



FORWARD FOCUS

Conjoncture et marchés
Février 2019

Achevé de rédiger le 07/03/2019



Nawal Robinet

01 53 77 52 97

nrobinet@forwardfinance.com



Martin Baer

01 53 77 52 89

mbaer@forwardfinance.com

Les marchés en janvier 2019

L'activité économique mondiale a continué de se détériorer en ce mois de février mais il est possible que le cycle de révision à la baisse touche à sa fin. Un arrangement commercial semble en vue entre les Etats-Unis et la Chine et l'hypothèse qui reste la plus probable pour le Brexit imminent est celle d'un « soft » Brexit. Les perturbations de nature politique sur l'activité économique devraient donc s'atténuer. La reprise en V des marchés financiers en ce début d'année a cependant, en quelque sorte, déjà préempté ces bonnes nouvelles. Il faudrait donc pour justifier une poursuite de la hausse, voire un maintien des cours, que l'économie chinoise parvienne à démontrer qu'elle est capable d'échapper à la spirale négative du surendettement.

La croissance économique aux Etats Unis reste robuste mais ralentit de façon séquentielle au fur et à mesure que l'effet de souffle des baisses d'impôts se dissipe. Au 4e trimestre 2018, le PIB américain a progressé de 2,6% en rythme annualisé après 4,2% au T2 et 3,4% au

T3. Les chiffres d'activité les plus récents concernant décembre et janvier ont surpris négativement avec une chute prononcée des ventes au détail en décembre, un repli des investissements des entreprises sur les 4 des 5 derniers mois écoulés, et un refroidissement du secteur manufacturier. L'économie américaine n'est plus immunisée contre le ralentissement mondial et les perturbations liées aux conflits commerciaux, ce qui tend à donner raison à ceux qui voient la croissance américaine converger graduellement vers 2% de croissance. D'un autre côté, certains indicateurs sont en train de se rétablir rapidement : la construction résidentielle qui a été un détracteur en 2018 est en train de reprendre des couleurs grâce à la baisse des taux longs hypothécaires qui a accompagné le changement de pied de la Réserve Fédérale. La confiance des consommateurs qui avait flanché à son plus bas depuis le mandat Trump, rebondit avec la reprise des marchés. Combiné avec les créations d'emplois toujours massives (304 000 en février), et la bonne nouvelle qu'un nouveau shutdown sera évité, la croissance américaine pourrait éventuellement faire un peu mieux que les 2% moyens qu'on lui assigne pour 2019.

Il semble qu'un arrangement commercial va être trouvé entre les Etats-Unis et la Chine puisque les discussions se sont intensifiées et que D. Trump a dit le 24 février qu'il différerait la nouvelle hausse des tarifs douaniers initialement programmée pour le 1er mars. Chacune des parties lâchera du lest, Donald Trump abandonnant son exigence d'arrêt des subventions publiques tandis que Pékin semble disposé à faire des concessions en matière d'accès au marché chinois pour les entreprises américaines. Nul ne se fait beaucoup d'illusions sur le degré d'ouverture qui sera réellement pratiqué par Pékin, mais Donald Trump est pressé de conclure et normaliser les débouchés du secteur agricole et électronique américain en vue de préparer sa réélection. Dans le bras de fer avec la Chine, il semble que la contrepartie à court terme la plus valable qu'aient obtenue les américains, c'est l'engagement de Pékin à ne pas dévaluer la monnaie chinoise, engagement qui permet d'éviter que ce pays exporte sa déflation liée au cycle de désendettement qui a commencé.

La rivalité stratégique et technologique sino-américaine se poursuit. A l'heure où l'on pouvait craindre une tendance à

l'isolationnisme (retrait américain en Syrie et Afghanistan), il est encourageant de voir la diplomatie américaine se réengager en Europe de l'Est pour tenter de faire contrepoids aux influences chinoises (et russes) dans le groupe de Visegrad (Pologne, Hongrie, Slovaquie, République tchèque). Les Etats-Unis ont demandé et obtenu de leurs alliés et du groupe de Visegrad de bannir l'équipementier chinois Huawei dans le cœur de leurs infrastructures télécom.

