient plus élevés et le niveau de confiance des consommateurs demeurait soutenu. Cet état de fait s'explique : en septembre, les ventes automobiles ont chuté de 36%, principalement en raison du fait que

certaines villes pourraient décider d'interdire la circulation des véhicules diesel dans leur centre.

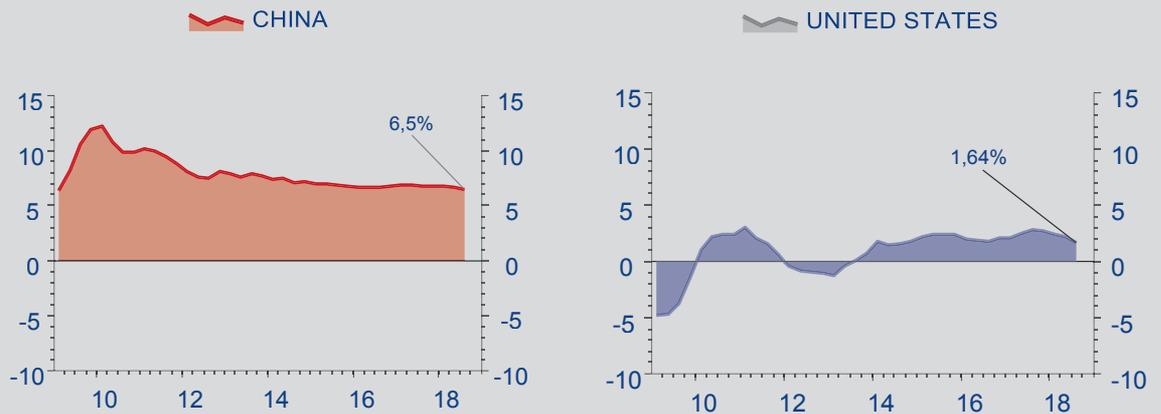
Sur le plan extérieur, la croissance des exportations a ralenti lors du troisième trimestre. À l'inverse, la croissance des importations a repris. Aussi, dans un tel contexte, le secteur extérieur est un frein à l'économie du pays. Le taux de change de l'euro a beau être faible, il n'en reste pas moins que la performance médiocre des exportations reflète les tensions commerciales et la faiblesse des marchés émergents, qui pourraient toutes deux continuer à peser sur la performance de la croissance allemande. Sans compter l'effet boule de neige que ceci pourrait avoir sur les autres économies de la zone euro.

### Royaume-Uni : élémentaire mon cher Brexit

C'est une évidence : la plus grande énigme à élucider au sein de la zone euro demeure l'issue du Brexit. Si l'Union européenne et le Royaume-Uni sont parvenus à un projet d'accord sur le retrait de la Grande-Bretagne, rien ne présage du fait que la Première Ministre Theresa May parviendra à convaincre le Parlement britannique d'adopter cet accord. D'ailleurs, les détails de ce projet n'ont jusqu'à présent pas été rendus publiques. Depuis juin 2016, les investisseurs se questionnent sur les conditions qui entoureront le processus de sortie de la Grande-Bretagne de l'Union européenne. À cet égard, leurs appréhensions se manifestent déjà dans des faits tangibles : la croissance du PIB britannique est tombée à des niveaux bas, en-dessous de 0,4% par trimestre pour 2017 et 2018, alors que l'indice annuel des prix à la consommation s'est accéléré à 2,5% (soulignons qu'il plafonnait à 0,5% avant le référendum), dans un contexte

## ECONOMIC GROWTH (annual change)

Source: Thomson Reuters Datastream



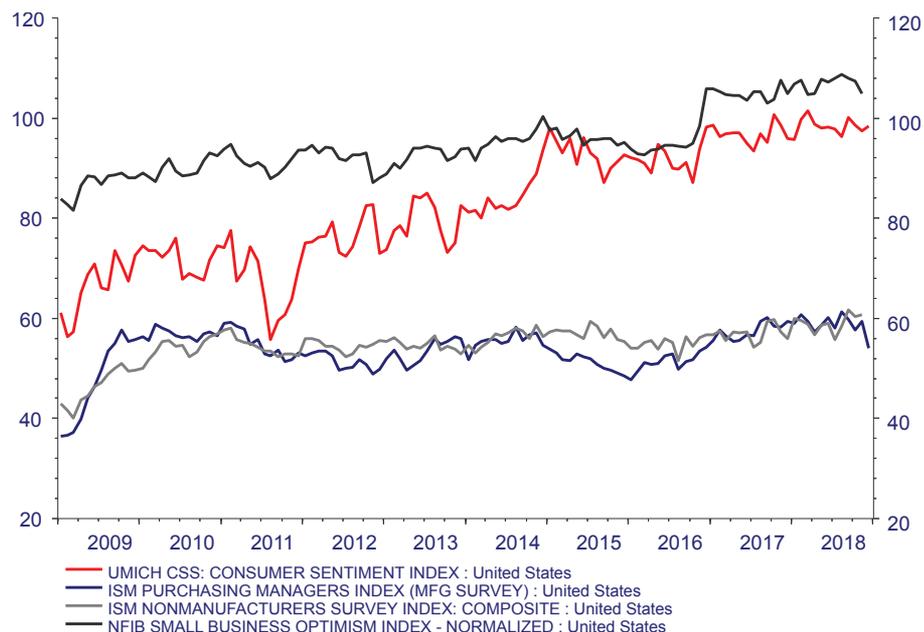
où l'augmentation annuelle des prix immobiliers chute de 5,2% à 1,6%. À l'inverse, le marché de l'emploi tire son épingle du jeu : le taux de chômage est descendu à 4% en 2018 et l'indice des directeurs d'achat est à des niveaux robustes, le tout représentant un terrain fertile à la croissance économique. Si l'on élargit la perspective, une décélération de la performance économique voire une récession de l'économie britannique due au Brexit aurait aussi des conséquences tant positives que négatives sur la zone euro. Sur le plan négatif, les exportations pourraient être les premières touchées, avec en première ligne le secteur automobile. Cela étant, sur le plan positif, les investissements étrangers directs vers l'Union européenne pourraient être favorisés, les entreprises étrangères ayant

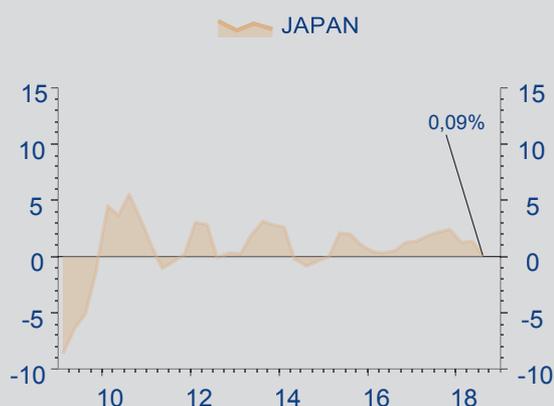
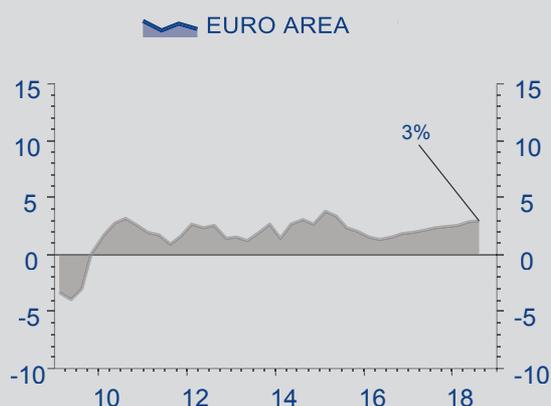
considéré le Royaume-Uni comme une porte d'entrée vers d'autres marchés de l'Union, l'économie britannique tirant les bénéfices de son statut historique de zone privilégiée. L'après Brexit pourrait bien connaître un remaniement de ces flux.

