



**Perspectives Economiques et
Financières
Covéa Finance
FEVRIER 2019**

I. Le bilan 2018

L'année 2018 aura été une année boursière extrêmement compliquée.

Des marchés financiers en difficulté

Tous les marchés actions des pays les plus avancés ont achevé l'année en territoire négatif. Le CAC 40 recule de près de 11%, la performance la plus médiocre du marché français depuis 2011. Le Dax 30, le principal indice boursier allemand, termine sur une note particulièrement négative, avec une contreperformance de plus de 18%. En recul d'un peu plus de 6% en dollar, le marché américain ne recule que de 1,79% en euro grâce à la hausse du dollar face à la monnaie européenne. Les marchés émergents n'ont pas échappé au marasme ambiant et ont généralement davantage reculé que les marchés des pays développés. Seul le Brésil affiche une performance exceptionnelle de +15% en réal. La Chine, quant à elle, recule de 25% sur l'indice de Shanghai.

Evolution de l'indice de Shanghai en base 100 sur l'année 2018



Les marchés des obligations privées ont connu une première année de performance négative depuis 2015 (indice IBOXX Euro Corporate). Les primes de risque progressent en moyenne de 92 pb sur les maturités 5-7 ans.

Les marchés américains ont particulièrement souffert sur fond de resserrement des conditions de financement orchestré par la Banque centrale américaine (FED) à la fois par le biais de ses taux directeurs et la réduction de la taille de son bilan.

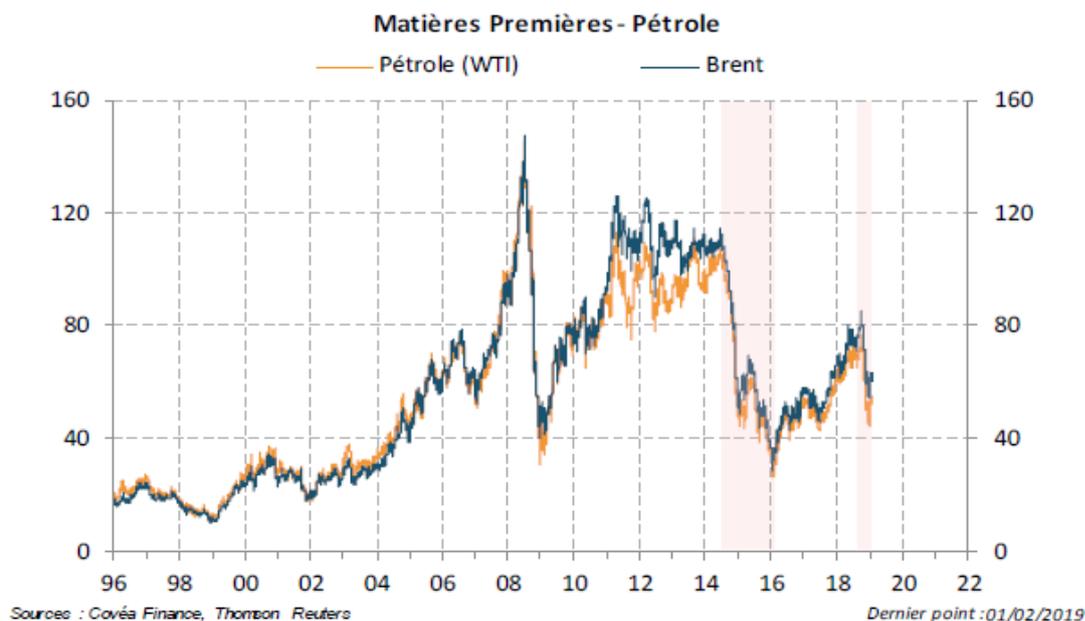
L'intensification des conflits dans le cadre d'une remise en cause du multilatéralisme par bon nombre d'administrations arrivées récemment au pouvoir et les inquiétudes croissantes sur les conditions de retour d'une politique monétaire normalisée aux Etats-Unis mais aussi en Europe ont eu raison de l'optimisme des investisseurs porté dans les premiers mois de 2018 par l'espérance d'une croissance économique plus ferme en Europe, par la résistance de l'économie américaine malgré la multiplication de discours alarmistes et par des résultats économiques encourageants au Japon.

