

Économie : *Ralentissement à deux vitesses*

Obligations : *Clair-obscur des marchés obligataires*

Actions : *Les marchés actions en bichromie*

Grand Angle : *Le monde en 2019 : l'enjeu des inégalités*



Photo Dr. Yves WAGNER

Retour aux sources

Éditorial

Les grandes économies développées ralentissent. Il semble que cette fois-ci l'un des plus longs cycles d'expansion touche à sa fin, et les marchés financiers deviennent de plus en plus nerveux. Dans cette édition du Panorama, en plus de nos analyses classiques de l'environnement macro-économique et des marchés boursiers, nous consacrons un article à l'une des sources du ralentissement, à savoir l'insatisfaction des agents économiques face à une croissance importante des inégalités, et nous suggérons que cette dernière est notamment liée à des actions politiques inappropriées, en particulier dans le domaine de la politique monétaire et de celle du commerce international.

*Dr Yves Wagner
Directeur*

Ralentissement à deux vitesses

Coup de projecteur sur l'économie mondiale

Dans ses dernières prévisions économiques publiées en janvier 2019, le Fonds monétaire international (FMI) a revu à la baisse les attentes de croissance à l'échelle internationale. En effet, il est attendu que la croissance mondiale s'élève à 3,5% pour l'année 2019, soit 0,2% de moins que prévu dans la publication parue en octobre 2018. Les États-Unis, l'Europe et la Chine connaissent simultanément une phase de ralentissement dont la magnitude est différente selon la zone géographique, mais qui explique pourquoi la croissance globale est révisée à la baisse. Nous soulignons que les États-Unis se distinguent de plus en plus de l'Europe et de la Chine dans la mesure où ces deux dernières zones ont connu une plus forte correction. Aussi, le graphique ci-contre reflète bien que les États-Unis restent la locomotive de la croissance dans un contexte où l'Europe et la Chine s'affaiblissent.

Zoom sur les États-Unis

Les élections de mi-mandat ont débouché sur des résultats mitigés : les démocrates ont pris le contrôle de la Chambre des Représentants tandis que les républicains ont pris les rênes du Sénat. Cette situation de clivage, notamment en matière d'immigration, est à l'origine de la première crise politique survenue au moment du vote du budget de l'année 2019. En effet, profondément divisés sur le sujet de la construction du mur à la frontière mexicaine, les démocrates ont fait obstacle au financement d'un projet cher à Donald Trump, puisqu'il fait partie de ses promesses de campagne. Suite à ce désaccord, le vote du budget a été bloqué et le gouvernement fédéral a connu le Shutdown, une fermeture partielle qui s'est avérée être la plus longue de l'histoire des États-Unis.

Aux incertitudes globales qui guettent l'économie américaine s'est ainsi ajoutée une nouvelle source de préoccupations dont l'effet sur l'économie reste douteux. En réalité, la fermeture du gouvernement ne concernant qu'un tiers des services publics, nous sommes d'avis que l'effet négatif sur le plan de la consommation privée et de la confiance des entreprises n'aura été que passer à titre informatif, environ 800.000 ménages ont été directement concernés, ce qui implique une somme de 4 milliards de dollars de traitements non versés.

Nous le reconnaissons : en ce début d'année, un certain nombre d'éléments pouvaient potentiellement jeter le doute sur l'économie américaine : le Shutdown, les tensions commerciales, le ralentissement constaté en Europe et en Chine et les risques, à présent dissipés, que la Réserve fédérale américaine (Fed) n'augmente ses taux trop hâtivement.

Si les données économiques sont dans les faits moins encourageantes qu'elles l'ont été l'année dernière à la même époque, les États-Unis conservent indéniablement un grand nombre d'atouts qui lui permettent de faire preuve d'optimisme pour l'année en cours.

Les faits parlent d'eux-mêmes : les États-Unis combinent un marché du travail bien placé, avec une croissance proche de la tendance de long-terme qui ne crée pas de tension inflationniste. En conséquence de quoi la Fed affichera une politique à tendance assez accommodante, ce dont nous parlerons plus dans le détail dans notre partie consacrée aux banques centrales.

Arrêt sur image : la situation économique en Europe

Nous l'avons déjà mentionné plus haut : les perspectives de la croissance européenne pour l'année 2019 ont été significativement revues à la baisse, d'abord par le FMI, puis par la Commission européenne. En effet, dans son Winter Forecast, cette dernière estimait la croissance de la Zone euro à 1,3% pour l'année 2019, alors que son rapport d'automne 2018 envisageait une croissance à 1,9%.

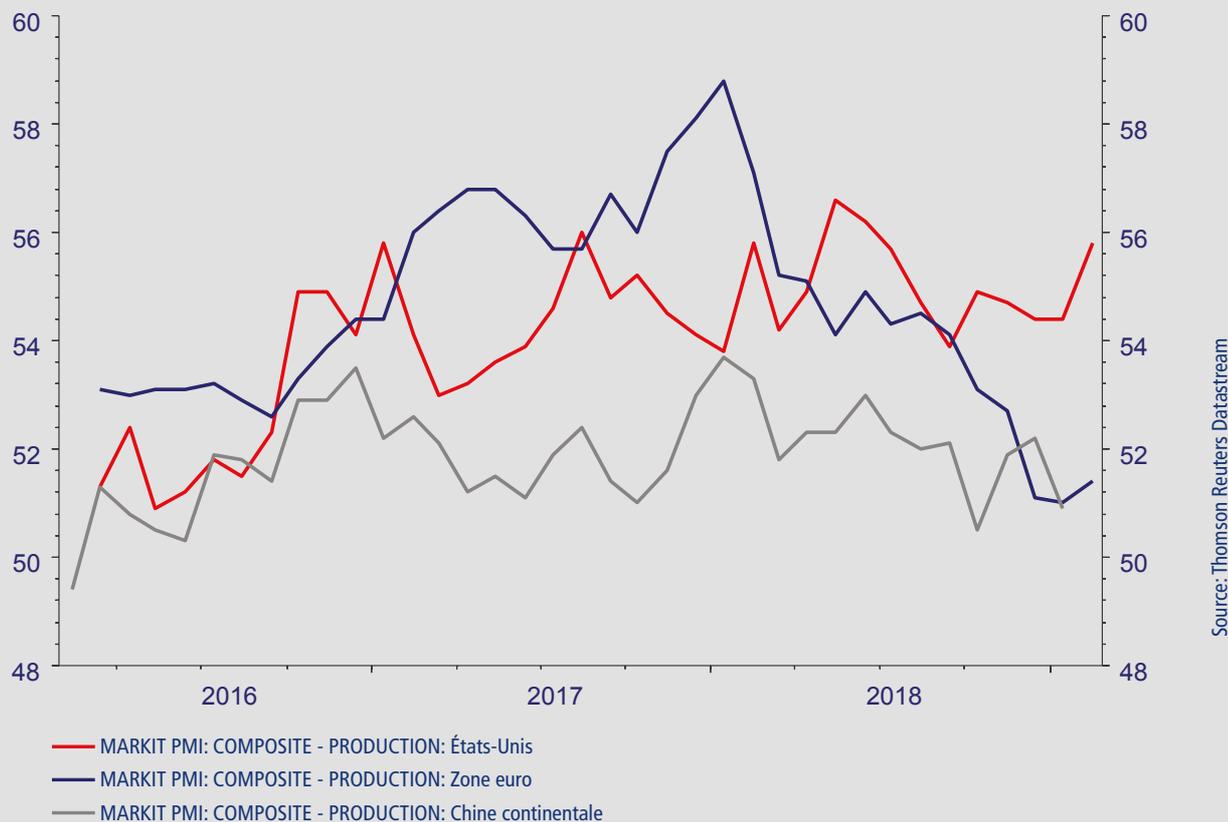
L'Allemagne et l'Italie, les première et troisième économies de la Zone euro respectivement, sont les deux à connaître en même temps un ralentissement marqué et assez soudain de leurs économies. C'est pour cette raison que nous choisissons de concentrer notre analyse sur ces deux pays dans la suite de notre argumentaire : au quatrième trimestre de 2018, alors que l'Allemagne évite de justesse une récession technique par la plus petite des marges (croissance nulle), l'Italie, quant à elle, est bel et bien tombée en récession à la suite de deux trimestres de croissance négative.