Ces projections ont lieu dans un contexte politique très particulier. En effet, suite à un vote de défiance organisé contre elle par son propre parti le 12 décembre, Theresa May tire son épingle du jeu. Loin d'être ordinaire, cette position est des plus inconfortables et Theresa May n'est pas la seule dirigeante en Europe à se retrouver sur la sellette : le Président français Emmanuel Macron vit également des moments difficiles.

## SENTIMENT INDICATORS IN THE U.S.

Source: Thomson Reuters Datastream





## Des gilets jaunes pour voir la vie en rose

Le mouvement de protestation des gilets jaunes est né en novembre sur les réseaux sociaux. La motivation première à l'origine du mouvement est le rejet d'une hausse de la taxe sur les produits énergétiques, le carburant notamment, prévue par le gouvernement français. Les revendications se sont rapidement étendues au pouvoir d'achat des ménages et au manque de considération pour les classes modestes qui estiment être oubliées au profit des plus riches. Ce mouvement s'est exprimé lors de nombreuses manifestations particulièrement virulentes, principalement à travers des blocages routiers visant à altérer la consommation mais également par le biais de manifestations plus violentes, comme ce fut le cas à Paris. Face à la violence des actes et au mécontentement profond, le gouvernement français s'est vu contraint de revenir sur ses intentions. Dans ce contexte, Emmanuel Macron a annoncé l'annulation des nouvelles taxes sur le carburant, la suppression de taxes controversées sur les retraites, la réintroduction des heures supplémentaires défiscalisées et enfin une augmentation du salaire minimum. Si ces mesures n'auront potentiellement aucun impact sur les entreprises, elles pourraient en avoir un sur le déficit public français. En effet, ces mesures sont estimées à dix milliards d'euros, ce qui pourrait faire grimper le déficit à 3,4% (comparés aux 2,8% visés). Pour autant, cela n'a pas satisfait les gilets jaunes : les manifestations se poursuivent, en moins grand nombre certes, mais ils font valoir d'autres revendications telles que le retour de l'impôt de solidarité sur la fortune (impôt sur le patrimoine des plus riches, supprimé par le Président Macron en 2017). Ce mouvement n'est qu'un témoignage supplémentaire de la montée du populisme en Europe, à l'image de ce que nous avons observé en Italie un peu plus tôt cette année.

Que signifient donc ces événements pour la France et la zone euro dans son ensemble ? Un gouvernement qui cède aux pressions d'une minorité violente témoigne de sa faiblesse et tend à renforcer les tendances populistes.

Dans quelques mois auront lieu les élections européennes : si ces événements continuent à occuper le devant de la scène, la majorité au Parlement pourrait basculer et freiner les réformes structurelles clés dont la région a besoin pour conjuguer sa croissance économique au futur.

## ÉTATS-UNIS : LES JEUX SONT FAITS.

Depuis l'élection de Donald Trump à la présidence des États-Unis, le gouvernement a mené une politique fiscale procyclique qui a permis d'augmenter le budget américain et son déficit dans une phase d'expansion économique lors de laquelle le taux de chômage a dégringolé de manière spectaculaire. Cet automne, lors des élections de mi-mandat, les démocrates ont décroché la majorité au Sénat et les républicains ont conservé la majorité au Congrès. Par conséquent, cette redistribution des cartes sur la scène politique pourrait bien mettre des bâtons dans les roues à la politique de Donald Trump.

Concrètement, à partir de 2019, les démocrates vont prendre les rênes des comités et commissions de la Chambre des représentants et déterminer son ordre du jour législatif, ses audiences et son calendrier. Autant dire que les mesures législatives adoptées à la Chambre n'ont vraisemblablement aucune chance d'être ratifiées par le Sénat. Dans les faits, les initiatives qui verront le jour et les difficultés qui en découleront poseront les jalons de l'élection présidentielle de 2020. Par ailleurs, les démocrates pourraient engager une procédure de destitution à l'égard de Donald Trump, ceux-ci se trouvant désormais à la barre de la Commission des voies et moyens de la Chambre, laquelle se charge de rédiger les textes en matière d'imposition. À nos yeux, les promesses de Donald Trump à la classe moyenne semblent compromises : si cette dernière voit son taux d'imposition baisser de 10%, les démocrates auront la part belle et insisteront pour que

ce traitement de faveur soit assorti d'une augmentation du taux d'imposition des hauts salaires, ce à quoi le Sénat marquera son désaccord. De plus, les démocrates pourraient remettre au goût du jour certaines dispositions de la Loi sur la Protection des Patients et les Soins abordables (Affordable Care Act) que les républicains et le gouvernement Trump ont modifié ou supprimé, même si ces tentatives risquent d'être vouées à l'échec au sein d'un Sénat républicain.

Ces divergences mises à part, démocrates et républicains partagent certaines visions. Ils sont d'accord sur la nécessité de moderniser les infrastructures du pays et sur la position à adopter à l'égard de la Chine en matière d'ouverture à ses marchés et de diminution de ses pratiques d'investissement abusives.

Sur ce nouvel échiquier politique, les prochains mois témoigneront de la capacité d'évolution d'une économie américaine dont la maturité du cycle se poursuit.

## CHINE : UN MODÈLE D'ENDURANCE

Dans un contexte où les fortes tensions liées à une guerre commerciale potentielle avec les États-Unis se sont relâchées, l'économie chinoise a montré des signes de faiblesse. Tout d'abord, les investissements réalisés dans des actifs fixes comme l'immobilier, les manufactures et les infrastructures ont été les principaux moteurs de l'économie, auxquels s'ajoutent dans une moindre mesure les progrès réalisés en matière de rééquilibrage en faveur de la consommation.

D'ailleurs, le gouvernement chinois a déjà lancé un éventail de mesures destinées à réinstaurer une dynamique positive de l'économie, en donnant aux autorités locales l'instruction d'accélérer les dépenses dans les infrastructures en milieu d'année 2018.

Les conditions de financement restrictives destinées à endiguer une dette excessive ont concouru au ralentissement économique. La Banque populaire de Chine a réduit le taux de réserve des banques à trois reprises cette année et a injecté des liquidités par le biais d'opérations d'open market, exerçant ainsi une pression à la baisse sur les taux d'intérêts. Dans un tel contexte, la consommation est devenue le principal moteur de la croissance économique, puisqu'elle a été à la source de plus de 70% de la croissance du PIB lors des neuf premiers

mois de l'année 2018. Il y a pourtant un bémol : le marché de l'immobilier ralentit, la dette des ménages augmente et la croissance des salaires piétine : ces phénomènes sont autant de freins à la consommation. Mis à part le record des ventes époustouflant enregistré par Alibaba à l'occasion de la fête des célibataires en novembre, la croissance mensuelle des ventes de détail a touché un plus bas en mai et est resté au ras des pâquerettes en octobre. Le secteur de l'automobile n'a pas fait exception : la croissance des ventes a fortement ralenti. L'entité législative chinoise a marqué son accord à l'égard de réductions de l'impôt sur le revenu du contribuable destiné à stimuler la consommation.