La matérialisation de nombreux risques

Tout au long de l'année, les risques que nous avons identifiés se sont matérialisés : le ralentissement de l'économie chinoise avec ses répercussions sur les marchés de matières premières et le commerce mondial d'une part et la sortie des politiques monétaires exceptionnelles d'autre part. Deux thèmes sur lesquels ont fortement réagi les marchés boursiers, déjà préoccupés par la perspective d'une normalisation sans état d'âme de la politique monétaire américaine, alors même que la Banque centrale européenne (BCE) amorçait elle-même un virage important avec l'arrêt d'achats nets d'emprunts obligataires.

A ces thèmes est venue s'ajouter la déception sur l'économie européenne bien que l'accélération de la croissance attendue par nombre d'experts nous ait toujours paru manquer de réalisme.

Dans ce contexte, le pétrole et certaines matières premières ont connu de fortes baisses de prix. Le pétrole a perdu près de la moitié de sa valeur en 2018 après avoir touché un plus haut à 76\$ sur le WTI, début octobre, et un point bas fin décembre, à 43\$ (-43%), soit sa plus forte baisse depuis 2014.



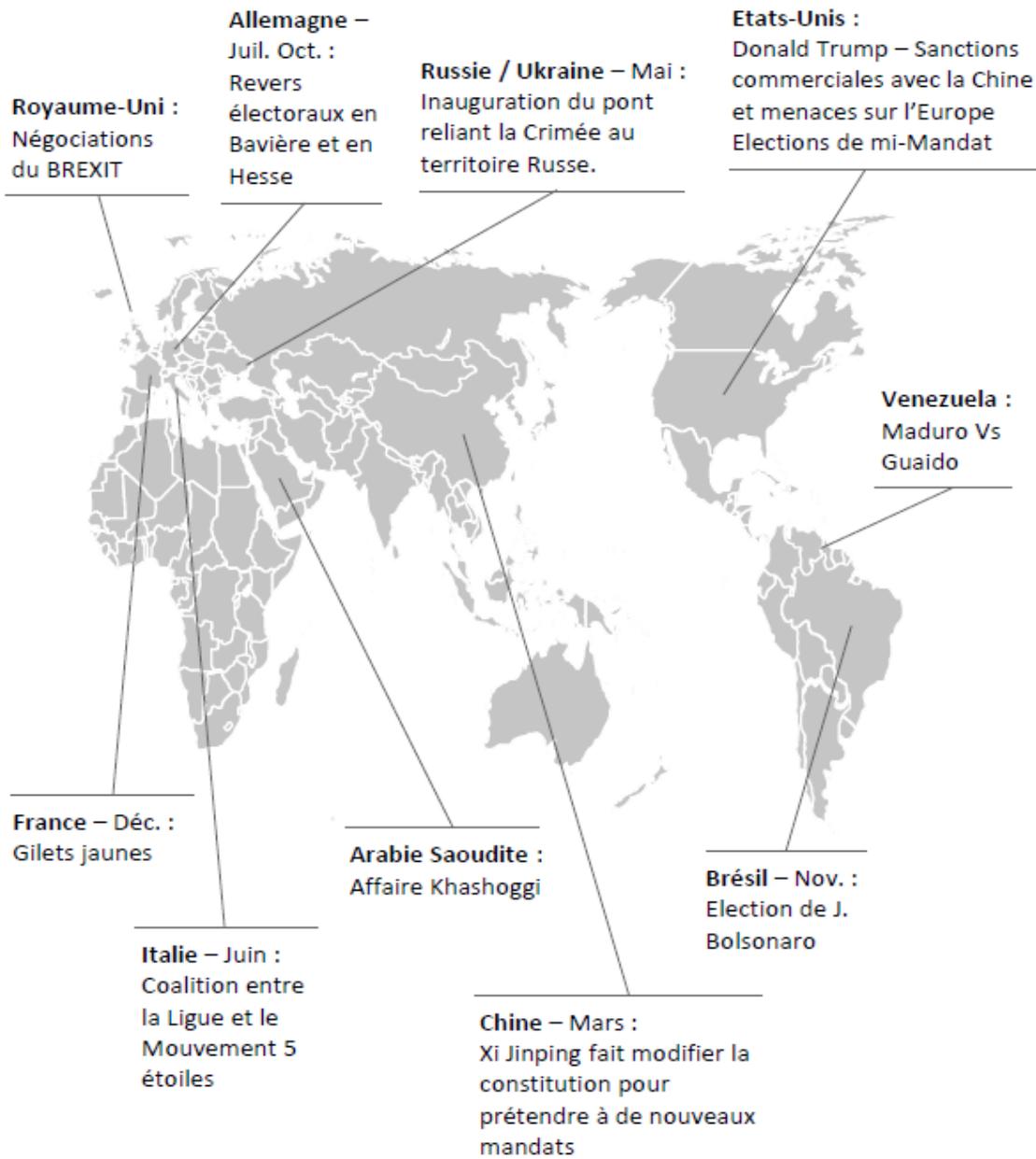
Autre source de fragilité, le poids des crédits libellés en dollars en dehors des Etats-Unis a fortement augmenté ces dernières années, atteignant 14% du PIB mondial en 2018 contre 9,5% fin 2007. Cette tendance concerne particulièrement les pays émergents.