En Zone Euro, maintenant que la Commission Européenne a donné **un sérieux coup de rabet à ses prévisions de croissance pour 2019 à +1,3%**, il semble que les anticipations soient enfin devenues réalistes et qu'à partir de cela les surprises négatives vont s'atténuer. La révision à la baisse est particulièrement prononcée pour l'Allemagne et pour l'Italie. Cette dernière va flirter avec la récession en 2019 (+0,2%) en raison des dégâts des mesures populistes sur le climat des affaires, déjà bien visibles à travers la récession technique traversée au 2e semestre 2018. L'Allemagne est créditée d'une croissance de 1,1% et la France d'une croissance de 1,3%.

La chute de l'activité manufacturière observée fin 2018 semble s'aggraver en ce début 2019 puisque le secteur manufacturier de la Zone Euro tombe en zone de récession en février (estimation flash), une situation qu'il n'avait pas connu depuis 2013. Selon l'indice IFO pour la Zone Euro, les attentes des entreprises sont au plus bas record depuis la crise de la Zone Euro (2011). Cela signifie que les entreprises industrielles voient les difficultés perdurer, notamment en raison du ralentissement chinois.

Cependant la consommation domestique et les secteurs des services devraient malgré tout soutenir la croissance en Zone Euro. La progression plus rapide des salaires, qui ne s'observe pas qu'en Allemagne, les gains de pouvoir d'achat des ménages, la mini relance budgétaire (augmentation des dépenses publiques de 0,5% du PIB en moyenne, au sein de la Zone Euro), la politique monétaire ultra accommodante qui encourage la consommation et l'investissement, sont autant de facteurs qui devraient permettre une croissance conforme aux dernières prévisions de la Commission.

Le ministre du Commerce américain ayant publié son rapport le 20 février

et concluant sans surprise que les importations d'automobiles européennes (comprendre : allemandes) représentent une menace pour la sécurité nationale, le Président Trump a 90 jours pour prendre des mesures du type tarifs douaniers. Il va certainement utiliser ce levier pour obtenir des concessions en matière d'ouverture des marchés agricoles européens.

« L'idiot du village global » qu'est l'Europe (formule d'Hubert Védrine) se montre un peu moins idiot ces derniers temps. Depuis que la machine exportatrice allemande prise entre le marteau chinois et l'enclume américaine, est un peu moins enchantée de la globalisation, il va être possible d'aménager de façon plus efficace les règles de la concurrence européenne pour lutter contre la concurrence déloyale de la Chine. Le patronat allemand (BDI) se range pour la première fois du côté de ceux qui réclament une protection des industries face à des pays qui pratiquent les subventions publiques difficiles à démontrer ou qui n'offrent pas de réciprocité dans l'ouverture de leur marché. Par ailleurs, les chefs d'états européens ont pu enfin se mettre d'accord sur une loi sur les droits d'auteur qui va obliger les medias digitaux à rémunérer les

producteurs de contenu. Enfin, l'Europe obtient la coopération des USA pour taxer plus équitablement les géants de l'internet. Steven Mnuchin s'est engagé à faire travailler ses équipes à l'OCDE pour établir des bases minimales d'imposition dès la fin de cette année, un an plus tôt que le précédent délai (fin 2020).

Le Brexit et le ralentissement de la croissance britannique ont également pesé dans le ralentissement du continent européen. Cependant, le sort des relations avec le Royaume-Uni devrait être fixé bientôt. L'échéance prévue par l'article 50 est le 30 mars et va peut-être se prolonger d'une courte période supplémentaire. Dans la confusion qui entoure le Brexit, il semble que l'absence d'accord (no deal) ne se produira pas car le Parlement britannique a clairement rejeté cette voie le mois dernier, en même temps qu'il a rejeté l'accord négocié par Theresa May avec Bruxelles. On observe un assouplissement de la position travailliste qui, d'une part pose des conditions plus réalistes pour apporter ses voix à un deal, d'autre part soutient pour la première fois la réalisation d'un référendum, que les conservateurs pro Brexit chercheront à éviter. Cette évolution va dans le

sens de la réunion d'une majorité de voix au Parlement pour approuver un « Brexit doux » assez proche de celui déjà négocié par Theresa May.