Dans un contexte où le taux tarifaire principal menace de passer de 10% à 25% en janvier, les expéditions ont apporté leur concours positif au PIB et ont partiellement permis de compenser certaines faiblesses. Il n'en reste pas moins que le PIB chinois a ralenti à 6,5% au troisième trimestre.

Les efforts consentis par le gouvernement chinois ont tout pour porter leurs fruits. En revanche, les répercussions de ces mesures demeurent floues dans un contexte où la guerre commerciale avec les États-Unis est appelée à s'intensifier et les taxes douanières sont susceptibles d'être prélevées sur les produits chinois exportés aux États-Unis.

De longues années d'incertitudes ont jeté des zones d'ombres sur le paysage économique mondial dans sa totalité. Après avoir laissé place à une embellie tout autant généralisée que passagère, ces zones d'ombres reviennent entacher l'économie mondiale dans sa quasi-totalité, à l'exception des États-Unis qui fait figure d'irréductible. Toutefois, tout peut changer en un clin d'œil, à l'image de la légèreté des investisseurs devant des acteurs politiques imprévisibles qui ternissent les perspectives économiques. Cela étant, l'économie mondiale en a vu d'autres, et certains pans sont suffisamment robustes pour continuer à croître même quand la tempête s'annonce.

Marc Fohr, CFA  
Head of Investments

## Laisser le temps au temps

L'environnement actuel nous incite à faire du temps notre meilleur allié : en attendant que les taux se normalisent, chacun s'emploie à tirer son épingle du jeu avec, en toile de fond, le lot d'écueils anticipés et de rebondissements inattendus qui nous amènent à aborder les marchés avec sagesse et précaution.

### Au cœur de l'Europe – l'économie ralentit sans faire obstacle à la normalisation des taux.

Si les investisseurs attendaient une normalisation des taux de la Banque centrale européenne (BCE) en novembre, ils ont dû rester sur leur faim : les taux Euribor, qui comptent parmi les principaux taux de référence du marché monétaire de la zone euro, sont en effet tombés à des niveaux très bas, en-dessous de -0,30%. D'ailleurs, les données macroéconomiques décevantes remettent à plus tard la normalisation vers un taux zéro, qui n'est pas attendue avant septembre 2020.

Dans ce contexte particulier, les niveaux actuels des marchés tiennent désormais compte des déceptions économiques, que nous estimons temporaires, notamment pour l'Allemagne. Si l'économie phare de la zone euro a subi une contraction de -0,2% au troisième trimestre 2018, nous tablons sur une reprise de l'économie d'outre-Rhin au quatrième trimestre, les fondamentaux demeurant solides. En effet, le taux de chômage n'a jamais été aussi bas depuis la réunification (5,1%) et l'octroi de crédits auprès des ménages n'a cessé de croître depuis 2015. De plus, l'inflation se situe depuis un certain temps à un niveau supérieur à la cible de la BCE, et l'inflation sous-jacente poursuit sa tendance haussière. Par conséquent, ces arguments devraient apporter de l'eau au moulin de la BCE et alimenter son discours de normalisation de sa politique monétaire. À l'extérieur de la zone euro, l'influence de la politique monétaire restrictive de la Réserve fédérale américaine (Fed) n'est pas à sous-estimer et jouera incontestablement un rôle dans la hausse des taux en Europe.

### Périphérie - L'Italie avance à l'arrachée.

Le gouvernement italien surmonte tant bien que mal les épreuves qui lui sont infligées en matière de revue de la notation du pays. Si Moody's a baissé sa note d'un cran et Standard & Poor's (S&P) a abaissé la perspective de stable à négative, les notations attribuées par les trois principales agences de notation sont restées « investment grade », c'est-à-dire de qualité. Préserver ce statut a permis d'éviter des ventes forcées et massives d'obligations souveraines

italiennes, ce qui serait arrivé dans le cas où plus d'une agence de notation avait abaissé la note du pays au statut d'obligations à rendement spéculatif (junk bonds).

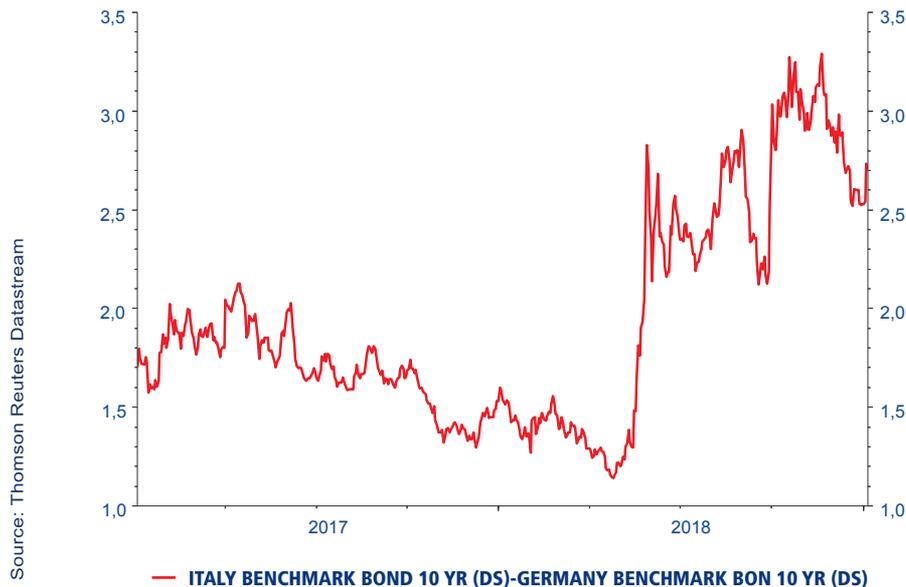
Malgré cela, la coalition italienne n'a pas froid aux yeux : elle a campé sur ses positions concernant le budget pour 2019, ce qui pourra encore être à la source de davantage de volatilité sur les marchés dans les mois à venir. Dans l'éventualité où la Commission européenne estime que la proposition de budget ne respecte pas les règles budgétaires européennes, l'Italie pourrait être poursuivie pour déficit excessif, ce qui, en soi, n'est rien d'exceptionnel depuis la crise financière de 2008. Là où le bât blesse, c'est que si l'Italie n'ajuste pas son budget, elle pourrait encourir des pénalités équivalentes à 0,2% de son produit intérieur brut (PIB). Le pays aurait alors six mois pour régler la situation avant que les pénalités ne soient déclenchées, ce qui coïnciderait avec les élections des membres du Parlement européen en mai, sachant que le populisme a le vent en poupe en Europe. D'ailleurs, ce serait la première fois que des pénalités seraient déclenchées pour un pays membre de l'Union européenne, qui n'est d'ailleurs pas n'importe lequel : il fait partie des pays fondateurs et apporte une nette contribution au budget européen. À la lumière de ces éléments, nous pensons que la Commission européenne n'ira pas jusqu'à utiliser les pénalités, et qu'un compromis est davantage envisageable pour calmer la situation. Si, dans le court terme, nous nous attendons à un resserrement du spread entre l'Italie et l'Allemagne, nous suggérons la prudence dans le long terme, vu les difficultés structurelles auxquelles la péninsule est en proie dans le moyen terme.

