

BILAN MACROÉCONOMIQUE DE L'ANNÉE 2018



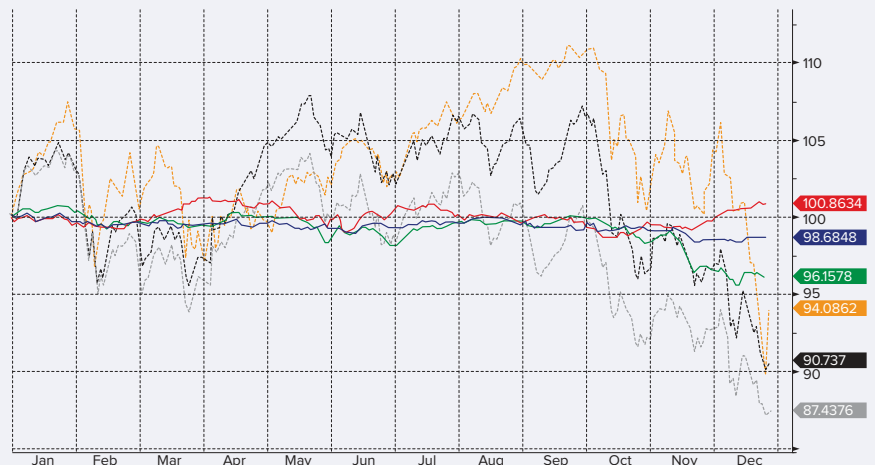
Sébastien Sicot
Gérant de portefeuilles
Portzamparc Gestion

2018 aurait dû être une bonne année boursière, notamment aux Etats-Unis, soutenue par la réforme fiscale américaine. Malgré un dernier soubresaut au lendemain de Noël, l'ensemble des indices actions finissent dans le rouge. Comment expliquer cette contre-performance ? Comment se présente 2019 ?

PHOTO FINISH

Evolution en 2018 (indices base 100 au 31/12/2017, coupons et dividendes inclus)

- > **actions** (en pointillés) : américaines (S&P 500, en orange), européennes (Eurostoxx 50 en gris) et françaises (CAC 40, en noir)
- > **obligations européennes** (en traits pleins) : d'Etats (en rouge), investment grade (en bleu) et high yield (en vert)



Source : Bloomberg Finance 2018



La première chose qui frappe à la vue de l'évolution des marchés actions cette année 2018 est la forte volatilité qui a régné tout au long de l'année, dont le premier pic a eu lieu dès le mois de février. En cause, le rapport sur l'emploi américain de janvier, publié début février, faisant état d'une hausse des salaires supérieure aux attentes : les craintes d'un dérapage de l'inflation, et donc d'une action plus ferme de la banque centrale américaine, avec pour conséquence un coup d'arrêt à la croissance, font flancher les marchés une première fois. Les analystes craignent par ailleurs que ces hausses de salaires, liées à une pénurie de main d'œuvre qui va s'accroître tout au long de l'année, ne finissent par peser sur les marges des entreprises. Or, la question des marges va redevenir centrale quelques mois plus tard... En effet, 2018 est marquée également par la déclaration de guerre commerciale de l'autoproclamé « Tariff¹ Man », c'est-à-dire Donald Trump, qui commence par remettre en cause le traité régissant le commerce entre Canada, Mexique et Etats-Unis. Le président américain s'est ensuite attaqué à la Chine en mettant en place des barrières douanières à l'importation afin de forcer ses dirigeants à améliorer leurs comportements en matière d'équité des échanges et de protection de la propriété intellectuelle et des brevets (ce qui ne semble pas choquant). Or, ces taxes douanières sont payées par les importateurs (et non par les exportateurs) et visent à forcer les entreprises américaines à produire sur le sol américain plutôt qu'en Chine : leurs marges seront donc affectées soit par les taxes, soit par le surcoût de la production aux Etats-Unis. Le dialogue de sourd qui s'est installé entre chinois et américains a fini par peser également sur les marchés qui ont chuté au troisième trimestre, les investisseurs craignant que cette guerre commerciale ne fasse que des perdants et se termine en récession. Les révisions en baisse des chiffres de la croissance par les grandes institutions internationales (OCDE, FMI,...) accréditent ce changement de perspective qui trouve un écho dans les évolutions de la courbe des taux américaine.