Le recul des exportations intra Zone euro et extra Zone euro explique en partie le ralentissement constaté. En effet, le commerce intra Zone euro a ralenti de 3,7% à 1,2% au troisième trimestre de 2018 et les exportations en dehors de la Zone euro ont ralenti de 5% à 1,1% sur la même période. Les exportations vers la Chine, le Royaume-Uni, la Suisse, la Turquie et la Russie ont notamment souffert du climat global qui se dégrade, ainsi que des facteurs idiosyncratiques (Brexit, dépréciation de la livre turque, etc.).

L'Allemagne

Actuellement, le pays se retrouve dans une situation pour le moins incongrue : l'industrie et les exportations, qui

INDICE DES DIRECTEURS D'ACHAT (PMI) - PRODUCTION ÉTATS-UNIS, ZONE EURO & CHINE



sont connues pour être la force de l'économie allemande, s'avèrent être en ce moment les sources du ralentissement économique.

En effet, c'est au troisième trimestre de 2018 que l'industrie automobile allemande (14% du PIB) a éprouvé ses premières difficultés à se plier aux nouvelles normes d'émission de CO₂. Ainsi, en novembre 2018, la production automobile a baissé de presque 10% sur base annuelle.

Dans le même temps, le commerce international s'affichait en recul, situation qui a porté un coup dur à l'économie allemande, laquelle reste une économie relativement ouverte avec un degré d'ouverture, à savoir un ratio commerce extérieur/PIB, légèrement supérieur à 85%, d'après les estimations de la Banque mondiale. Le mercantilisme allemand souvent loué représente aujourd'hui une source de faiblesse dans un contexte hostile au commerce international.

Du côté des échanges extracommunautaires, soulignons que l'Allemagne pâtit notamment du ralentissement de l'économie chinoise : la demande de produits manufacturés émanant de Chine augmente à un rythme plus calme comparée aux trimestres précédents. Aussi, d'après les estimations de la Chambre de commerce et d'industrie allemande, environ 900.000 emplois

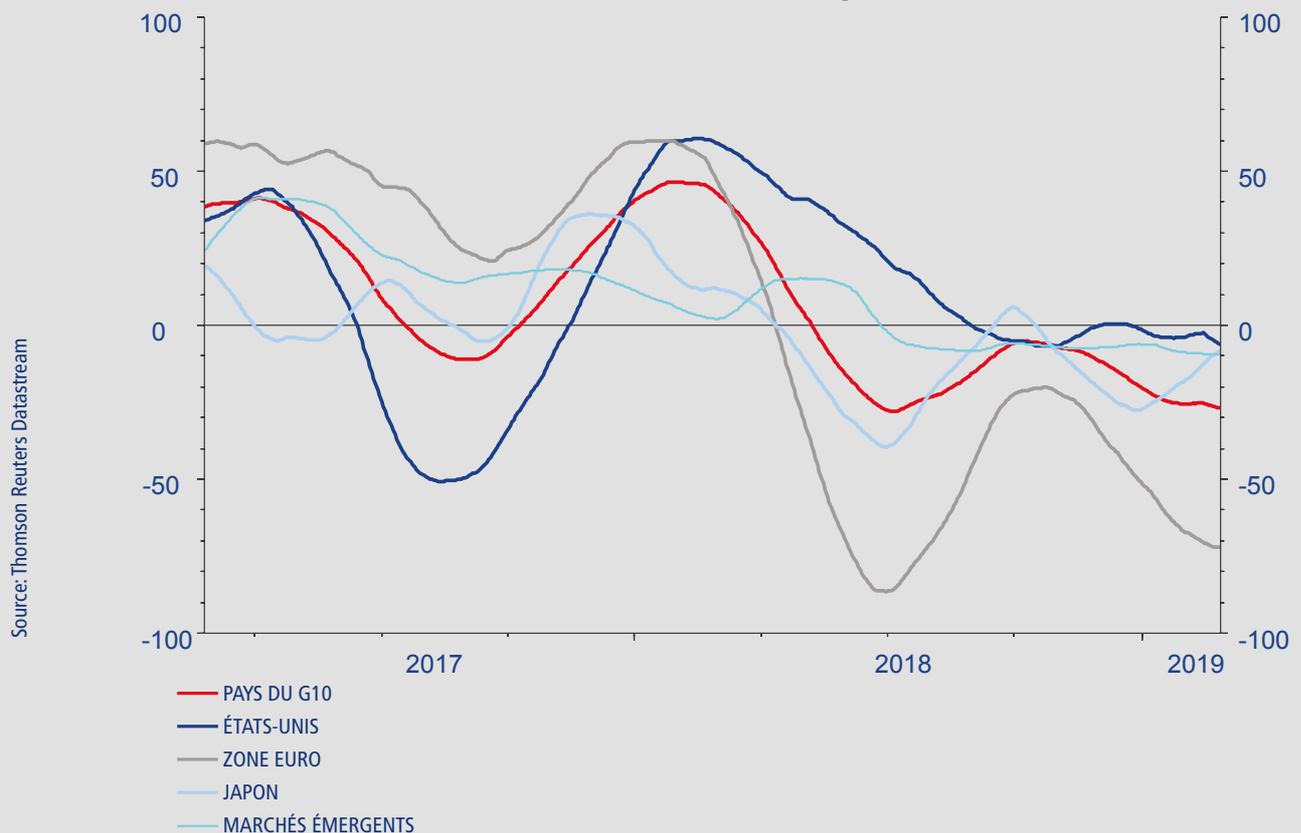
dépendent des exportations vers la Chine, ce qui est loin d'être négligeable.

La situation est grave mais pas désespérée : l'Allemagne conserve ses atouts pour y remédier. Outre son marché du travail en bonne santé avec un taux de chômage de 5%, l'Allemagne peut profiter de son espace budgétaire, à savoir de sa marge, en termes de finances publiques, sachant que sa dette publique par rapport au PIB ne s'élève qu'à 65% et qu'elle profite d'un surplus budgétaire de 1% par rapport au PIB. Le gouvernement allemand peut donc mettre en place des politiques de relance et d'infrastructures en vue de faire face aux vents contraires qui s'abattent sur l'industrie. Par ailleurs, une telle relance budgétaire pourra s'appuyer sur une politique monétaire qui, comme on l'expliquera plus loin, a bien des chances de rester accommodante.