II. Perspectives 2019

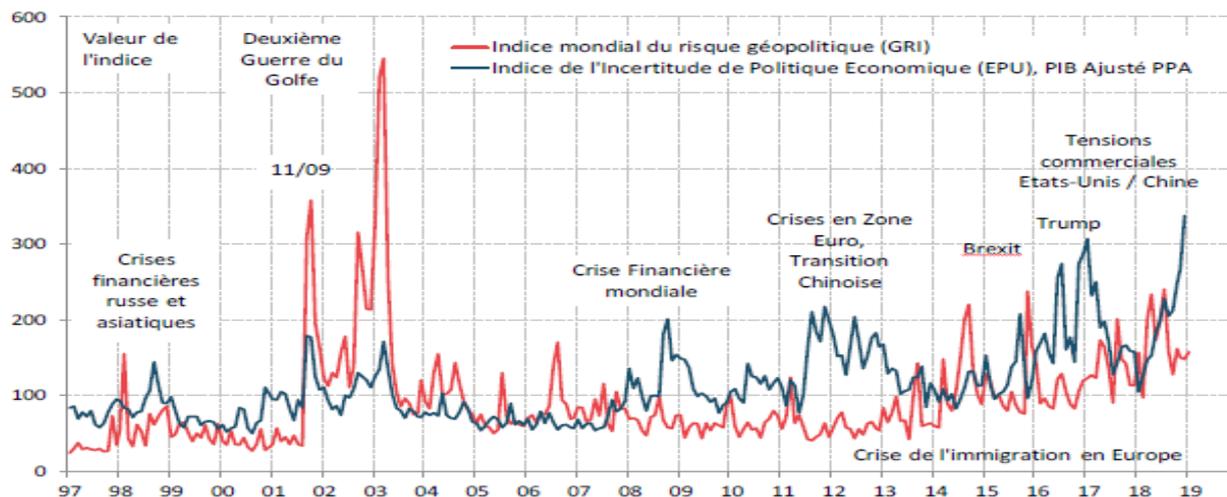
L'année 2019 tente clairement de renouer avec la performance, portée par un discours de la FED interprété comme un discours d'apaisement et de prudence dans la normalisation de sa politique monétaire mais aussi par des résultats d'entreprises plus rassurants qu'attendu. Pays développés et pays émergents ont largement profité de l'embellie, ces derniers bénéficiant ainsi d'arbitrages en leur faveur. Néanmoins, le carburant générateur d'une hausse solide continue de faire défaut aux marchés actions et l'Europe, touchée déjà depuis de longs mois, est rejointe par les marchés américains. La hausse récente dissimule ou révèle la faiblesse intrinsèque des marchés actions portés depuis des années par des entreprises bien identifiées telles Amazon, Alphabet ou encore Apple pour les Etats-Unis et peut-être davantage encore par les politiques monétaires aux pratiques peu orthodoxes au regard de leur vocation affichée il y a une vingtaine d'années. L'indépendance des banques centrales par rapport aux politiques au pouvoir était alors une revendication forte et présentée comme une condition sine qua non de toute réussite économique nationale.