### Le crédit européen : Mieux vaut tenir que courir.

Ce quatrième trimestre s'est déroulé dans la lignée de 2018 pour le marché du crédit, puisqu'il a continué à sous-performer les obligations souveraines « cœurs » européennes. Force est de constater que la fin programmée de l'assouplissement quantitatif de la BCE, les tensions politiques en Europe et l'escalade incertaine de la guerre commerciale ont mis les marchés à rude épreuve, entraîné le crédit dans une spirale de performance négative et provoqué l'élargissement des primes de risque en 2018.

Si cet environnement est synonyme d'inconfort, il est important de souligner que les fondamentaux des entreprises européennes sont apparus solides : le taux de défaut des entreprises s'affiche à la baisse. Toutefois, ce contexte épineux nuit à la classe d'actifs, et nous estimons qu'il est amené à se poursuivre jusqu'à début 2019. En effet, cette fin d'année 2018 sonnera le glas du programme de rachat

## 10Y SPREAD - GERMANY VS. ITALY



d'actifs de la BCE, après les avoir graduellement réduits tout au long de l'année. Nous pensons que ceci est susceptible d'accentuer le phénomène de sortie des flux de capitaux déjà très présent en 2018, ce qui entraînera dans son sillage des difficultés de liquidité sur le marché des crédits.

Ce n'est un secret pour personne : le cycle économique déjà mature que nous vivons se poursuit, et nous nous préparons au regain de volatilité susceptible de survenir, les investisseurs étant désormais plus enclins à réagir à toute nouvelle information. D'ailleurs, les investisseurs s'adaptent et adoptent une posture plus défensive, ce qui justifie les bonnes performances des obligations de très bonne qualité sur l'année. À notre avis, cette tendance s'intensifiera en début d'année 2019, et les secteurs les plus cycliques seront les plus touchés. À la lumière de ces éléments, nous privilégions la précaution et choisissons de sous-pondérer le crédit européen.

### Patience et longueur de temps

Depuis fin août, le taux à 10 ans a connu une forte progression alors même que l'inflation aux États-Unis connaissait un ralentissement durant la période estivale. Actuellement, le taux à 10 ans s'affiche à environ 3%.

L'examen de l'environnement actuel, que nous détaillons plus loin, nous amène à penser que les risques sont davantage orientés vers une baisse des taux. Toutefois, nous sommes pleinement conscients de la situation des marchés et demeurons prudents et flexibles.

Tout d'abord, nous n'avons observé aucun sursaut inflationniste jusqu'à nouvel ordre, et nous sommes d'avis à ce qu'il ne se matérialise pas dans l'immédiat pour plusieurs raisons. La première réside dans le fait que les loyers aux États-Unis ont accusé une progression moins élevée ces deux derniers mois que les mois précédents. En fait, la composante logement pèse plus de 30% dans le panier des prix des biens et services américain. Dès lors, nous pensons que cette tendance se maintiendra avec la hausse des taux de la Fed, laquelle pourrait rendre l'accès au crédit immobilier plus cher. À cet égard, le taux d'intérêt appliqué au crédit immobilier sur 30 ans est passé de 3,85% en moyenne au début de l'année 2018 à 4,46% récemment. La seconde raison qui nous amène à penser qu'une reprise inflationniste n'est pas d'actualité est le prix du pétrole : depuis début octobre, il a diminué de 36%.

Ensuite, depuis le début de l'année 2018, le dollar s'est renforcé d'environ 4% en moyenne par rapport aux devises majeures, rendant les importations moins chères pour les ménages et les sociétés américaines tout en défavorisant les exportations vers l'étranger. Cette dynamique influe sur la croissance en la rendant moins élevée, et, par conséquent, contribue à une inflation plus maîtrisée.

Par ailleurs, le comportement volatil du marché des actions permet au bon du trésor américain de jouer son rôle de valeur refuge : les investisseurs étant plus nombreux à se tourner vers lui, la demande accrue générée aura tendance à exercer une pression baissière sur les taux.

Enfin, en septembre, le nombre de positions spéculatives a atteint un pic historique. Ceci témoigne d'un excès de ventes à découvert sur le 10 ans américain. Or, cette position permet de gagner de l'argent en cas de hausse des taux. À l'inverse, si les taux baissent, le rachat des titres est obligatoire, ce qui provoque ainsi la diminution des taux.

Ces éléments nous ont convaincus à nous défaire de notre vision négative des obligations.

### Choisir la qualité.

La croissance de l'économie américaine continue de pousser la durée de son cycle économique vers de nouveaux records. En dépit de cela, depuis le début de l'année 2018, le spread des entreprises « Investment grade » s'est écarté par rapport aux bons du trésor américains. Quant à lui, le spread des entreprises « High Yield » affiche un élargissement plus prononcé.

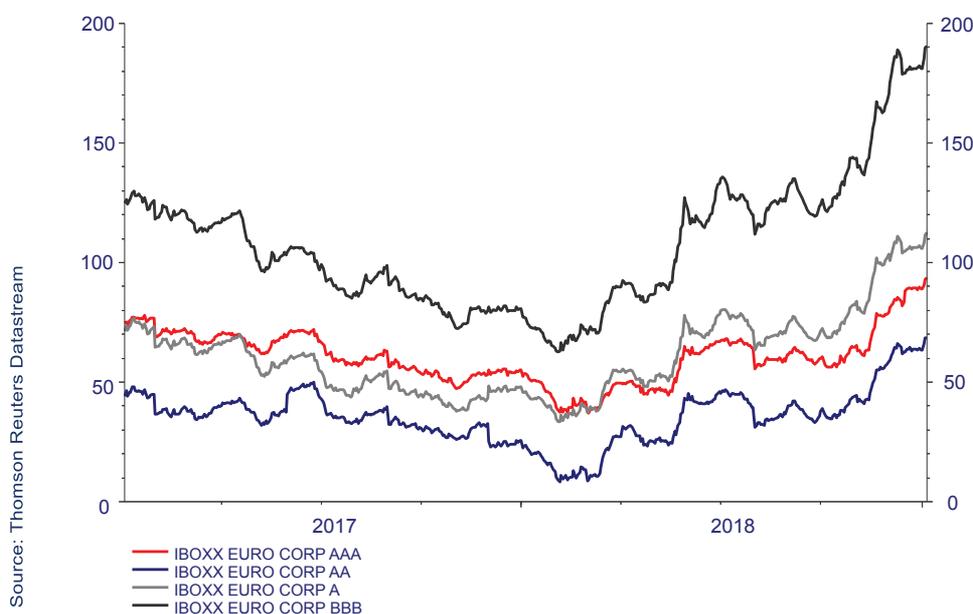
De manière générale, nous constatons que la qualité du crédit s'est détériorée au fil de ces derniers mois : les agences de notation ont davantage opté pour des « downgrade » au détriment des « upgrade ». Ainsi, les

grandes capitalisations américaines sont les plus sous pression, dans un contexte où le rythme de désendettement s'inscrit dans la lenteur. N'oublions pas que les entreprises ont profité des taux historiquement bas pour s'endetter et effectuer de nombreuses opérations de fusions et acquisitions après la crise de 2008, les perspectives de croissance organique étant alors limitées. Par conséquent, nombreuses sont les entreprises qui sont venues grossir les rangs du groupe de rating BBB-, lequel a augmenté de 70% ces quatre dernières années. À cet égard, nous estimons que l'univers des entreprises « investment grade » sera face à un véritable défi lors du prochain cycle de notations : d'un côté, les investisseurs étrangers se montrent très sensibles aux ratings et de l'autre, l'effet de levier des entreprises est plus significatif que les années précédentes.