L'Italie

Dès le début de l'année 2018, l'économie italienne a perdu son élan : elle s'est contractée de 0,2% lors du quatrième trimestre de 2018 après une croissance négative de -0,1% au troisième trimestre de 2018. En termes annuels, le constat n'est pas très différent. La Commission européenne estime une croissance du PIB de 1% pour l'année 2018 et une croissance très faible de 0,2% en 2019.

INDICATEUR DE SURPRISES ÉCONOMIQUES DE CITIGROUP



Dans son rapport, la Commission européenne attribue cette récession technique à une chute de la consommation et de l'investissement privé, laquelle s'expliquerait par le manque de visibilité issu du flou politique.

D'ailleurs, c'est un fait : le contexte politique à tous les niveaux, qu'il soit local, européen et international, n'est pas propice, et il semble difficile de faire régner un climat de confiance au sein de l'économie italienne dans l'immédiat. Par ailleurs, une nouvelle échéance politique dont l'issue reste très incertaine, à savoir les élections européennes de mai 2019, contribuent à rendre les perspectives encore un peu plus floues.

Focus sur la Chine

D'après les estimations du FMI, la Chine devrait ralentir, certes, mais il n'empêche pas qu'elle devrait garder un taux de croissance économique à plus de 6%. Comparé à celui des pays développés, ce taux de croissance reste bien évidemment très bon. Toutefois, étant donné le niveau de dette privée très élevé, la Chine a besoin d'un taux de croissance fort afin de permettre aux entreprises et aux ménages de rembourser leurs dettes et de s'enrichir en même temps.

À l'examen du détail des différents secteurs de l'économie chinoise, on remarque que c'est surtout le secteur secondaire qui s'essouffle car les services gardent un

taux de croissance supérieur à celui du PIB. Par exemple, la croissance de la production manufacturière dans son ensemble est passée d'une moyenne de 7% entre 2015 et 2018 à 5,5% en décembre 2018. De la même manière, la production de voitures, de téléphones portables et de machines industrielles a chuté de 14,9%, 9,4% et 17,4% respectivement.

Cette baisse s'explique en partie par la demande interne qui s'essouffle en raison du taux élevé d'endettement des ménages et la stagnation du revenu disponible. Tandis que la demande de biens de consommation de base reste robuste, celle de voitures et de téléphones portables a fortement chuté vers la fin de l'année.

Cela étant, un bon nombre d'éléments permettent de relativiser la situation. Pour mieux comprendre le ralentissement chinois, il faut tenir compte de deux politiques structurelles qui visent à transformer l'économie et à la rendre plus solide. La première politique est celle du passage d'une économie industrielle à une économie de services, et la seconde politique est celle de la réduction de la dette privée.

À l'heure actuelle, l'économie chinoise se montre de moins en moins dépendante des exportations de produits manufacturés ; le secteur tertiaire représente désormais légèrement plus de 50% du PIB. En ce qui concerne la dette des entreprises, nous savons que l'endettement a

ralenti en 2017, mais nous ne disposons pas encore de chiffres pour 2018.

Sachant que les réformes structurelles ont la particularité de ralentir la croissance à court terme afin d'augmenter le potentiel de croissance à plus long terme (d'où leur impopularité), il est normal que la réduction du niveau de la dette ait eu un effet négatif sur la croissance. En effet, parallèlement à une décélération dans la croissance des crédits, le rendement des obligations des sociétés privées s'est affiché en augmentation. Même si les effets de court terme peuvent être douloureux, cette transformation de l'économie est essentielle pour une croissance plus saine à long terme.

En pleine transition, l'économie chinoise a dû faire face à des vents contraires venant des États-Unis, à savoir les tarifs douaniers imposés par l'administration Trump sur les importations provenant de Chine. Si les taxes ne s'élèvent qu'à 10% sur 40% des exportations chinoises vers les États-Unis, l'intensification des tensions commerciales tout au long de l'année 2018 a fait considérablement dégringoler la confiance des ménages et des entreprises en Chine, ce qui apporte la deuxième explication au ralentissement de l'économie du pays.

En revanche, le gouvernement met en place des politiques de relance bien ciblées pour encourager la demande là où elle s'essouffle (demande de voitures, baisse des ventes au détail) grâce à des leviers tels que la baisse de l'impôt sur le revenu des ménages touchant jusqu'à 30.000 RMB par mois, la déduction fiscale pour les dépenses en éducation, en santé et la réduction du taux de l'impôt sur les sociétés pour les petites structures (qui font au total 80% de l'emploi en Chine).

Contrairement à la politique de relance menée après la grande récession de 2008-2009, qui reposait surtout sur l'endettement privé, la Chine semble chercher cette fois à lisser le cycle économique sans créer de nouvelles fragilités structurelles pour l'avenir.

Le point sur l'attitude des Banques centrales

Après des années de politiques monétaires accommodantes et non conventionnelles suite à la crise de 2008, les autorités monétaires respectives des États-Unis et de la Zone euro ont fini par avoir des parcours assez différents. La croissance ayant rapidement repris aux États-Unis, la Réserve fédérale américaine (Fed) a pu commencer une certaine « normalisation » de sa politique monétaire, qui s'est opérée jusqu'à présent à travers deux canaux. Tout d'abord, la hausse graduelle des taux d'intérêts directs jugés faibles d'un point de vue historique. Ensuite, la réduction des actifs détenus dans le bilan de la Fed.

Depuis le début de la phase de normalisation (première hausse en décembre 2015), la Fed a justifié sa hausse graduelle des taux par un marché du travail ayant atteint le plein emploi, ce qui, à terme, pourrait créer des tensions

inflationnistes par le biais de la demande. Toutefois aujourd'hui, bien que le marché reste proche du plein emploi, l'inflation ne semble pas présenter de risque à la hausse dans un environnement où le cours du pétrole reste relativement faible. Dans ce sens, la Fed semble avoir passé sous silence son discours favorable à une hausse graduelle des taux au profit d'une attitude bien plus prudente en annonçant que sa trajectoire de politique monétaire sera dépendante des données macroéconomiques publiées dans les mois à venir. Par ailleurs, la nervosité des marchés financiers fin 2018, lesquels craignaient que la Fed augmente ses taux trop rapidement, ainsi que le contexte économique et politique semé d'embûches au niveau international (ralentissement en Chine, en Europe puis les tensions commerciales) semblent avoir fait adopter ce nouveau ton à la Fed.

De son côté, la Banque centrale européenne (BCE) continue d'avoir un train de retard par rapport à la Fed. En effet, quand la BCE a mis en place des mesures exceptionnelles d'assouplissement quantitatif (au premier trimestre de 2015), la reprise aux États-Unis avait déjà permis d'envisager une hausse graduelle des taux d'intérêt afin de normaliser la politique monétaire.

Aujourd'hui, alors que les premières manifestations d'un éventuel ralentissement se font ressentir en Europe, nous n'avons pas observé de reprise assez soutenue de la croissance, des salaires et de l'inflation, ce qui n'a pas permis à la BCE d'élever les taux d'intérêt en vue de se créer une marge d'intervention pour soutenir l'activité par le biais d'une politique conventionnelle en cas de ralentissement.