L'économie britannique patine dans des proportions équivalentes à celles de la Zone Euro et la Banque d'Angleterre vient d'abaisser ses prévisions de croissance 2019 à +1,2% contre + 1,7% auparavant. Le premier trimestre de l'année s'annonce en récession. En tous les cas, les tergiversations du gouvernement britannique par rapport au Brexit ont eu raison de la patience des industriels japonais. Honda a décidé de fermer son usine anglaise et d'autres constructeurs nippons pourraient suivre, dans un pays où ils représentent l'essentiel de la production automobile.

En Chine, après une croissance de 6,6% en 2018 qui était la plus faible depuis 28 ans, la croissance devrait encore se tasser à 6% au premier trimestre 2019 selon le quotidien étatique China Daily. Ainsi selon l'indicateur officiel, le secteur manufacturier, au plus bas depuis 3 ans en janvier, se contracte pour le 3e mois consécutif. Cependant, on commence à voir les premiers bourgeons des efforts pour desserrer l'accès au crédit des PME. Le PMI

manufacturier Caixin des PME s'améliore un peu bien qu'il reste en contraction et l'encours des crédits bancaires distribués aux entreprises repart légèrement à la hausse en janvier à +11,1% contre +10,3% en décembre. Amélioration apparente également du côté des exportations en hausse de +9,1% en janvier par rapport au même mois il y a un an contre -4,4% en décembre. Il semble que les exportateurs chinois s'adaptent à la guerre commerciale en exportant davantage de pièces vers les pays tiers asiatiques où elles sont assemblées et réexportées vers les Etats-Unis pour éviter le « made in China ».

Etant donnée l'incertitude générale sur la trajectoire économique de la Chine, les banques, même à capitaux étatiques, se font tirer l'oreille pour prêter davantage au secteur privé car les comptes fréquemment falsifiés des entreprises ne donnent pas d'indication fiables de solvabilité. Ce risque est illustré par le cas d'entreprises cotées à Hong Kong ou à Shanghai, dont la comptabilité est sensée être plus fiable que la moyenne, et qui sont pourtant devenues insolubles subitement. D'ailleurs, le marché des obligations corporate chinois doit apprendre à vivre avec une hausse des taux de

défaut. En février, pour la première fois depuis Gitic en 1998, une entreprise étatique (Qinghai) a fait défaut sur sa dette offshore. La Banque Centrale incite donc les banques à prêter malgré leur réticence, en les incitant à augmenter leurs capitaux propres via l'émission de dette subordonnée, qui sera non remboursée en cas d'augmentation trop forte des créances douteuses. Preuve de l'urgence de la situation et de la nervosité ambiante, la Banque Centrale chinoise étudie même la possibilité de prêter directement des fonds aux entreprises privées.

Japon. Après une contraction au T3 le PIB japonais a connu une croissance robuste de 1,4% au T4 2018 (la croissance potentielle du Japon est estimée à +0,5%). La bonne tenue de la consommation et de l'investissement a permis de compenser la forte chute des exportations et la réduction des stocks. Cependant, comme dans le reste du monde, le secteur manufacturier continue de s'enfoncer en ce début d'année. Le PMI manufacturier japonais tombe en dessous de 50 pour la première fois depuis août 2016 et les exportations continuent de s'affaïsser en raison de la baisse de la demande de la Chine.

Malgré tout l'économie japonaise semble avoir trouvé un certain dynamisme et un équilibre sous Shinzo Abe, qui fait qu'on sent l'Archipel assez résiliente malgré un climat international troublé. Les bonnes dispositions des ménages nippons en matière de consommation, sur fonds de plein emploi et d'accélération de la hausse des salaires, est de bon augure quant à la capacité de l'économie japonaise à absorber le choc de la hausse de TVA prévue pour octobre. La hausse des salaires devrait d'ailleurs s'amplifier cette année du fait de l'entrée en vigueur d'une loi qui oblige à payer les travailleurs temporaires sur la même base que les salariés en CDI, à travail égal.