Tous ces éléments concourent au choix posé d'une approche prudente. Aussi, nous mettons un point d'honneur à rester très sélectifs dans le choix de nos titres, dont nous proposons d'augmenter la qualité. Enfin, portés par notre attitude consciente et avisée, nous nous réservons la possibilité de devenir plus défensif au cours des mois à venir.

*Équipe Fixed Income*

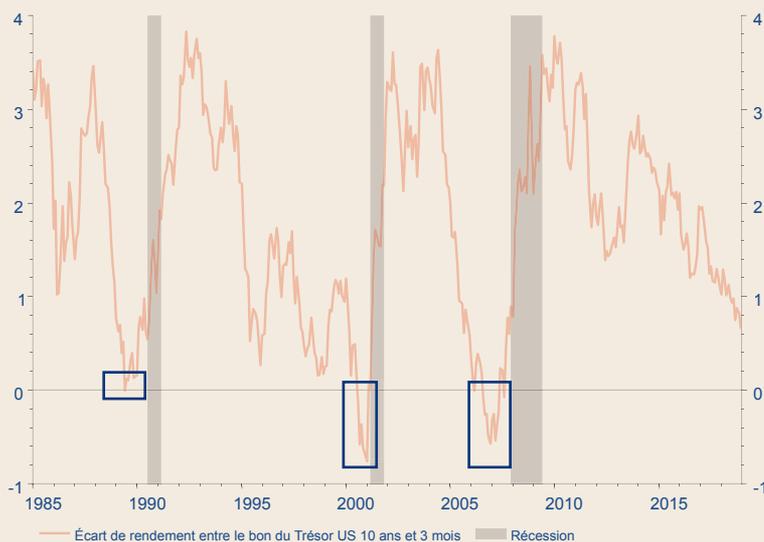
### CORPORATE EUR G-SPREAD Basis points, relative to Bund 10y



# La courbe expose... les gestionnaires disposent.

Au quatrième trimestre de cette année 2018, la volatilité des actifs risqués a augmenté de façon considérable. Si la guerre commerciale et le ralentissement économique de la Chine étaient déjà deux sources de préoccupation, c'est davantage sur le cycle économique américain que les yeux des investisseurs étaient rivés. En effet, ce cycle économique, qui a amorcé son expansion en 2009, est le plus long de l'histoire américaine depuis la Seconde Guerre Mondiale. Dans ce contexte, c'est tout particulièrement la forme de la courbe des taux qui a fait l'objet de toutes les inquiétudes. D'ordinaire, celle-ci prend une forme ascendante. Or, elle affiche une tendance à l'inversion, phénomène que la communauté financière interprète comme étant précurseur d'une récession à venir.

## ÉCART DE RENDEMENT ENTRE LE BON DU TRÉSOR US 10 ANS ET 3 MOIS



Courbe des taux dite "normale"



Courbe des taux dite "inversée"

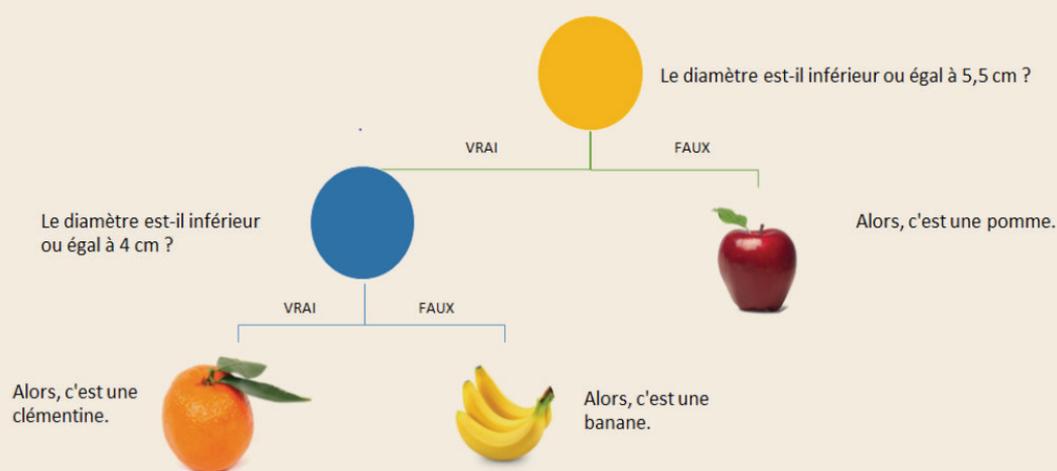


La courbe des taux américaine serait-elle dotée d'un « pouvoir de prédiction » ? Ce postulat fait couler beaucoup d'encre et suscite de nombreuses discussions. Dans une présentation du 20 juillet 2018\*, James Bullard, Président et CEO de la Federal Reserve Bank of St Louis, souligne qu'il existe un risque matériel d'inversion de la courbe des taux dans un environnement où l'écart entre les taux longs et les taux courts des rendements des bons du trésor américain est de plus en plus réduit. Il ajoute que de manière naturelle, l'inversion de la courbe des taux augure d'un ralentissement de l'économie, et que ce phénomène mérite toute l'attention des responsables politiques. Dans un tel contexte, pas un jour ne passe sans que la presse financière n'aborde le sujet en se posant la question de savoir quand la courbe pourrait s'inverser et les conséquences qui en découleraient. Si les inquiétudes sont légitimes, il est essentiel de prendre du recul par rapport à l'actualité financière pour comprendre le message que véhicule vraiment une courbe des taux inversée par opposition à ce qu'elle ne dit pas.

Tout d'abord, répondons à la question qui brûle toutes les lèvres: le phénomène d'inversion de la courbe des taux est-il fiable dans sa capacité à annoncer une récession ? Généralement, il l'est en effet, mais pas de la façon qu'on le croit. Une courbe de taux inversée ne provoque pas une récession. En revanche, elle est un bon baromètre de la politique de resserrement monétaire d'un pays, laquelle influe sur l'économie réelle à mesure du temps. Par ailleurs, les données parlent d'elles-mêmes: depuis 1976, les cinq dernières récessions ont toutes été précédées d'une inversion de la courbe des taux, laquelle a persisté pendant une période prolongée (généralement au moins dix mois). Dans chacun des cas, la pente de la courbe des taux s'inversait avant que la récession ne frappe.

\*Assessing the Risk of a Yield Curve Inversion: An Update. Glasgow-Barren County Chamber of Commerce Quarterly Breakfast, 20 July 2018.

Face à une telle situation, nous avons souhaité mener à bien une analyse approfondie du mouvement de la courbe des taux préalablement à une récession. Pour les besoins de notre démonstration, nous nous sommes prêtés à l'exercice qui consiste à prédire le moment où nous serons touchés par la prochaine récession en nous basant sur l'écart de rendement actuel aux États-Unis, en d'autres termes, l'écart de rendement entre le bon du trésor américain à 10 ans et celui à 3 mois \*\* étant le plus pertinent et avancé par plusieurs papiers académiques\*\*\*. Soucieux d'obtenir des résultats aussi indépendants qu'objectifs, nous avons utilisé le modèle d'apprentissage automatique CART (Classification and Regression Trees - arbres de régression). Mêlant l'intelligence artificielle au brassage d'un volume de données considérables, cet algorithme utilise une approche économétrique neutre pour analyser les données relatives à la courbe des taux. Pour expliquer le principe du fonctionnement de cet algorithme, imaginons que nous enseignons à la machine l'identification de différents fruits. À l'image de ce que nous montre le schéma ci-dessous, les caractéristiques qu'elle utilisera seront le diamètre et la couleur de sa peau.