Une époque charnière

Dans ce paysage mondial, Covéa Finance réaffirme son analyse : nous vivons une époque charnière. L'arrivée de Donald Trump au pouvoir aux Etats-Unis en a été à la fois un révélateur et un accélérateur, tout comme le sont, ces derniers mois, l'arrivée au pouvoir de partis qualifiés d' « antisystèmes » ou de « populistes » et l'émergence de mouvements sociaux comme les « gilets jaunes » en France.



Indice d'Incertitude sur la Politique Economique Globale

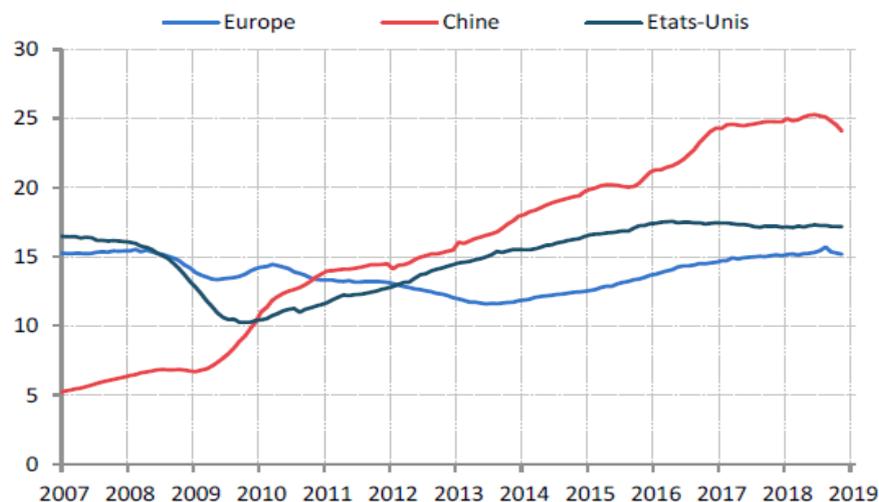


Notes: L'indice Global EPU est calculé comme une moyenne pondérée des PIBs de la valeur des indices EPU mensuels pour les Etats-Unis, le Canada le Brésil, Chili, UK, Allemagne, Italie, Espagne, France, Pays-Bas, Russie, Inde, Chine, Corée du Sud, Japon, Irlande, Suède et Australie, utilisant les données du "IMF's World Economic Outlook Database". Les indices EPU nationaux sont issus du site www.PolicyUncertainty.com et de Baker, Bloom and Davis (2016). Chaque indice national est normalisé sur une moyenne de 100 avant le calcul de l'indice Global EPU. L'indice GRI (D. Caldara et M. Iacoviello) est calculé sur la base d'un algorithme comptant la fréquence des articles de presse relatant des risques géopolitiques dans un panel de 11 journaux publiés aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et au Canada selon l'identification d'association de termes précis (guerre, risque, menaces, terrorisme, tensions etc...)

La remise en cause du multilatéralisme se traduit déjà dans les flux commerciaux, dont pâtissent l'Allemagne et le Japon. Si le recul du secteur automobile est un des révélateurs des turbulences d'ordre mondial, il affecte particulièrement l'Allemagne, et emporte dans son sillage toute l'Europe, tant la dépendance de celle-ci au secteur s'est renforcée au fil des années, dépendance à la demande américaine, mais plus encore à la demande chinoise qui a littéralement explosé depuis 2009-2010. A la demande extérieure s'ajoute une demande européenne qui a été portée par l'exigence énergétique et la transition écologique, développant ainsi une forte dépendance à la Recherche & Développement (R&D) dans le secteur automobile. Celui-ci pèse près de 30% des dépenses en R&D des entreprises de l'Union européenne (UE) à 28 d'après les travaux de la Commission européenne.