Dans les pays émergents, la tendance économique n'est pas mieux orientée que dans les pays développés. Le PIB au 4e trimestre a souvent déçu et les prévisions de croissance 2019 sont revues systématiquement à la baisse. A la seule exception du Brésil, les derniers chiffres concernant le secteur manufacturier montrent également un ralentissement prononcé de l'activité manufacturière, dans le sillage du ralentissement chinois et mondial. A condition que le ralentissement chinois reste contenu,

une stabilisation de l'activité dans les pays émergents est cependant attendue pour la suite de 2019 du fait de l'amélioration relative des conditions de financement (détente des taux d'intérêts domestiques, arrêt du resserrement FED, stabilisation des devises émergentes).

BANQUES CENTRALES

La Réserve Fédérale confirme sa volte-face accommodante de janvier qui élimine de facto toute prévision de resserrement monétaire supplémentaire. Le mois de février nous apprend qu'elle se révèle encore plus pressée qu'on ne le croyait de mettre fin au programme de réduction de son bilan. Cette décision est la pièce maitresse du soulagement des marchés dans la mesure où la liquidité va arrêter de se réduire comme elle le faisait inexorablement depuis 18 mois, ce qui pesait sur le prix des actifs.

Jerome Powell devant le Sénat puis Richard Clarida (Vice-Président) ont délivré le même message optimiste sur l'économie américaine mais disent se concentrer sur les vents

adverses que constitue le ralentissement économique chinois et européen ainsi que la nervosité des marchés financiers. R. Clarida a justifié le statu quo monétaire par un nouvel argument. Même si l'un des modèles économiques de la Fed prédisait une hausse de l'inflation, affirme-t-il, la Réserve Fédérale doit mettre en face les arguments en faveur d'une hausse des taux préventive contre les « coûts considérables » si le modèle se trompait. Par ailleurs le procès-verbal de la réunion de la Fed du 21 janvier permet de voir que « presque tous » les membres du comité monétaire sont partisans d'annoncer bientôt un arrêt du programme de réduction du bilan de la Réserve Fédérale « au cours du second semestre 2019 », et donc sans même attendre fin 2019.

Par ailleurs, en annonçant sa conférence à Chicago en juin, on peut se demander si la Réserve Fédérale ne va pas concocter une nouvelle expérience d'assouplissement monétaire et ainsi réévaluer son approche de la cible d'inflation. La Réserve Fédérale constate que même avec le plein emploi et en haut du cycle actuel, l'inflation ne dépasse guère la cible de la banque centrale étant donné le relâchement de la relation chômage /inflation (inflation

core PCE à 1,9% en janvier). Etant donnée la modération structurelle de l'inflation, cela va être de plus en plus difficile de convaincre de la crédibilité de l'inflation à 2% et il y a un risque de désencrage des anticipations d'inflation. Le problème d'une inflation trop basse est que cela peut obliger la banque centrale à fixer les taux directeurs en territoire négatif, ce qui produit des effets non désirés. L'une des solutions pourrait être de viser 2% d'inflation en moyenne sur un cycle complet, donc, pour compenser les périodes où l'inflation est inférieure à 2%, **tolérer des périodes où l'inflation est supérieure à 2%.**

Au sein de la BCE, les faucons sont en voie de disparition maintenant que les pays exportateurs, l'Allemagne et les Pays Bas, sont parmi les plus affectés par le ralentissement. Le 15 février Benoit Coeuré membre de la BCE a reconnu officiellement que les TLTRO étaient en discussion. Les minutes de la réunion BCE du 24 janvier ne cachent pas l'inquiétude des membres de la Banque Centrale à propos de l'impact grandissant des mesures protectionnistes et de l'escalade des conflits commerciaux sur la croissance mondiale. Dans ce cadre la Banque Centrale considère qu'il y a un risque que la croissance de

la Zone Euro reste inférieure à sa croissance potentielle (1,2%) pendant plusieurs trimestres, tout en espérant que la vigueur du marché du travail permette de stimuler la demande domestique et de maintenir la croissance sur les rails. Il est donc probable que le 7 mars, la BCE annonce le principe de nouveaux TLTRO, destinés à remplacer ceux mis en place en 2016 et qui viennent à échéance l'année prochaine. Il s'agit de financement à long terme (4 ans) que la banque centrale accorde aux banques à taux plancher pour soutenir la distribution de crédit à l'économie et l'accès des entreprises à des crédits à bon marché. Cela s'avèrera fort utile pour éviter que des pays victimes d'une crise de confiance (auto-infligée), comme l'Italie, ne plongent davantage en récession du fait d'un credit crunch bancaire qui a commencé à se matérialiser pour les entreprises transalpines. Le credit crunch italien explique en grande partie le tassement de la progression des encours de crédits distribués aux entreprises dans la Zone Euro depuis mi 2018.