C'est pourquoi la réintroduction de certaines mesures visant à injecter davantage de liquidités dans le système financier n'est pas une piste à écarter. Plusieurs responsables de la BCE ont notamment cité la possibilité de réinstaurer une politique de nouvelles opérations ciblées de refinancement de long terme (TLTRO - Targeted longer-term refinancing operations) en vue de préserver des banques européennes qui seraient en difficulté.

En somme, les perspectives des banques centrales sont très représentatives de la divergence de la performance économique d'après crise des États-Unis d'une part et de l'Europe d'autre part. Par ailleurs, la question de savoir quelle sera la nouvelle norme de politique monétaire reste d'actualité. D'abord, il est difficile d'estimer quel sera le niveau optimal des bilans des banques centrales après une telle hausse. Ensuite, la liquidité sera-t-elle le nouvel instrument conventionnel de politique monétaire si l'inflation reste à des niveaux historiquement faibles ? Les mois à venir apporteront leurs éléments de réponse, que nous nous chargerons d'analyser.

*Aykut Efe
Economist*

Clair-obscur des marchés obligataires

L'EUROPE EN TON SUR TON

Rétrospective

La fin d'année 2018 en Europe est le théâtre d'incertitudes politiques et d'un environnement macroéconomique assombri. Tout d'abord, avant de sortir de l'impasse, les discussions sur le budget italien ont été une source de volatilité majeure sur les taux souverains italiens, mais aussi sur les taux allemands, lesquels suivent une trajectoire inverse puisqu'ils chutent depuis octobre pour atteindre leur plus haut de l'année 2018 avec presque 0,60% au point le plus bas en février 2019, comparable à octobre 2016, en dessous de 0,10%.

Par ailleurs, la baisse des taux réputés pour être des valeurs refuges est exacerbée par des données macroéconomiques de plus en plus décevantes, et fait naître la crainte, chez les investisseurs, d'une récession imminente. C'est en effet dans ce contexte que l'Allemagne se trouve : avec une croissance négative au troisième trimestre, un carnet de commandes de biens durables et une production industrielle en chute libre, le pays est bel et bien orienté vers une récession technique. Aussi, à défaut d'être encourageantes, les prévisions de croissance de la Commission européenne s'annoncent plutôt sombres. Heureusement, la récession technique est évitée de justesse : au quatrième trimestre de 2018, l'Allemagne affiche un taux de croissance de 0,02%.

Le côté clair émane de la Banque centrale européenne (BCE), résolument optimiste en décembre, bien que ses prévisions de croissance et d'inflation soient légèrement revues à la baisse. D'ailleurs, en janvier, la BCE change de ton : elle reconnaît que les économies de la zone euro s'affaiblissent. Aussi, elle se dit prête à intervenir sur les marchés si cela s'avère nécessaire. Par conséquent, cette approche plus accommodante de l'institution monétaire est bénéfique pour les détenteurs d'obligations, car elle fait glisser les rendements encore plus vers le bas en même temps qu'elle remet en cause le processus de normalisation des taux.

Lors des mois à venir, le ralentissement économique global et la baisse des pressions inflationnistes en Europe seront potentiellement les principales sources d'inquiétudes des investisseurs. Pourtant, si l'on constate certains signes de ralentissement économique, le taux de chômage reste sur une tendance baissière, ce qui n'a pas lieu dans une situation avérée de récession. L'inflation, si elle diminue, reste tout de même proche de la cible de la BCE. Dans ce contexte, l'issue de la guerre commerciale sera cruciale pour l'économie allemande et pour ses taux souverains. Aussi, le Brexit pourrait ne pas être le seul à couper l'appétit des investisseurs : les élections européennes pourraient également créer de l'aversion au risque et ainsi diriger les investisseurs vers les valeurs refuges. Par conséquent, nous recommandons un positionnement neutre sur les souverains européens.

Une périphérie opaline

Parmi les états d'Europe du sud, l'Italie est le pays qui présente le plus de risques mais aussi le plus d'opportunités. Après avoir trouvé un accord de dernière minute avec la Commission européenne sur le budget en fin d'année, les taux se sont fortement détendus jusqu'à la fin du mois de janvier. En effet, le spread des taux italien et allemand à 10 ans s'est resserré de plus de 80 points de base. Puis le spread s'est écarté de plus de 40 points de base, suite à la publication pessimiste des prévisions de croissance économique que la Commission européenne envisage pour l'Italie. En réalité, la stabilité du gouvernement italien est toujours une question d'actualité, et les élections européennes de mai pourraient véritablement mettre en danger la coalition en place.

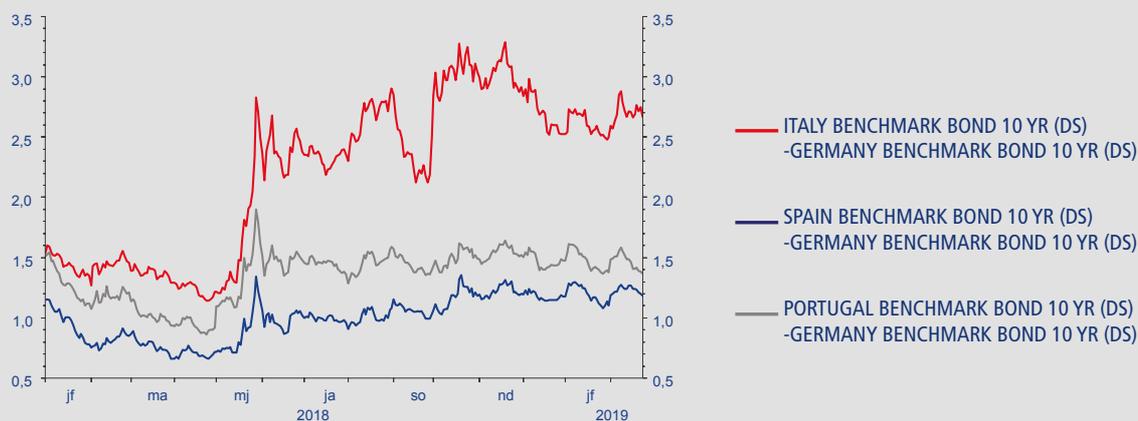
À la lumière de ces éléments, ni la volatilité sur les taux italiens ni le resserrement de la prime de risque avec l'Allemagne ne diminueront avant les élections de mai. En Espagne, la situation politique se dégrade : le parlement espagnol a marqué son rejet du budget, augmentant ainsi le risque d'élections anticipées. D'ailleurs, le spread entre les taux à 10 ans espagnol et allemand se situe à environ 115 points de base, un niveau "fair value" qui laisse peu d'opportunités de resserrement. En revanche, au Portugal, la situation politique est plus stable, et le niveau d'entrée est relativement plus intéressant. Par conséquent, de manière générale, nous privilégions un positionnement neutre sur la périphérie en mettant en avant le Portugal au détriment de l'Italie.

Crédit européen tamisé

Lors des mois de novembre et décembre 2018, les primes de risque du crédit européen s'élargissent pour se retrouver à des niveaux proches de ceux connus avant le programme d'assouplissement quantitatif de la BCE. Cela s'explique par le fait que, tout au long de l'année, l'Europe souffre des risques politiques qui pèsent sur elle, des zones d'ombres et d'incertitudes quant à l'issue de la guerre commerciale, sans oublier le programme d'achat d'actifs de la BCE qui a touché à sa fin, ce qui ne contribue pas non plus à apaiser les investisseurs.