Le recul de ce secteur économique ne sera pas sans conséquence sur les autres pans de l'économie. Il faut, en effet, ne pas sous-estimer les effets de ruissellement des éventuelles réductions d'investissement et de capacités qui sont à craindre.

Ventes de véhicules annualisées (millions d'unités)



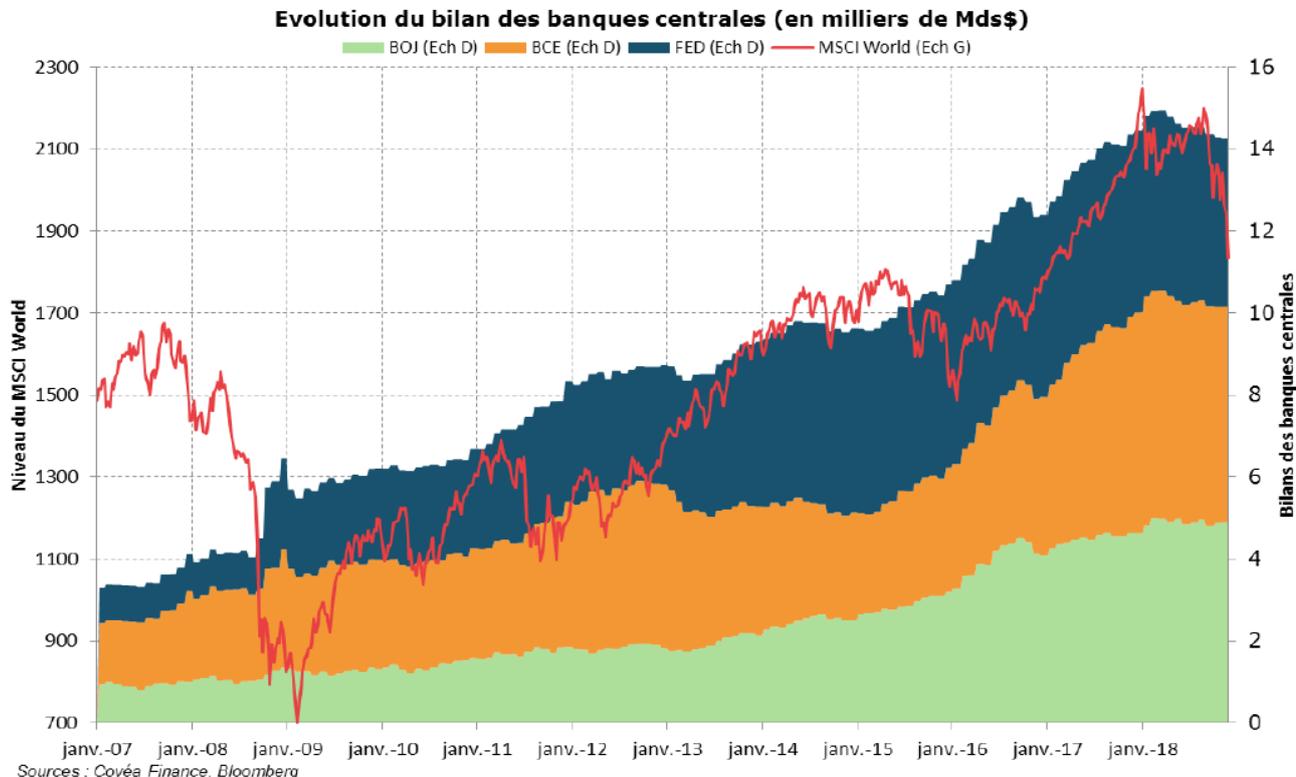
Source : Datastream, Covea Finance

En Chine, la multiplication des mesures y compris en faveur du secteur financier et des investisseurs relayées en Occident notamment via la presse donne le sentiment d'un pays aux abois avec ses conséquences en interne. Le président chinois, Xi Jinping, fait face à une contestation larvée au sein du parti, certains membres lui reprochant d'avoir envoyé des signaux négatifs aux Etats-Unis notamment à travers le plan « Made in China 2025 » et la Nouvelle route de la Soie. Il est ainsi « accusé » d'avoir provoqué les mesures de rétorsion prises à l'encontre de la Chine par l'actuelle administration américaine. Le constat est clair : la Chine a eu recours à l'endettement et à la politique monétaire pour pousser les feux de la croissance que la crise financière de 2008 avait mise à mal, une croissance bien dépendante de l'immobilier et de l'automobile. La Chine accumule de moins en moins de réserves de change, affiche un déficit public élevé et pourtant peine à soutenir son économie, d'où le recours à la politique monétaire et ses banques pour venir en aide à l'économie, une fois de plus, alors que l'endettement privé est à son plus haut à plus de 200% du PIB. Mais, dans le même temps, la Chine semble prendre un virage important, dans une dynamique similaire au virage pris en politique: le recentrage sur les entreprises d'Etat.

Autre symptôme des changements en cours : les analyses, les sujets mis en exergue, les propositions émanant des organismes internationaux dont les recommandations sont censées éclairer les décisions des dirigeants dans le but d'améliorer la gestion de l'économie mondiale. Sécurité de l'approvisionnement, sécurité environnementale, concurrence fiscale, sociale, investissement et son « pendant » l'épargne, normes, nous semblent devenir des thèmes majeurs.

La recherche de sécurité et de rendements récurrents devrait pousser les investisseurs à privilégier les placements obligataires et maintenir par le jeu de l'offre et de la demande des taux d'intérêt extrêmement bas sans rapport avec la prise de risque associée.

La position des banques centrales