Au Royaume Uni, le « fog » persistant sur le Brexit et la probabilité d'une récession technique à court terme oblige la BOE à renoncer à sa

trajectoire de hausse des taux directeurs.

L'Australie dont le taux directeur est stable à 1,5% depuis août 2016, annonce que le prochain mouvement pourrait être une baisse du taux directeur.

L'Inde est la première banque centrale émergente à avoir osé se saisir de la tendance accommodante qui souffle du côté de Washington et à baisser son taux directeur d'un quart de point à 6,25%, citant le ralentissement économique et la forte baisse de l'inflation. En effet la croissance indienne au 4e trimestre est retombée sur le niveau bas (pour l'Inde) du dernier trimestre 2017 qui a subi le choc de la démonétisation et l'inflation est tombée en bas de la cible de 4% +/- 2%.

MARCHE

MARCHE DES OBLIGATIONS SOUVERAINES

La promesse du maintien d'un degré significatif d'accommodation monétaire, couplée à un environnement macro-économique anxigène, entretient les rendements souverains à des niveaux particulièrement bas. La volonté

implicite de maintenir les taux réels à des niveaux bas qui se dégage pour le moment de l'attitude des banques centrales a d'ailleurs été le moteur de l'allégresse des marchés sur les actifs risqués. Si l'on prend comme référence l'inflation sous-jacente, la BCE fait en sorte de plafonner le taux réel 10 ans à 0% et la Réserve Fédérale le taux réel 10 ans à 1%.

Les taux obligataires restent donc proches de leurs planchers récents puisque les investisseurs manifestent un fort appétit pour la prime de terme, si maigre soit-elle.

Le T Bond US à 10 ans se tend de 5 centimes à 2,72%. Le taux américain à 30 ans se montre un peu plus dynamique avec une hausse de 10 centimes et une pointe à 3,13%, le marché étant effleuré par l'idée que le nouveau pilotage de l'inflation qui est envisagé par la Fed pourrait se traduire par une inflation moyenne plus élevée. Le taux 2 ans US se tend de 7 centimes à 2,55%. Le taux 2 ans est stable autour de 2,50% depuis le début de l'année ce qui signifie que depuis la grande glissade du T4 qui l'a fait passer de 3% à 2,50%, le marché continue d'adhérer au scénario d'une stabilité des taux directeurs US à leur niveau actuel (2,25%-2,50%). La pente de la courbe des taux 10 ans/2 ans qui

évolue autour de 20 centimes depuis plusieurs mois, ne s'est pas comprimée davantage. Le cycle est mûr mais le risque de récession est pour l'instant tenu en échec par le statu quo de la banque centrale.

Les 10 ans japonais s'installent en dessous de 0%, évoluant entre -0,01% et -0,04%.

Le Bund 10 ans se tend de 7 centimes à 0,18% et s'éloigne ainsi du niveau de 0,10% qui, s'il avait été franchi à la baisse, menaçait d'emmener le taux sur les plus bas records de 2016. Preuve que les opérateurs sont déprimés par les perspectives de l'économie allemande, **les points morts d'inflation à 10 ans en Allemagne sont retombés au cours du mois de février sur les plus bas historiques** jamais connus de 1%, touchés mi 2016 dans le sillage du choc du référendum britannique. A l'inverse, **aux Etats-Unis, les anticipations d'inflation à 10 ans continuent de se redresser** progressivement et récupèrent la moitié du chemin perdu dans le krach de fin d'année dernière, lorsqu'ils étaient tombés de 2,16% à 1,71%.