Revenons à présent à notre prédiction de récession : les données brassées sont celles de 1976 à ce jour, et nous avons demandé au modèle de nous fournir les probabilités qu'une récession ait lieu dans moins de 6 mois, moins de 12 mois, moins de 18 mois et dans moins de 24 mois. Le verdict : la probabilité qu'une récession ait lieu dans moins de 6 mois est de 6%, dans moins de 12 mois est de 13%, dans moins de 18 mois est de 25% et, enfin, la probabilité qu'une récession ait lieu dans moins de 24 mois est de 32%. À titre de comparaison, la Réserve fédérale américaine estime les probabilités d'une récession basée sur le même facteur à 15,7% d'ici à novembre 2019.

Force est donc de constater que le temps qui s'écoule entre l'inversion de la courbe des taux et le début d'une récession est variable, puisqu'il peut s'étendre entre six et vingt-quatre mois, tout autant que le sont les origines d'une récession. Si l'exercice auquel nous nous sommes prêtés reste un exercice, et qu'il n'existe aucun outil capable de prédire une récession de manière précise, c'est là que nous rendons à notre métier ses lettres de noblesse. Rappelons que les récessions passées ne préjugent pas des récessions futures : à la fin des années 1990, les prix de l'énergie ont explosé, en 2000, la bulle Internet a éclaté et en 2007, le secteur bancaire a fait défaut. Dans chaque cas, la courbe a fini par s'inverser, et dans le cas qui nous intéresse, de l'eau peut encore couler sous les ponts avant que l'économie américaine ne soit touchée par une récession. Dès lors, il nous apparaît essentiel de surveiller l'ensemble des indicateurs économiques et de marché, tels que les prix des produits de base et l'écart de crédit, pour être capable de déceler un essoufflement de la dynamique économique.

Marc Fohr, CFA  
Head of Investments  
Firace Labiad  
Junior Portfolio Manager

\*\*Dans le contexte actuel, les investisseurs qui anticipent une détérioration de l'économie tendent à se positionner sur la partie longue de la courbe. Ce faisant, ils précipitent les rendements vers le bas tandis que la partie courte, par nature ancrée dans la politique monétaire, tient son cap. Dès lors, l'écart de rendement entre les taux courts et les taux longs des bons du trésor américain est de plus en plus réduit.

\*\*\*Estrella and Mishkin: Predicting U.S. Recessions: Financial Variables as Leading Indicators, Review of Economics and Statistics, vol.80, no.1, pp. 45-61, February 1998.

## Une solidité à toute épreuve

Fin décembre 2018, les performances annuelles incluant les dividendes en euros des différents indices boursiers à l'échelle mondiale s'affichent à des niveaux distincts. L'indice des marchés actions internationaux, le MSCI World, enregistre une performance négative à -3,6%. Du point de vue régional, l'indice MSCI Amérique du Nord est quasiment dans le vert à -0,5%. Par ailleurs, les performances de leurs homologues européen (MSCI Europe) et des pays émergents (MSCI pays émergents) tombent dans le rouge : leurs performances s'affichent à -10,1% et à -10,2% respectivement. Lorsqu'on la calcule depuis le début d'année, la performance des marchés actions est négative : elle est davantage négative en dollars des États-Unis comparée à l'euro. En réalité, c'est fin septembre que l'annonce d'une guerre commerciale potentielle entre les États-Unis et la Chine et le ralentissement de l'économie chinoise ont eu raison de leurs gains de début d'année.

Dans un tel contexte, l'appréciation de quelque 4,5% du dollar US a été la bouée de sauvetage des investisseurs européens et a permis d'épauler la performance des marchés actions (-8,2% en dollars contre -3,6% en euros). D'ailleurs, l'appréciation du dollar face à l'euro est soutenue par le différentiel de taux d'intérêts qui s'accroît à mesure que la Fed ressert sa politique monétaire et que la BCE maintient son statut-quo : les taux restent à leur niveau actuel au moins jusqu'à l'été 2019 et les rachats d'actifs cesseront à la fin du mois de décembre.

La situation internationale actuelle n'est pas de tout repos pour les investisseurs : l'issue du Brexit et de la guerre commerciale reste floue, les relations politiques piétinent et s'enveniment entre de nombreux états, les tensions entre l'Union européenne et l'Italie quant à son déficit budgétaire inquiètent. Déjà chahutés par un environnement politique source d'inconfort, ils doivent également composer avec les différentes hausses des taux directeurs de la Fed, et notamment avec son intention de poursuivre dans cette voie. Aussi, les investisseurs redoutent la fin du cycle économique étant donné sa maturité. En effet, au regard du niveau d'endettement des ménages et des entreprises, ils craignent que la hausse des taux ne soit trop violente pour l'économie.

À la lumière de ces éléments, nous réaffirmons notre position neutre sur les marchés actions. Bien des raisons motivent ce choix. Tout d'abord, l'environnement macroéconomique et microéconomique a beau être chahuté, nous n'avons observé aucun signe de détérioration : les sociétés auront donc vraisemblablement tout le loisir de continuer à faire croître leurs bénéfices. Ensuite, nous constatons que la saison de résultats est un bon cru : les bénéfices nets par action et les revenus s'affichent en croissance sur un glissant, et témoignent du fait que les révisions bénéficiaires pour 2019 sont restées stables, supérieures à 8,8% de croissance annualisée. Soulignons également que la récente

### PERFORMANCE DES MARCHÉS BOURSIERS (rebasé 100, en devise euro)

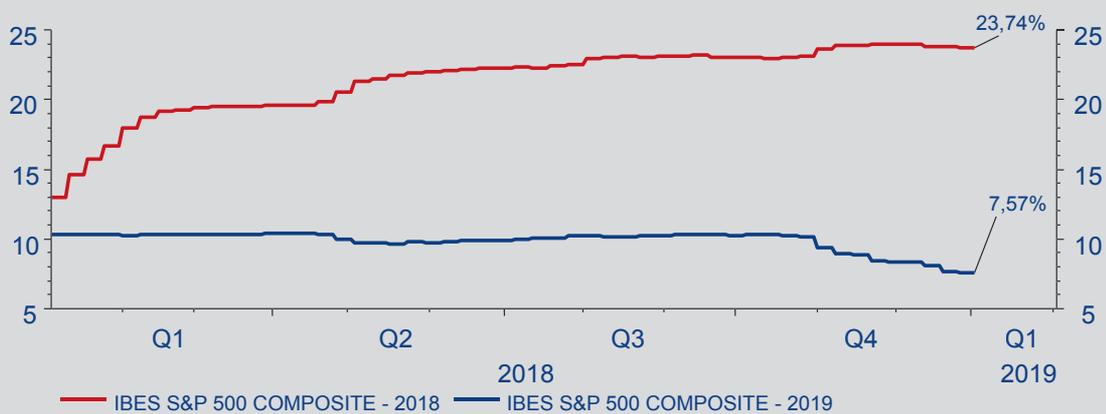


chute des marchés a provoqué une contraction des multiples de valorisation, ce qui redore le blason des marchés actions, lesquels sont plus attractifs qu'il y a quelques mois. Enfin, à nos yeux, les actions semblent plus intéressantes comparées aux investissements obligataires, car ces derniers sont chers et affichent un profil de risque plus élevé que celui qu'ils affichaient auparavant.