L'année 2019 démarre sur une incertitude économique et géopolitique au plus haut qui ne laisse pas insensibles la FED et la BCE. En effet, les deux banques centrales semblent toutes deux prêtes à freiner la normalisation de leur politique monétaire et se montrent moins enclines à réduire significativement la taille de leur bilan. En partie responsables des bulles sur certaines classes d'actifs, elles ne sont pas néanmoins dans des situations comparables.

Certes, la FED justifie son discours de prudence et de nécessaire patience par les vents contraires qui se lèvent en dehors des Etats-Unis mais qui pourraient affecter l'économie américaine qu'elle juge solide. Cependant, elle n'ignore pas non plus le prix payé dans la restauration du système bancaire avec une forte vague de désintermédiation du financement de l'économie. Les prêts directs aux PME et les prêts à effets de levier logés dans des fonds d'investissement se sont considérablement accrus et affichent une hausse de 121% entre 2009 et 2018. La FED n'ignore pas davantage le fort endettement des entreprises américaines qui atteint près de 75% du PIB. La forte baisse des marchés financiers de fin d'année est venue remettre un coup de projecteur sur la forte sensibilité des marchés de dettes aux décisions de politique monétaire. L'état de santé de l'économie américaine, que confirment les données économiques, témoigne de la réelle contribution de la politique monétaire de la FED à une reprise américaine plus vigoureuse. Enfin, la politique de taux pratiquée ces dernières années a permis à la FED de récupérer des marges de manœuvre en cas de décélération de l'économie.

La BCE peut plus difficilement défendre un tel résultat. La croissance européenne reste poussive, les systèmes bancaires et, plus largement financiers, fragiles avec des entreprises endettées comme en France où leur endettement est à son point maximum. Le bilan se révèle bien mitigé alors que l'Union européenne va devoir gérer le défi de la sortie de l'un des Etats membres les plus importants en poids de PIB et en démographie. La négociation du Brexit est coûteuse en temps et en ressources alors que le Parlement britannique a rejeté l'accord négocié. De plus, il est difficile de dire aujourd'hui si l'ambitieux objectif de la transition énergétique et écologique de l'UE sera couronné de succès. Ainsi, la BCE ne dispose actuellement d'aucune marge de manœuvre contrairement à sa consœur si ce n'est le renouvellement des financements spécifiques TLTRO ou la reprise d'achats nets de titres de crédit, ce qui l'oblige à poursuivre l'accroissement de son bilan avec deux impacts forts : la question de la pérennité de la monnaie unique et l'émergence d'inquiétudes autour d'un possible scénario à la japonaise.