Cela étant, tirons un trait sur 2018 : nouvelle année, nouveau départ. En effet, 2019 se place sous le signe de l'adaptabilité, et les Banques centrales annoncent des politiques plus accommodantes : la Fed se dit prête à faire preuve de patience, et la BCE fait savoir qu'elle n'est pas à court d'instruments. En réaction à ce nouveau départ, les primes de risques se contractent pour effacer la correction des deux mois précédents. Il en ressort que sur 3 mois, le crédit européen est inchangé en dépit des mouvements forts qui sont survenus. Dès lors, à quoi pouvons-nous nous attendre pour la suite ? Nous pensons que le regain de la demande à l'égard du crédit européen devrait se calmer, et ce pour plusieurs raisons. Tout

SPREAD D'OBLIGATION D'ÉTAT À 10 ANS - ALLEMAGNE VERSUS PÉRIPHÉRIE



Source: Thomson Reuters Datastream

d'abord, la demande provient principalement des réserves de liquidité des investisseurs, non de nouveaux flux de capitaux destinés à la classe d'actifs. Ensuite, l'offre promet d'être renforcée : les nouvelles émissions sont susceptibles d'affluer en plus grand nombre dans les mois à venir, notamment en mars. Ceci implique la nécessité d'avoir, en réponse à l'offre accrue, une demande renforcée capable de l'absorber, vu que la BCE n'endosse plus le rôle de gros acheteur. Par ailleurs, force est de constater que les incertitudes économiques et politiques qui planent sur le vieux continent ne trouveront pas une solution du jour au lendemain. À cet égard, selon nous, la contraction des primes de risque à laquelle nous avons assisté ces derniers mois était trop forte. En conséquence de quoi nous réaffirmons notre vision négative du crédit européen.

LES ÉTATS-UNIS : NUANCES DE CAMAÏEU

Rétrospective

Tout au long de l'année 2018, les États-Unis ont le vent en poupe : dans un climat prospère, les publications économiques favorables débouchent sur l'anticipation marquée d'une hausse de l'inflation, et poussent la Fed dans la voie de l'augmentation des taux. D'ailleurs, en novembre, le taux américain à 10 ans atteint son plus haut depuis 2011 (3,23%) avant de retomber très fortement sous son caractère de valeur refuge lors de la débâcle des marchés actions. Viennent se mêler au relèvement des taux les craintes liées à l'approche de la fin du cycle économique et à un ralentissement de l'économie, provoquant un phénomène très marqué d'aplatissement de la courbe des taux américaine, avec notamment une inversion de la courbe sur les taux courts (2 ans et 5 ans).

Comme nous l'avons dit précédemment, 2019 apporte un souffle nouveau : la Réserve fédérale (Fed) change de ton pour sa quatrième hausse de taux de l'année et semble se montrer moins restrictive qu'elle ne l'était lors des publications précédentes. À cet égard, elle annonce en janvier qu'elle pourra faire preuve de patience quant à la réduction de son bilan et à sa politique de taux. De son côté, l'inflation devrait être contenue à son niveau actuel avec des risques à la baisse.

En effet, nous ne constatons aucune pression inflationniste : l'inflation cœur est très contenue, et elle l'est d'autant plus si l'on exclut les prix de l'immobilier. Le seul bémol réside dans l'évolution de la guerre commerciale, qui pourrait faire obstacle aux perspectives de croissance. Cela étant, nous pensons que la Fed ne procédera qu'à un seul relèvement des taux en 2019. À la lumière de ces éléments, nous conservons notre vision neutre de la courbe des taux américains.

Crédit américain

Le marché du crédit d'outre-Atlantique a vu les primes de risque des entreprises "Investment grade" fortement s'écarter en fin d'année pour atteindre les niveaux de juin 2016, puis se resserrer tout au long du mois de janvier. Comparée aux années précédentes, la dispersion de l'écartement des spreads à travers les différents secteurs a été faible. Ceci suggère que la crainte puise davantage sa source dans les risques macroéconomiques que sectoriels.

De manière générale, nous constatons que la qualité du crédit se détériore au fil des mois : les agences de notation optent davantage pour des downgrades au détriment des upgrades. Ainsi, ce sont les grandes capitalisations américaines qui se retrouvent 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 : après la crise de 2008, elles ont effectué une multitude d'opérations de fusions et acquisitions. 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.

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 défensifs au cours des mois à venir.

Équipe
Fixed Income

Les marchés actions en bichromie

Depuis le début de l'année, les marchés actions des pays développés enregistrent des performances calculées en euros de plus de 10%, tandis que celles des marchés émergents ont été à la traîne.

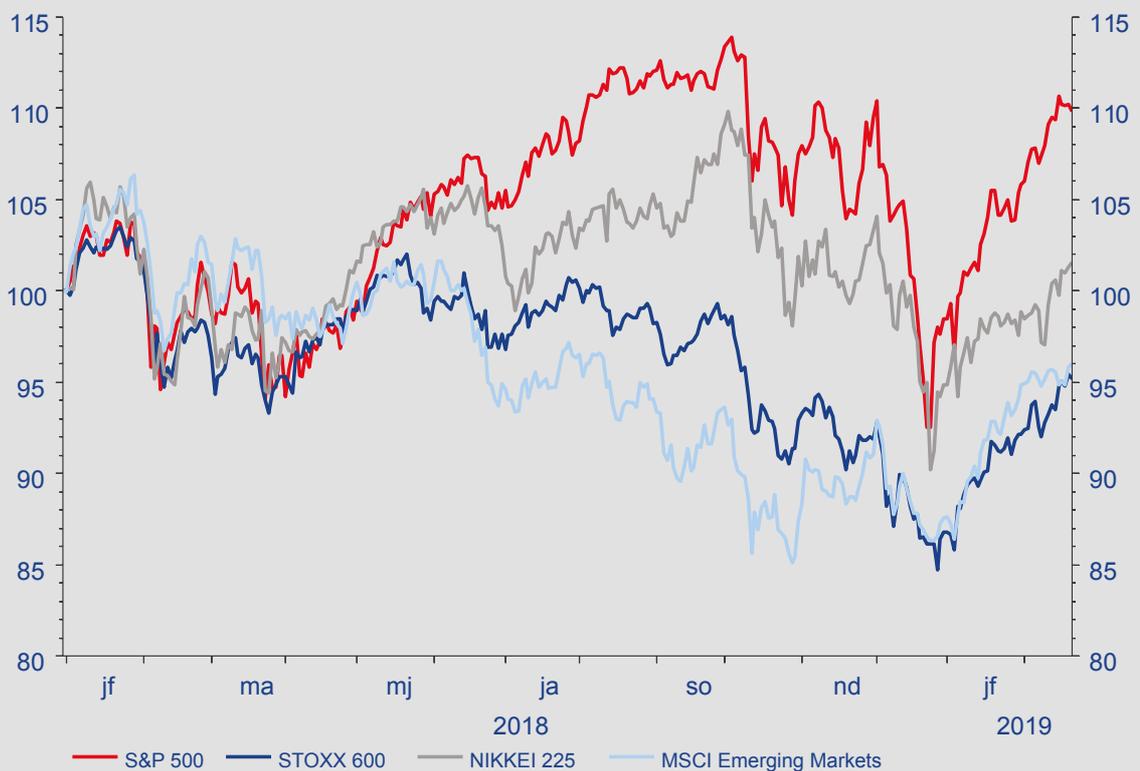
À l'issue des fêtes, un véritable feu d'artifice s'enclenche sur les marchés actions : après leur débâcle de fin d'année, ils rebondissent de manière spectaculaire en janvier. Que s'est-il donc passé pour que les marchés actions soient précipités dans le rouge ? Tout d'abord, sur la scène internationale, les investisseurs sont restés à l'affût du discours de la Fed : lorsque cette dernière annonce sa volonté de poursuivre dans la lignée d'une hausse de ses taux directeurs, les investisseurs craignent que cette démarche n'assène un coup à l'économie, l'endettement des ménages et des entreprises s'affichant à un niveau élevé. Ensuite, l'état d'avancement du cycle économique constitue une véritable source de contrariété pour les investisseurs, qui redoutent l'arrivée d'une récession. Par ailleurs, la guerre commerciale que le Président Trump a déclarée à la Chine génère de multiples tensions à mesure qu'elle s'aggrave, et inflige un camouflet à la croissance mondiale. Sur la scène européenne, le doute continue de planer sur l'issue du Brexit.