Nous nous rendons à l'évidence : les marchés sont de plus en plus volatils et contaminés par les éternuements politiques. Qu'il s'agisse de l'issue du Brexit, de la situation en Italie ou de la flambée des mouvements populistes, nous sommes exposés à des comportements binaires de nature imprévisible qui alimentent et renforcent la volatilité.

Dans un tel contexte, le rendement potentiel attendu ne nous semble pas suffisamment rémunérateur, le niveau de risque encouru étant élevé. En effet, les primes de risques s'affichent à des niveaux trop faibles, étant donné que les obligations du trésor américain apportent un rendement intéressant par rapport à des classes d'actifs plus risquées. Comme nous l'avons exposé plus haut, la saison de résultats était bonne, avec un bémol : de nombreuses sociétés ont émis des avertissements sur résultats aux États-Unis, le dollar étant fort, pour les prochains trimestres, et ceci nous laisse particulièrement perplexes. À l'origine de toutes ces manifestations tangibles, il y a des faits : le marché chinois ralentit, le coût de certaines matières premières s'affiche à la hausse et les frais logistiques sont plus onéreux.

## ÉVOLUTION DE LA PRÉVISION DE CROISSANCE DES BÉNÉFICES S&P 500 ET STOXX 600



Source: Thomson Reuters Datastream

## POSITIONNEMENT SECTORIEL POUR 2019

### Services de communication : positif

Créé en 2018, ce nouveau secteur MSCI rassemble les valeurs du secteur des Télécommunications et certaines valeurs des secteurs des Technologies de l'information et de la Consommation cyclique (comme par exemple Google, Facebook, Netflix et Walt Disney). Particulièrement hétérogène dans sa composition, ce secteur bénéficie d'un ancrage défensif grâce aux sociétés de télécommunications, avec cependant un biais de croissance grâce aux sociétés technologiques. Le dénominateur commun de ces valeurs : elles sont issues de l'information consommée par les individus via des réseaux. Ce secteur a le vent en poupe : les consommateurs expriment des besoins croissants en contenus et les entreprises le soutiennent. Dans le contexte d'incertitude économique actuel, nous pensons que ce nouveau secteur devrait surperformer l'indice de référence du fait de sa nature défensive combinée à une croissance pérenne.

### Consommation cyclique : neutre

Au cours de l'année 2018, notre vision de ce secteur est passée de positive à neutre. Aussi, c'est sur cette position que nous resterons en 2019 car nous pensons que les éléments à l'origine de la bonne performance du secteur au cours de ces dernières années s'estompent au fil du temps. En effet, les tensions sur le marché du travail et sur les salaires, aux États-Unis en particulier, ainsi que la confiance des ménages, sont appelées à s'amenuiser. Par ailleurs, les multiples de valorisation du secteur sont redescendus à des niveaux plus sains par effet de marché et par effet technique, Netflix ayant intégré les Services de communication. Enfin, selon nous, la croissance du secteur devrait rester limitée en raison des tensions commerciales, tarifaires et politiques auxquelles le monde fait face actuellement.

### Consommation non-cyclique : neutre

Au cours de l'année 2018, notre vision de ce secteur est passée de négative à neutre. C'est également cette vision que nous prévoyons de conserver en 2019. En effet, les multiples de valorisation se sont détendus et sont, dès lors, devenus plus attractifs. En dépit de cela, la croissance espérée du secteur reste faible : l'environnement microéconomique demeure très compétitif et le pouvoir de fixation des prix limité, alors qu'au niveau macroéconomique, l'inflation reste atone. S'ajoute à cela une sensibilité élevée du secteur aux taux souverains qui devrait le pénaliser : ce secteur est l'un des plus endettés et devra tirer son épingle du jeu dans un contexte où les banques centrales américaine et européenne se trouveront toutes deux en phase de resserrement monétaire en 2019.

### Immobilier : neutre

Après avoir été sous-pondéré depuis sa création en septembre 2016, nous avons décidé de revenir à une vision neutre du secteur immobilier. Si nous reconnaissons qu'un environnement de hausse des taux n'est pas favorable à l'immobilier, nous pensons toutefois que cette crainte est exagérée. En effet, les sociétés immobilières ont restructuré leurs dettes en allongeant leurs maturités et en empruntant majoritairement à taux fixe, ce qui limitera l'impact d'une hausse des taux sur les résultats. Par ailleurs, les taux utilisés pour la valorisation des biens immobiliers ont baissé de façon moins conséquente que les taux des obligations d'état ou les taux directeurs, ce qui permettra aux valorisations d'adopter un comportement résilient. D'un point de vue opérationnel, les valeurs foncières cotées résistent bien à la concurrence du e-commerce après avoir restructuré leurs portefeuilles d'actifs, ce qui se traduit actuellement par des augmentations de loyers lors de renégociations des baux commerciaux.

### Santé : neutre

Les prix des médicaments continuent à subir des pressions malgré l'absence de changements réglementaires majeurs. La consolidation du secteur du point de vue des assureurs santé et des pharmacies va renforcer le pouvoir de négociation de ces acteurs, ce qui devrait réduire davantage le pouvoir de fixation des prix des laboratoires. De plus, nombreux sont les brevets qui arrivent à expiration et les biosimilaires qui vont être lancés dans les prochaines années : ceci devrait pressuriser le profil de croissance des groupes pharmaceutiques. Cependant, de nombreux traitements sont en cours de développement, à l'instar de celui des pipelines, et devraient compenser au moins une partie du déclin des ventes totales survenu au sein du secteur. C'est pour cette raison que notre vision de ce secteur est neutre.

### Services financiers : positif

L'environnement économique global reste favorable pour les banques, en particulier pour la croissance du crédit. Si certaines banques européennes continuent de subir une pression sur les marges, l'impact qui en résulte est de moins en moins significatif. De l'autre côté de l'Atlantique, les marges d'intérêts des banques bénéficient de la hausse des taux directeurs. Le faible coût du risque devrait continuer de rester à des niveaux bas, le marché de l'emploi restant vigoureux. Pour finir, la situation bilancielle est bien plus solide que par le passé, ce qui devrait limiter le risque de dilution lié à une augmentation de capital dans le cas d'un scénario économique défavorable. Pour finir, nous pensons que la valorisation du secteur est attractive et ne reflète pas ses fondamentaux, c'est pourquoi notre vision est surpondérée.

**Industrie : neutre**

Après avoir affiché une vision surpondérée à l'égard de ce secteur depuis mars 2016, nous avons décidé de revoir notre vision à neutre. Certes, globalement, les indicateurs avancés s'affichent à des niveaux bien supérieurs à ceux susceptibles d'indiquer une récession imminente. Par ailleurs, il est également vrai que la valorisation du secteur a baissé d'environ 20% sur l'année 2018 en raison de la solide croissance des bénéficiaires et de la performance boursière négative. À ces éléments favorables s'ajoute la nécessité de reprendre les investissements après leur diminution significative en 2015 et 2016. Malgré cela, nous préférons revoir notre pondération à la baisse car nous ne sommes pas convaincus que le secteur pourra surperformer l'indice de référence dans l'environnement actuel. Ralentissement de la croissance, tensions commerciales, resserrement monétaire et absence d'appétit des investisseurs pour les secteurs cycliques sont autant de vents contraires qui justifient cette décision.