¹ Tariff = barrière douanière

POLITIQUE MONÉTAIRE ET INVERSION

Le maître-mot de l'action menée par la Réserve Fédérale américaine depuis trois ans est la normalisation de la politique monétaire mise en place pour contrer les effets de la crise de 2008. La Fed remonte ses taux directeurs depuis fin 2015, alignant 9 hausses de 25 points de base à un rythme trimestriel en 2018, et considère que sa politique monétaire est, ou va bientôt devenir, neutre (elle ne freinera ni ne soutiendra l'économie américaine). Sa crainte actuelle est de voir cette dernière surchauffer, c'est-à-dire conduire à un dérapage de l'inflation, notamment par les salaires alors que le chômage est historiquement faible. La conséquence de cette normalisation a été une remontée des taux courts à 3 mois de 250 points de base depuis fin 2015, tandis que sur la même période, le 10 ans n'a progressé que de 50 points, conduisant à un aplatissement de la courbe des taux, voire à son inversion (le taux à 10 ans passant en-dessous de celui à 3 mois). Or, cette inversion est prétendument annonciatrice de récession : sur les dernières décennies, une inversion est « souvent » (ce n'est pas systématique) suivie d'une récession dans les 6 à 18 mois (soit une certaine marge d'erreur...), d'où la forte baisse des marchés actions sur la fin de l'année...

La BCE doit, elle aussi, gérer la sortie de sa politique monétaire ultra-accommodante, mais est « en retard » par rapport à son homologue américaine et en est juste à stabiliser son bilan, une première hausse des taux n'étant pas attendue avant 9 à 12 mois. Ce n'est donc pas de ce côté qu'il faut chercher la sous-performance relative des marchés européens par rapport aux marchés américains, mais plutôt du côté de la macro-économie. En effet, la croissance américaine, stimulée par la réforme fiscale, a fait un pic au milieu de l'année alors qu'en Europe elle n'a cessé de décliner tout au long de l'année.

RISQUE POLITIQUE EUROPÉEN... ET FACTEURS « TECHNIQUES »

Une autre explication à cette chute des marchés européens est à chercher du côté politique. Au printemps, l'arrivée au pouvoir en Italie de l'improbable alliance des populistes du M5S et de la Liga conduira à des discussions très houleuses autour du budget italien en fin d'année. En Allemagne, l'échec relatif du parti de Mme MERKEL à des scrutins régionaux a fragilisé la coalition de la chancelière qui a perdu de son aura pour la fin de son quatrième mandat. En France, la fin d'année a été marquée par le mouvement des « gilets jaunes » qui aura conduit à des pertes importantes pour le commerce notamment, remettant en cause le rebond de la croissance qui commençait à être observé au début du dernier trimestre... Et bien sûr, n'oublions pas le Brexit : au terme de négociations tendues, Theresa May a obtenu un accord avec l'Union Européenne pour organiser la sortie du Royaume-Uni. Mais cet accord ne rassemblera probablement pas la majorité nécessaire au parlement lors de son vote en début d'année. Si la baisse est conséquente sur les indices des grandes valeurs, il faut souligner que la chute est vertigineuse pour l'univers des petites et moyennes valeurs. Cette forte sous-performance s'explique par les flux qui ont déserté les actions en général. Sur les petites et moyennes capitalisations, cette absence de flux conduit à une faiblesse de la liquidité qui pèse sur les cours, comme cela a été le cas sur les marchés obligataires en fin d'année, notamment sur le haut rendement.

QUELLES PERSPECTIVES POUR 2019 ?

Le risque politique va rester important en Europe avec l'épilogue (peut-être) du Brexit, des élections probables en Italie et possibles en Espagne, et surtout les élections européennes en mai où l'on craint une poussée des extrêmes eurosceptiques. De l'autre côté de l'Atlantique, la perte par les Républicains de la majorité au Congrès risque de paralyser l'Etat, comme cela a été le cas à la fin de l'année où D. Trump a provoqué un « shutdown » (la fermeture des services non essentiels de l'Etat par manque de financement) parce que les démocrates n'ont pas voté les crédits pour son mur entre le Mexique et les Etats-Unis. Ajoutons à cela la guerre commerciale en cours, le risque géopolitique (Russie, Iran, Corée du Nord,...) le ralentissement économique... La volatilité risque d'être encore élevée ces prochains mois !

Dans ces conditions, nous maintiendrons une allocation prudente dans nos portefeuilles dans l'attente de voir le brouillard se dissiper.