L'absence d'avancées significatives laisse un goût amer qui fait obstacle au regain de confiance des investisseurs.

C'est alors qu'au lendemain de Noël, les marchés rebondissent soudainement et continuent sur leur lancée en janvier et février. En effet, l'indice boursier américain S&P 500 enregistre sa meilleure performance mensuelle depuis 1987 ! Comment une telle performance a-t-elle pu être réalisable ? Les investisseurs ont tout simplement eu plusieurs raisons tangibles d'être rassurés. En premier lieu, la Fed a prononcé un discours conciliant allant plutôt dans le sens d'une baisse des taux d'intérêts. L'institution affiche clairement sa volonté de ralentir le rythme de la hausse des taux, et vante la robustesse de l'économie américaine et la solidité du marché de l'emploi. Ensuite, la Chine et les États-Unis ont progressé dans leurs relations commerciales. Enfin, aux États-Unis, le Shutdown, période de paralysie partielle des administrations fédérales qui survient lorsque le Congrès refuse de voter le budget, s'est interrompu. Sans oublier que la dernière publication de résultats est correcte en dépit des commentaires qui affluent au sujet du ralentissement économique qui s'installe en Chine.

PERFORMANCE DES MARCHÉS BOURSIERS

(rebasé 100, en devise euro)

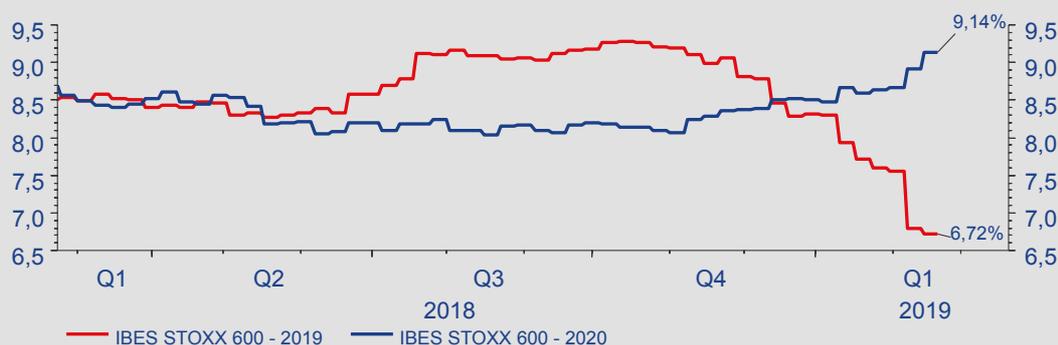
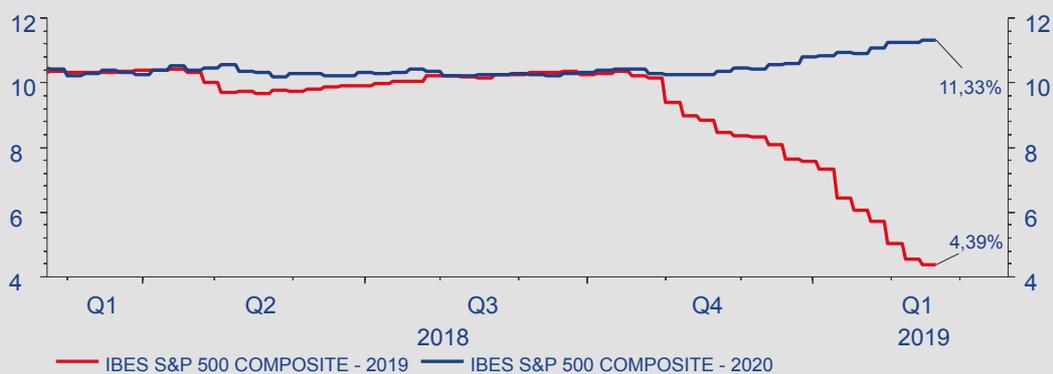


Faisant suite à ce rebond des marchés actions, nous avons opté pour un positionnement plus défensif en diminuant l'exposition en actions. Dans les faits, les fortes performances ont donné lieu à une prise de bénéfices dans un contexte où nous anticipons un regain de volatilité, laquelle a rejoint un niveau très bas alors même que le contexte économique et géopolitique à l'échelle mondiale demeurerait sous tension. En effet, aucun terrain d'entente n'a encore été trouvé sur le Brexit, les négociations entre Pékin et Washington n'ont débouché sur aucun accord final, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) a revu à la baisse ses prévisions de croissance pour la zone euro en 2019 et les mouvements eurosceptiques se multiplient.

Notre vision

L'environnement actuel n'est pas favorable pour les marchés actions. Tout d'abord, des signes de ralentissement ont beau faire partie du paysage actuel, cela n'est pas pour autant synonyme d'un point final au cycle économique que nous vivons. Aussi, dans ce contexte, les sociétés ont toutes les cartes en mains pour continuer à faire croître leurs bénéfices. Ensuite, les premières publications de résultats sont encourageantes. En effet, pour les deux tiers des entreprises qui ont publié, les chiffres dans l'ensemble, tant du point de vue des bénéfices que du point de vue des revenus, ont positivement surpris en se situant au-delà des attentes du consensus. À cet égard, la croissance des bénéfices nets par action est de l'ordre de 5%. Enfin, les multiples de valorisation qui se sont contractés suite à la baisse des marchés il y a quelques mois ont eu pour effet de redorer le blason des marchés actions, lesquels sont désormais plus intéressants.

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



Source: Thomson Reuters Datastream

Coup de projecteur sur nos favoris

En matière de secteurs, nous marquons notre préférence à l'égard de la finance, des services de communication et de l'énergie.

Finance

Le secteur financier a la cote : l'environnement économique actuel devrait constituer un terrain propice pour les établissements bancaires dans la mesure où la croissance mondiale plutôt soutenue épaulé déjà la demande de crédit. Aux États-Unis, la combinaison d'une réglementation assouplie, alliée à une réforme fiscale et aux hausses de taux prévues par la Réserve fédérale, devrait prêter main forte au secteur bancaire. En Europe, les différents plans de restructuration qui commencent à porter leurs fruits permettent aux banques d'inscrire leur rentabilité à la hausse, et la demande de crédit pour la zone euro s'accélère.

Services de communication

Créé en 2018, ce 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.