**Technologies de l'information : neutre**

Après plusieurs trimestres de niveau d'activité supérieur aux moyennes historiques, qui s'est traduit par une surperformance boursière significative, nous avons assisté, au second semestre 2018, à un coup de frein marqué du secteur. Tout d'abord, la partie Hardware, la plus cyclique, souffre des craintes liées à la macro-économie. Ensuite, plus récemment, les mastodontes se retrouvent confrontés aux questions des investisseurs : le marché des smartphones en déclin met le doute sur le potentiel de surperformance à venir ; les questions réglementaires liées à l'utilisation des données et au risque judiciaire relatif aux situations monopolistiques les inquiètent. Par conséquent, leur désamour a tendance à entraîner toute la cote dans son sillage. En dépit de ces éléments, nous ne souhaitons pas abaisser notre pondération du secteur car la pression cyclique de ces derniers mois ne remet pas en cause le cas d'investissement porté par la tendance séculaire favorable à une plus grande intensité digitale de l'économie. Nous conservons donc notre vision neutre de ce secteur.

**Énergie : positif**

L'année 2018 a été mouvementée pour le secteur énergétique : les deuxième et troisième trimestres ont vu la croissance s'envoler pour chuter en fin d'année. En effet, les sanctions sur l'Iran ont eu moins d'impact que les investisseurs ne le craignaient, et l'augmentation de la production de pétrole aux États-Unis a compensé cette baisse de l'offre. Pour l'année 2019, nous pensons que la demande restera élevée, notamment de pétrole et de gaz naturel, et que cette demande accrue sera couplée à une réduction de la production annoncée par les membres de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP) lors de leur réunion à Vienne. Parallèlement, les capacités de production disponibles sont toujours à un niveau très bas et les États-Unis subissent encore des goulots d'étranglement dans le Bassin permien,

ce qui réduit considérablement une potentielle hausse de la production. Enfin, dans l'ensemble, les entreprises du secteur présentent de très bons fondamentaux avec des valorisations nettement inférieures aux moyennes historiques et des coûts de revient faibles. Pour toutes ces raisons, notre vision sur le pétrole aidant, nous continuons de voir un fort potentiel sur ce secteur, et faisons le choix de le surpondérer.

**Services aux collectivités : négatif**

Dans un marché boursier difficile en 2018, ce secteur a plutôt joué son rôle de secteur défensif. Toutefois, nous n'avons pas de raisons fondamentales de devenir plus positif. D'une part, nous maintenons une vue constructive de la macro-économie et de l'évolution du marché actions, ce qui n'amène pas à une vision plus favorable du secteur. D'autre part, notre appréciation des fondamentaux du secteur sont hétérogènes. Aux États-Unis, l'environnement de hausse de taux est réel, ce qui nuit à la valorisation d'un secteur considéré comme défensif. Par ailleurs, le faible coût des sources d'énergie explique les prix bas du secteur. En Europe, la situation est sans doute un peu plus favorable : le prix de l'énergie s'inscrit à la hausse, porté par la progression du prix du carbone et par une ébauche d'élévation des taux qui reste lointaine. Pourtant, les investisseurs considèrent ce secteur comme un vecteur privilégié pour spéculer sur le risque politique, et les sociétés doivent s'adapter à la transition écologique. Au final, nous voyons davantage d'opportunités ailleurs et préférons maintenir notre vision sous-pondérée de ce secteur.

**Matériaux : négatif**

Le secteur a connu une année difficile en 2018, principalement en raison des guerres commerciales qui ont touché les importations de métaux dans un premier temps. Nous sommes d'avis que l'année 2019 connaîtra une baisse de la demande globale, à laquelle la Chine donne son orientation : en effet, elle est de loin le plus grand consommateur du secteur car elle est à l'origine de près de 50% des importations de minerais et de plus de 40% de la production chimique. Dans un tel contexte, la guerre commerciale sino-américaine génère des incertitudes qui continuent de peser sur l'ensemble des matières premières. Parallèlement, nous pensons que l'économie chinoise va laisser entrevoir des signes de ralentissement qui toucheront directement le secteur. Actuellement, les niveaux de stocks sont très élevés, notamment ceux des minerais, ce qui laisse à penser que les premiers signes de baisse de la demande pointent le bout de leur nez. Par ailleurs, le secteur automobile est toujours en proie à de lourdes difficultés, ce qui ralentit la consommation de métaux et de plastique. Enfin, le renforcement du dollar représente un risque pour les marchés émergents et génère de facto une situation dans laquelle leur demande potentielle s'inscrit à la baisse.

*Équipe Equities*

# PANORAMA FINANCIER

N° 01/2019

**BCEE**

**ASSET MANAGEMENT**

6A, rue Goethe, L-1637 Luxembourg, Tel.: (+352) 26 895-1, Fax: (+352) 26 895-24  
e-mail: [secretariat@bcee-am.lu](mailto:secretariat@bcee-am.lu), [www.bcee-assetmanagement.lu](http://www.bcee-assetmanagement.lu)

**Disclaimer :**

Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document sont, sauf indication contraire, ceux de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne, de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées comme fiables, dont BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg ne peuvent cependant pas garantir l'exactitude. De fait, les informations peuvent être soit incomplètes, soit condensées. Toute référence aux performances antérieures ne saurait constituer une indication quant aux performances à venir. Ce document ne peut en aucune circonstance être utilisé ou considéré comme un engagement de BCEE Asset Management S.A. ou de Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg. Les informations ne peuvent servir de seule base d'évaluation des valeurs et ce document ne saurait constituer un prospectus d'émission. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce rapport constituent une opinion actuelle et peuvent être modifiées sans préavis. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg déclinent toute responsabilité au titre de ce document s'il a été altéré, déformé ou falsifié, notamment par le biais de l'utilisation d'Internet. Ce document est communiqué à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BCEE Asset Management S.A. et Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg ne pourront être tenus responsables des conséquences pouvant résulter de l'utilisation d'une quelconque opinion ou information contenue dans le présent document. Il en est de même de toute omission. Le présent rapport ne peut être ni reproduit, ni communiqué à une tierce personne sans autorisation préalable écrite de Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg et de BCEE Asset Management S.A.. Les données à caractère personnel collectées pour l'envoi du Panorama Financier sont traitées dans le strict respect de la législation relative à la protection des données à caractère personnel. Ainsi, vous disposez entre autre d'un droit d'accès et de rectification de ces données. Vous pouvez également mettre fin à l'envoi du Panorama Financier. Pour cela, il vous suffit d'envoyer votre demande par e-mail à l'adresse suivante : [secretariat@bcee-am.lu](mailto:secretariat@bcee-am.lu) ou bien par courrier à l'adresse suivante : BCEE Asset Management, 6a rue Goethe, L-1637 Luxembourg. Dans le cas où vous vous seriez abonné en ligne, il vous est possible de vous désinscrire en indiquant votre adresse email à l'adresse suivante : <https://www.bcee.eu/Entreprises/Clientèle-Institutionnelle/BCEE-Asset-Management/Se-désabonner>.