III. La position de Covéa Finance

La multiplication des signes de fragilisation

L'environnement des entreprises change très rapidement que ce soit sur les plans économique et politique. Elles doivent s'adapter et résister dans un monde de plus en plus difficile. C'est là une des conséquences de la remise en cause du fonctionnement des relations internationales fondées sur le multilatéralisme depuis de nombreuses décennies. La redistribution des cartes politiques secoue le monde économique mais aussi les Etats. Les signes de fragilisation se multiplient avec un risque d'effet domino sur l'ensemble de l'économie mondiale. Si ce scénario adverse devait se matérialiser, l'économie financière devrait en être la courroie de transmission en raison du rôle central joué par les politiques monétaires dans le sillage de la FED. Tout porte à croire que les banques centrales pourront difficilement mettre en place la normalisation de leur politique monétaire dans un monde surendetté en croissance économique historiquement modérée, peu inflationniste, avec un bloc émergent qui se fissure et des situations de bulles qui se sont créées sous la pression de la recherche de rentabilité, vitale pour les institutions financières dans un univers de taux d'intérêt trop faibles. Si aux Etats-Unis les emprunts d'Etat commencent à présenter une certaine attractivité sur les maturités courte à moyenne, c'est loin d'être le cas sur le marché des obligations privées. En Europe, le statut d'actionnaire reste préférable à celui de créancier, peu rémunéré face aux risques de liquidité, de prime de risque et de défaut.

Notre stratégie

Le placement Actions conserve fondamentalement notre préférence mais dans un contexte de recomposition de l'économie mondiale qui invite à la sélection de valeurs. Notre choix se dirige sur les entreprises peu exposées au cycle des pays émergents, démontrant une véritable capacité d'adaptation des chaînes de production, des modes de distribution dans un monde où les modèles issus de la fin de la guerre froide sont sous pression en raison des bouleversements géopolitiques et technologiques. L'intégration d'une dimension nouvelle vient également s'ajouter : le respect de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance provenant des contraintes réglementaires qui s'imposent aux entreprises tout comme aux investisseurs qui les financent.

Nous avons conscience que le monde actuel met davantage au défi les entreprises européennes que leurs consœurs américaines. Nous maintenons nos positions déjà acquises aux Etats-Unis et comptons les renforcer sur des replis de marché significatifs de l'ordre de 12 à 15%. Nous prenons l'option d'alléger nos positions sur certaines entreprises japonaises et asiatiques au gré de la volatilité des marchés et du yen. La tournure de l'économie mondiale et le durcissement des positions internationales américaines sont défavorables aux entreprises japonaises et allemandes.

Le point d'entrée va rester essentiel pour les performances futures. Nous invitons à la prudence dans le choix des placements actions et obligations mais nous n'excluons pas un retour massif sur les marchés actions.

Alors que les placements monétaires restent coûteux en zone euro, la configuration actuelle nous conduit à rechercher le placement le moins coûteux en capital dans l'attente d'une baisse significative du prix actions pour reprendre du risque sur cette classe d'actifs. C'est dans la baisse qu'il faut constituer des positions longues à condition de disposer d'une richesse cumulée suffisante.

Enfin, la stratégie de sélection de valeurs sera cruciale pour traverser cette année qui s'annonce difficile et rechercher davantage la résistance des portefeuilles que la performance sans oublier que la baisse continue des revenus récurrents est une contrainte forte qui pèse sur la capacité à prendre du risque, notamment sur les actions. Or, les taux d'intérêt anormalement faibles en Europe semblent encore devoir durer.

Retrouvez l'ensemble de nos analyses sur notre site internet www.covea-finance.fr

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 7 114 644 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Il contient des opinions et analyses conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit. Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Toute reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Achévé de rédiger le 22 février 2019