Énergie

Plusieurs facteurs sont à l'origine de l'ascension spectaculaire du cours du pétrole: l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) a prolongé l'accord de réduction de sa production jusqu'à fin 2018, l'Iran est de nouveau sujet aux sanctions américaines, le Venezuela se retrouve confronté à une grave crise politico-économique et voit s'effondrer sa production de pétrole, et les producteurs de pétrole américains font preuve d'une discipline accrue. Les sociétés pétrolières demeurent extrêmement attractives compte tenu des valorisations fortement intéressantes et du potentiel de reprise, surtout du point de vue de la génération de liquidités. En effet, les entreprises du secteur ont su faire preuve de résilience grâce aux transformations internes qui ont considérablement réduit leurs bases de coûts et permis de se focaliser sur les projets les plus rentables.

*Équipe
Equities*

Le monde en 2019 : l'enjeu des inégalités

Il semble que nous vivons dans un monde très chaotique, les incertitudes politiques, géopolitiques et financières n'ayant fait qu'augmenter au cours des dernières années, les politiques fiscales, budgétaires, monétaires et économiques semblant suivre des processus purement stochastiques. Dans un contexte macroéconomique pourtant rassurant dans son ensemble depuis plusieurs années, l'amplitude des problèmes divers affectant les agents économiques laisse l'observateur perplexe. Le dérapage des démocraties modernes vers le populisme, les révoltes parfois sanglantes de populations contre l'organisation économique et politique de leur pays doivent avoir une origine qu'il faut comprendre et, le cas échéant, doivent modifier l'organisation actuelle du vivre ensemble, tant à l'intérieur d'un pays donné qu'au niveau international entre pays.

Malgré un environnement économique globalement positif, avec des fondements encore solides, des croissances soutenables, peu d'inflation et des pouvoirs d'achat souvent en hausse, malgré un cycle économique parmi les plus longs jamais observés, le mécontentement des populations, leur frustration voire leur colère ne peuvent pas être niés. L'insatisfaction semble générale, la démotivation globale.

Du Brésil à l'Italie, le populisme se généralise. Du Venezuela à la France, les populations descendent dans la rue. Des États-Unis à la Chine, les économies s'essoufflent sous le poids de mesures politiques inquiétantes.

Nous pensons que nombre de ces phénomènes ont une origine commune que nous appellerons la « hausse des inégalités », inégalités entre pays, et inégalités entre différentes couches de la population à l'intérieur des pays. Et nous pensons que cette hausse des inégalités, qui peut certes avoir des origines diverses, est aujourd'hui notamment due à deux éléments :

- des politiques monétaires inefficaces,
- une désorganisation du commerce international.

Nous savons que les inégalités ont aussi d'autres origines, telles entre autres un système fiscal injuste, des détournements de fonds dans des régimes politiques corrompus ou l'abandon de droits des hommes élémentaires pour des raisons politiques et commerciales. Nous voulons néanmoins, dans cette analyse, nous concentrer sur les deux éléments moins connus et pourtant déterminants des injustices que sont les politiques monétaires et l'organisation internationale du commerce, entre autres parce que ces deux sujets sont d'actualité dans le cadre de prévisions économiques à moyen terme.

Des croissances économiques satisfaisantes

En 2019, l'économie mondiale devrait encore afficher une croissance positive satisfaisante autour des 3,5%. Certes, ces niveaux de croissance sont en-dessous des taux observés après la récession de 2010, mais proches des niveaux observés au cours des dernières années. Cette croissance mondiale devrait par ailleurs se poursuivre au-delà de cette année pour une période qui pourrait aller jusqu'en 2023.

Cette croissance mondiale sera toutefois répartie de façon inégale entre régions, les pays développés connaissant des expansions largement inférieures et en diminution, tandis que les pays émergents devraient connaître des expansions plus fortes, et en croissance au-delà de 2019.

L'Amérique du Nord pourrait connaître une expansion légèrement supérieure à 2%, et l'Europe de l'Ouest une expansion encore inférieure de l'ordre de 1,7%, chiffre par ailleurs de plus en plus revu à la baisse.

Parmi les pays émergents ou en développement, la norme de taux de croissance est supérieure à 7% pour les plus dynamiques, avec une moyenne d'expansion de 4,7% par an en 2019, et des taux encore supérieurs pour les années suivantes. En Europe, les pays de l'Europe de l'Est seront également particulièrement dynamiques.

Parmi les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud), l'Inde devrait connaître la croissance la plus élevée avec quelque 7,3%, suivie par la Chine dont l'économie est quelque peu vulnérable et la croissance en diminution avec un taux de l'ordre de 6,2%.

Dans la quasi-totalité des pays avancés, l'inflation ne semble constituer aucun danger, les marchés du travail sont en bonne santé, les taux de chômage orientés à la baisse, et les pouvoirs d'achat souvent en hausse.

Ces scénarii sont construits sur le principe d'analyse économique « ceteri paribus », toutes choses égales par ailleurs. Ce qui risque aujourd'hui de perturber ce scénario mondial rassurant est l'insatisfaction générale des acteurs économiques, leur sentiment d'injustice d'une mauvaise répartition des richesses, et la démotivation qui en résulte. Nous pourrions nous retrouver dans une situation d'anticipations auto-réalisatrices : quand tout le monde pense que ça va mal, ça ira mal effectivement.

Des politiques monétaires inégalitaires

Depuis la chute, en 2008, de la banque Lehman Brothers et la crise des « sub-prime », des politiques monétaires non conventionnelles ont été mises en place pour éviter une crise économique et financière sans précédent: à l'époque, l'ampleur d'une récession probable affectant pour de nombreuses années l'économie mondiale, avec des taux d'inflation convergeant vers zéro ou entamant une spirale déflationniste, des politiques monétaires traditionnelles de baisses de taux d'intérêt inefficaces sur les taux longs, des crédits bancaires inexistant, a amené les banques centrales à recourir à des politiques non conventionnelles jamais expérimentées auparavant. Le «quantitative easing», ou détente quantitative amenait la Réserve Fédérale américaine d'abord, et toutes les autres grandes banques centrales par la suite, à racheter des instruments à taux fixe pour faire baisser les taux longs, s'aventurant ainsi dans le domaine d'une création monétaire exceptionnelle.

Selon la Théorie monétaire classique, de telles créations monétaires ne devraient avoir aucun effet réel sur l'activité économique, et se transformer purement et simplement en inflation (théorie quantitative ou néo-quantitative de la monnaie). A la fin du XIX^{ème} siècle, les grands noms de la théorie économique, François Quesnay, Adam Smith, David Ricardo, John Stuart Mill ou Jean-Baptiste Say étaient d'accord sur l'effet inflationniste de la création monétaire, et ces avis étaient partagés par les économistes plus récents jusqu'au Prix Nobel Milton Friedman avec sa théorie monétariste et l'approche néo-quantitativiste de la monnaie. Quoi qu'il en soit, les Banques centrales ont, dès 2010, ignoré l'ensemble de ces développements théoriques et se sont lancées dans une création monétaire sans précédent. Dix ans plus tard, on peut s'interroger sur la pertinence de la théorie, les défenseurs du « quantitative easing » suggérant que grâce à cette politique toute récession dramatique et durable a pu être évitée, et l'impact sur l'inflation a été inexistant dans la mesure où, aujourd'hui, les risques inflationnistes restent extrêmement faibles. Nous n'en sommes pas si sûrs, notre analyse est quelque peu différente.