L'indice obligataire représentatif des obligations de la Zone Euro, **l'EuroMTS 7/10 ans, cède 0,12% sur le mois, préservant largement une**

performance 2019 de 1,21%. Le rendement de l'EuroMTS 7/10 ans s'est tendu de 4 centimes au cours du mois de février à 0,79%, mais reste en retrait de 11 centimes par rapport à fin 2018. **L'indice EuroMTS 3/5** ans recule de 0,20% sur février, ce qui limite sa performance à +0,17% depuis le début de l'année.

Le taux 10 ans italien qui menaçait de franchir les 3% est finalement rentré dans le rang après l'annonce des TLTRO par Benoît Coeuré et l'agence Fitch qui maintient la note Investment Grade. La paix provisoire avec Bruxelles maintient les fluctuations du taux italien entre 2,60% et 3% depuis mi-décembre. La situation est bien maîtrisée par la BCE qui tolère que les marchés exercent leur fonction de discipline, jusqu'à un certain point pour ne pas enfoncer le pays. La recherche de rendement, illustrée par l'impressionnant succès de l'émission italienne à 30 ans (41 Milliards de demande pour 7 Milliards d'émission), fait que le marché passe outre la détérioration du ratio dette/PIB (stagnation économique + dérive budgétaire).

Le spread des taux français par rapport aux taux allemands continue de se détendre, preuve qu'Emmanuel Macron reprend la main après le

chahut des Gilets Jaunes. Beau succès également de l'émission française à 30 ans avec un coupon de 1,50%.

L'indice JP Morgan **des obligations souveraines émergentes** libellées en monnaies fortes progresse de 0,33% sur le mois et de 5,41% sur 2019, pour un investisseur en euros. Le spread vis-à-vis des taux américains se retend un peu en raison du ralentissement qui n'épargne pas les pays émergents. De son côté, la performance des obligations émergentes libellées en monnaie locale cède un peu de terrain en février (-0,33% pour un investisseur euro) après le rallye de janvier (+4,71% sur 2019), car les monnaies émergentes retracent une partie de leurs gains.

MARCHE DES OBLIGATIONS PRIVEES

Les marchés du crédit poursuivent une reprise tonitruante qui leur fait effacer les pertes du T4 2018. Les obligations privées de bonne qualité de la zone euro (Indice Barclays Euro Aggregate) progressent de 0,69% sur le mois et de 1,78% sur l'année. Les obligations spéculatives de la zone euro s'adjugent 1,99% en février et 4,67% sur 2019 (indice BofA ML).

L'enthousiasme des investisseurs est cependant plus mesuré en ce qui concerne les segments les plus risqués du crédit, ces émetteurs étant les plus enclins à faire défaut en cas de ralentissement économique. **Ainsi les prêts non cotés, peu liquides, et les obligations notées B ont continué à subir des dégagements qui ont profité au BB** (meilleure note au sein des obligations spéculatives).

Cette approche différenciée des investisseurs se traduit par une évolution différenciée des spreads. Le spread des émissions notées BB a intégralement effacé la tension du T4 qui l'avait fait passer de 300 à 400 points de base. Le spread des émissions plus risquées B n'a récupéré qu'un tiers de la tension intervenue au cours du T4 et qui l'avait fait grimper de 500 à 650 points de base.

Des deux côtés de l'Atlantique, les spreads BBB ont récupéré entre les deux tiers et les $\frac{3}{4}$ de la tension de fin 2018. On observe cependant un effet plateau dans la détente des spreads BBB en février en raison des importantes émissions à absorber, destinées à financer des acquisitions (ex Altria).

MARCHE DES ACTIONS

S'ajoutant à la « patience » confirmée de la Réserve Fédérale, la perspective d'un arrangement commercial sino-américain a permis aux marchés actions de continuer à progresser en février. Cette reprise en V fait que les pertes des marchés actions au T4 2018 sont désormais complètement comblées. Le MSCI Monde en hausse de 2,90% sur le mois, progresse de 10,24% depuis le début de l'année.

Notons cependant que la hausse s'opère **sans participation des acheteurs** alors que la baisse avait vu une décollecte de 150 milliards de dollars au cours de l'automne. Dans ces conditions, seuls les débouchements de positions vendeuses initiées par les hedge funds à l'automne, dès qu'ils ont vu que la Fed capitulait, peuvent expliquer le rebond des marchés actions, qui laisse de nombreux observateurs médusés. Les investisseurs s'abstiennent de revenir sur les marchés actions, refroidis par la **détérioration des fondamentaux économiques et boursiers qui a continué en février**. Passé négatif depuis octobre (les surprises négatives l'emportent sur les surprises positives), l'indice de surprise économique global calculé

par Citigroup a atteint un nouveau plus bas depuis 6 ans début mars. Au vu des publications du T4, les prévisions de profits pour 2018 comme pour 2019 ont continué d'être révisées à la baisse en février. Le consensus bénéficiaire 2019 est en train de s'approcher de +0% pour 2019 pour le SP500.

La poursuite de la hausse qui est conditionnée par la participation des acheteurs, suppose donc une véritable amélioration des fondamentaux. D'autant que le rebond a été si rapide que l'argument de la valorisation attractive s'est fortement atténué. Le multiple de valorisation de l'indice phare américain, tombé fin 2018 à 14,6 x les profits estimés des 12 prochains mois, est remonté à 16,5 fois fin février.

Pire performance 2018, les actions chinoises signent la meilleure performance 2019 à +14,6% sur le mois et +22% depuis le début de l'année. Ce retournement de situation peut s'expliquer par un faisceau de circonstances : elles sont soulagées par la tournure des négociations commerciales et par quelques statistiques domestiques économiques un peu meilleures (export, encours de crédit). Mais

aussi, les actions chinoises bénéficient d'un flux acheteur de la part des investisseurs internationaux alors que MSCI augmente régulièrement la pondération des actions chinoises dans les indices MSCI.

Les actions européennes, font un peu mieux que les actions américaines et japonaises ce mois-ci. Le Stoxx600 s'adjuge 3,94% et l'Eurostoxx50 +4,39% en février, alors que le SP500 progresse de 2,97%, le Nasdaq de 2,73% et l'indice Nikkei de 2,90%. Depuis le début de l'année, les indices américains restent en tête du palmarès développé avec +11,08% pour le SP500 contre +10,41% pour le Stoxx600 et +6,80% pour les actions japonaises qui ferment la marche.

Les actions émergentes ne grappillent que 1% et perdent leur avance du mois précédent. Hors Chine, la plupart des indices font du surplace et la bourse brésilienne cède 8,50% alors que les investisseurs prennent leurs profits après un rallye impressionnant ces derniers mois. Les controverses qui ont surgi concernant la famille du Président Bolsonaro jettent le discrédit sur le programme anticorruption de la plateforme électorale du Président et

pourraient rendre plus difficile le vote d'une réforme des retraites.

Les évolutions sectorielles. Pour le 2^e mois d'affilé et en effet miroir de la baisse du T4, le rebond est tiré par les valeurs industrielles et les valeurs pétrolières tandis que les secteurs défensifs (santé, utilities) ont tendance à sous-performer. Cependant en février, le style « valeur de croissance » reprend le dessus sur le « style value », en raison du rebond du secteur des valeurs technologiques et notamment du segment des composants électroniques. Un apaisement du conflit commercial sino- américain est important pour ce secteur car la Chine représente un important débouché.

Les géants de l'internet sont moins entourés que par le passé. La régulation continue de s'intensifier avec la loi sur les droits d'auteur adoptée en Europe, les initiatives franco-américaines pour mieux taxer les profits des activités digitales, et les enquêtes des autorités à la concurrence allemande et européennes pour évaluer l'impact anti-concurrentiel de la collecte massive des données pratiquée par les géants de l'internet.

MARCHE DES DEVISES

Relativement aux autres monnaies développées, **le billet vert reste ferme**. Il a cessé de s'apprécier depuis quelques mois, mais il se maintient à des niveaux peu éloignés des plus hauts de 2018. L'économie américaine paraît la plus robuste dans un environnement où les autres économies sont plus impactées que la sienne par le ralentissement économique.

A 1.137 fin février, **l'Euro/USD continue de s'effriter** contre dollar US, de 0,6% sur le mois et de 0,9% depuis le début de l'année. Le différentiel de taux va perdurer et les surprises macroéconomiques négatives sur la zone euro l'ont emporté sur celles concernant l'économie américaine.