Il peut certes y avoir des aspects positifs liés à ces politiques monétaires. La dynamique déflationniste a pu être enrayerée (ce qui prouve néanmoins, selon nous, qu'il y a eu inflation quand même), certaines banques, en sérieuses difficultés de survie suite à la dégringolade du système bancaire mondial, ont pu être sauvées, un effondrement des bourses, et donc une destruction massive de richesses avec ses effets négatifs sur la consommation et la croissance, a pu être évité.

Mais nous estimons que les aspects négatifs de ces politiques méritent d'être soulignés aussi. Tout d'abord, nous pensons que la théorie quantitative de la monnaie n'a pas été mise en échec : l'inflation n'a certes pas dérapé lorsqu'on considère l'évolution des indices des prix à la consommation ou à la production, mais nous estimons que l'inflation s'est déplacée vers les marchés des capitaux avec des actifs financiers de plus en plus chers. Par ailleurs, le crédit domestique et par conséquent la demande intérieure n'ont été que peu affectés par les politiques monétaires, et nous nous retrouvons aujourd'hui, paradoxalement, avec des niveaux de crédits dans certains pays inférieurs à leurs niveaux d'avant crise, seule l'activité crédit du « shadow banking » a connu un essor significatif.

C'est pour cette raison que nous estimons que ces politiques monétaires sont à l'origine d'un creusement des inégalités, l'inflation d'actifs financiers créant un effet richesse positif pour la partie la plus aisée de la population, seule détentrice de ces actifs, tandis que l'autre partie de la population, moins aisée, a donc vu sa richesse relative diminuer.

La question intéressante est évidemment de savoir comment nous allons sortir de ces politiques non conventionnelles. Alors que les États-Unis ont commencé à augmenter leurs taux d'intérêt et ont arrêté les programmes de rachat, et que la Banque centrale européenne a entamé la même direction plus récemment, nous observons que non seulement les taux restent historiquement faibles, mais aussi que les marchés des capitaux ont déjà réagi, parfois de façon brutale si l'on considère le quatrième trimestre de 2018. En cas de ralentissement significatif, certes pas prévu mais possible, de la conjoncture mondiale, ces banques centrales seront, à nouveau, le dos au mur, comme elles l'étaient il y a dix ans.

Une organisation mondiale du commerce inégalitaire

Le second élément, à côté des politiques monétaires, à l'origine du creusement des inégalités trouve son origine dans l'évolution du commerce international. Ce sujet est aujourd'hui d'autant plus intéressant qu'il fait l'objet de nombreux débats politiques dans lesquels les responsables, souvent populistes, se réfèrent au concept de « guerres commerciales » pour protéger leur pays contre les agressions déloyales de pays concurrents.

Nous référant à nouveau à la théorie économique, nous voulons souligner ici qu'il a été démontré suffisamment

que le commerce international, l'ouverture des frontières ou les échanges commerciaux entre pays sont en principe bénéfiques à tous. Cette théorie est basée sur l'analyse des avantages comparatifs développée dès le début du XIX^{ème} siècle par Robert Torrens (1815) et démontrée par David Ricardo en 1817. Elle ne fait l'objet d'aucune controverse entre économistes, et Paul Samuelson, Prix Nobel d'Économie, a qualifié la théorie des avantages comparatifs comme l'une des rares théories économiques acceptées par la communauté universelle d'économistes. Elle démontre que le protectionnisme, l'isolationnisme, le repli sur soi ne peuvent que nuire aux développements économiques.

Si toutefois le commerce international profite à tous les pays participant à l'échange, cela ne veut pas dire qu'il profite de la même façon à tous les pays. Certains pays profitent plus que d'autres, notamment lorsque, par des moyens plus ou moins interventionnistes, un pays réussit à doper ses exportations de façon disproportionnée comme, par exemple, dans le cas de recours excessifs au mercantilisme entre le XVI^{ème} et XIX^{ème} siècle en Europe, mais que l'on retrouve sous d'autres formes aujourd'hui dans certaines économies. La manipulation des taux de change peut, à titre d'exemple, être considérée comme une manipulation mercantile, et nous savons que de telles manipulations existent aujourd'hui.

Mais en-dehors des manipulations mercantiles, le commerce international ne profite pas de la même façon à tous les pays qui y participent. Une organisation internationale du commerce a pour cette raison toujours été un objectif des acteurs politiques, raison pour laquelle on a vu naître au cours des dernières décennies le GATT, l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce, l'OMC, l'Organisation mondiale du commerce, l'Union douanière en Europe, l'Accord de libre échange nord-américain, ou encore le Mercosur entre l'Argentine, le Brésil, le Paraguay, l'Uruguay, le Venezuela, et d'autres pays d'Amérique latine qui se sont associés d'une façon ou d'une autre avec ce groupe.

On peut observer que, sur les dernières décennies, le commerce international s'est développé à un rythme fulgurant, avec des taux de croissance supérieurs à ceux de la production. Comme souligné par la théorie, ce développement a été globalement favorable à tous les pays, mais certains en ont profité plus que d'autres. Les profiteurs peuvent être identifiés à travers les taux de croissance de leurs exportations qui dépassent la moyenne du taux de croissance du commerce international. Dans les pays développés, les « profiteurs » ont été peu nombreux, on cite essentiellement l'Irlande, l'Allemagne et les Pays-Bas. Les perdants (relatifs) dans les pays développés ont été l'Italie, la France et le Royaume-Uni pour ce qui est de l'Europe, mais les perdants dans le monde ont aussi été les États-Unis. Lorsqu'on intègre les pays en voie de développement, force

est de constater que le plus grand gagnant du commerce mondial a été la Chine. Cela explique probablement aussi pourquoi les États-Unis veulent aujourd'hui revoir les termes des accords internationaux et menacent la Chine d'une guerre commerciale. Le grand enjeu est ici la domination économique et donc politique du monde dans les vingt à trente ans, enjeu que les États-Unis sont en train de perdre, et que la Chine est en train de gagner, notamment à travers la technologie qui restera le secteur déterminant de toute domination à l'avenir.

Pour revenir à notre discussion principale, nous constatons et pouvons argumenter de façon théorique et empirique que l'Organisation mondiale du commerce a conduit à une augmentation des inégalités entre pays qui nuisent aujourd'hui à tout développement économique et social harmonieux.

L'urgence d'un règlement des problèmes en suspens

Nous estimons que le développement économique futur est étroitement lié aux problèmes des inégalités croissantes dont nous avons essayé d'expliquer les origines les plus critiques aujourd'hui : les politiques monétaires et l'organisation internationale du commerce.

Les fondements économiques restent bons aujourd'hui, et les perspectives ne sont pas mauvaises. Mais la situation peut se renverser rapidement si ces deux éléments ne sont pas traités urgemment avec l'objectif de réduire les inégalités entre individus et entre pays.

*Dr Yves Wagner
Directeur*

PANORAMA FINANCIER

N° 02/2019

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, 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'Épargne de l'État, 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'Épargne de l'État, 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'Épargne de l'État, 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'Épargne de l'État, 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'Épargne de l'État, 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'Épargne de l'État, 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 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/Cliente-Le-Institutionnelle/BCEE-Asset-Management/Se-désabonner>.