Le Yen japonais de son côté abandonne ses gains récents. Le climat un peu plus serein sur les marchés y est pour quelque chose. L'USD/Yen finit le mois à 111.37, en hausse de 2,3% sur le mois et de 1,7% sur 2019.

La Livre Sterling continue de se sentir pousser des ailes depuis qu'en janvier le Parlement a manifesté par un vote son désir d'exclure un « no deal ». La GBP se situe au plus haut de

21 mois contre l'Euro, et au plus haut de 7 mois contre billet vert. La GBP/EUR s'adjuge 1,8% sur le mois et 4,8% depuis le début de l'année.

Le Renminbi chinois a cessé de s'apprécier en février mais continue d'évoluer loin du niveau des 7 RMB pour 1 dollar qui semble être le seuil de tolérance imposé par les américains aux chinois en échange d'un apaisement du conflit commercial. Le RMB en hausse de 2,7% sur l'année (-0,1% sur le mois) a retracé la moitié de sa baisse de l'année dernière. C'est le résultat d'un étonnant pacte qui ôte de la flexibilité d'ajustement aux autorités chinoises et s'avèrera à la longue dommageable pour l'économie chinoise.

Après un beau rallye depuis 3 mois, les actifs émergents font l'objet **de prises de profits et les monnaies émergentes en font les frais**. Celles qui avaient le plus bénéficié de l'engouement, telles le Real Brésilien et le Rand Sud-africain, perdent en février une bonne partie du terrain gagné en janvier. Dans l'ensemble, les monnaies émergentes restent en progression depuis le début de l'année, à l'exception de la Roupie Indienne et de la Livre Turque, en repli de 2%.

MARCHE DES MATIERES PREMIERES

Pétrole

L'or noir poursuit sa progression, il est en hausse de 6,7% sur février et de 22,7% depuis le début de l'année. Suite à l'annonce de l'Arabie Saoudite d'un resserrement supplémentaire de ses exportations à compter de mars, dans le cadre des coupes déjà décidées, le pétrole s'était même dirigé vers 68 dollars le baril mais un tweet de Donald Trump incitant les saoudiens à « se calmer » a vite fait de tempérer la hausse.

Le léger déficit du marché entretenu par les coupes de production de l'OPEP d'une part, et les sanctions visant l'Iran et le Venezuela d'autre part, fait que le Brent a tendance à se diriger vers les 75 dollars le baril. L'exécutif américain dont l'intérêt est de maintenir un pétrole bon marché pour satisfaire ses électeurs, n'hésite pas à disposer de plusieurs leviers pour obliger les saoudiens à se montrer coopératifs. Il peut s'agir de moduler les dérogations accordées vis-à-vis de l'Iran ou de mettre en branle le « Nopec », un projet de loi actuellement examiné par le Nopec autorisant les USA à poursuivre en justice les membres de l'OPEP pour manipulation de cours.

Pour le moment, l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché pétrolier est tendu, résultat d'une baisse des dépenses d'investissement en exploration au cours des 3 dernières années. Le cycle d'investissement d'exploration est en train de reprendre et produira ses fruits. A moyen terme, le marché devrait être abondamment alimenté, avec la hausse de la production américaine qui deviendrait dès fin 2020 le premier producteur mondial, et sera capable d'absorber selon l'IEA 100% de la hausse annuelle de la demande mondiale.

Métaux industriels

L'indice LME représentatif d'un panier de métaux industriels continue sur sa lancée de janvier et se situe au plus haut depuis juillet 2018. Mais il est encore loin de retrouver les niveaux du premier semestre 2018, qui correspondaient au plus haut niveau depuis 2013.



CONTACT

Direction commerciale : Eléonore Niccolai

63 rue La Boétie
75008 Paris
Tel : +33 1 53 77 52 65

www.forwardfinance.com



Forward Finance est immatriculé auprès de l'ORIAS – Registre Unique des Intermédiaires en Assurance, Banque et Finance – en qualité de CIF (Conseil en Investissement Financier) sous le n°13000272 - Enregistré auprès de l'AMF et membre de l'Association Nationale des Conseils Financiers