

Perspectives globales

Pas de récession en vue, mais un environnement plus complexe

Réservé aux investisseurs professionnels • Gestion d'actifs

Décembre 2018

Résumé

Notre scénario central prévoit une croissance mondiale supérieure à la tendance, avec une faible probabilité de voir l'une des grandes économies développées entrer en récession. Cependant, 2019 ne sera pas de tout repos. Les marchés devenant nettement plus dynamiques et volatils, les classes d'actifs se retrouveront davantage corrélées.

L'année 2019 sera, selon nous, une année sans récession mais avec un environnement plus complexe. Nous présentons ci-dessous une synthèse des facteurs clés appelés à façonner l'économie mondiale en 2019 :

- Nous nous attendons à ce que la surperformance de l'économie américaine s'inverse, à ce que les actifs américains sous-performent et à ce que le dollar se retrouve sous pression face à l'installation d'une dynamique de fin de cycle, à ce que les effets des baisses d'impôts et du rapatriement des bénéfices s'estompent, au moindre potentiel de nouvelles baisses d'impôts du fait d'un Congrès divisé et à l'approche plus mesurée que la Réserve fédérale est susceptible d'adopter.
- Nous estimons que les marchés émergents s'apprentent à connaître un rebond aidé par un apaisement des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, et à l'impact progressif des mesures du gouvernement chinois visant à stabiliser le yuan et le marché actions. Contrairement à l'opinion générale, nous pensons que le programme de relance en cours pourrait permettre à la croissance chinoise de dépasser les attentes.
- En Europe, nous pensons que l'Italie finira par céder dans son bras de fer avec la zone euro, mais seulement en réaction à une pression extrême de la part des marchés, si bien que le chemin à parcourir jusqu'au point de rupture sera probablement volatil. Par ailleurs, les négociations sur le Brexit devraient déboucher sur un accord de dernière minute, ce qui pourrait induire un rebond de la livre sterling, laquelle semble sous-évaluée à l'heure actuelle.

Une accélération de l'inflation globale demeure l'un des principaux risques pesant sur notre scénario central dans un contexte de resserrement synchronisé des politiques monétaires à travers le monde.

À un niveau plus structurel, nous nous attendons également à ce que l'économie mondiale subisse les pressions émanant de deux facteurs clés :

- La montée du populisme, alimentée par l'accroissement des inégalités, qui pourrait menacer l'indépendance des banques centrales
- La hausse de l'endettement au niveau mondial, qui sous-entend une moindre résistance à d'éventuels chocs liés à la remontée des taux ou à la baisse des revenus

Conclusions

À la lumière de notre scénario d'une année sans récession mais avec un environnement plus complexe, nous pensons que les investisseurs devraient garder en tête la feuille de route suivante pour l'année à venir :

- Une allocation structurelle aux marchés émergents via une gestion multi-actifs
- Une protection contre le risque baissier et un accent accru sur la convexité
- Une prédilection pour les obligations de qualité
- Une considération des stratégies non corrélées grandissantes
- La « Sustainability » continuera d'exercer une influence déterminante sur la gestion des risques et des opportunités en 2019



Dr Salman Ahmed
Directeur de la stratégie d'investissement



Charles St Arnaud
Économiste et stratège d'investissement



Didier Rabattu
Directeur des actions

Introduction

Dans ce document consacré à nos perspectives pour l'an prochain, nous présentons notre analyse concernant un ensemble de thèmes macroéconomiques qui devraient avoir une influence considérable en 2019 et, examinons leur incidence probable sur les différentes classes d'actifs. Selon nous, l'année 2019 devrait se caractériser par une divergence accrue des tendances économiques et des marchés au niveau mondial, avec des conséquences importantes pour les investisseurs.

À notre avis, 2019 sera une année « sans récession mais avec un environnement plus complexe » durant laquelle les relations historiques entre les classes d'actifs vont se retrouver sous pression. Nous anticipons également un découplage nettement plus dynamique et volatil au niveau des différentes économies, des politiques et de la performance des marchés comparé aux années postérieures à la crise financière mondiale.

Nous nous attendons à ce que plusieurs grands pays émergents connaissent l'an prochain une croissance conforme voire supérieure à la tendance, et estimons que la probabilité d'une récession mondiale est très faible. Cela étant, nous pensons qu'un état « d'équilibre » dans lequel les politiques et l'économie seraient parfaitement synchronisées risque également de rester hors de portée en 2019.

L'exceptionnelle croissance américaine aurait-elle atteint un sommet cyclique ?

Moindre soutien des politiques et ralentissement des rachats d'actions

Il est indéniable que la réforme fiscale aux États-Unis a eu un impact majeur sur la croissance et explique la surperformance de l'économie américaine en 2018, mais cette impulsion devrait progressivement s'estomper en 2019. En particulier, il faut s'attendre à ce que l'impact favorable de cette relance sur les dépenses de consommation et les investissements des entreprises s'atténue dès les prochains trimestres. De fait, les chiffres des commandes de biens d'équipement laissent déjà apparaître des signes de diminution des investissements des entreprises. En parallèle, la remontée continue des taux d'intérêt engendre également un ralentissement du secteur du logement, lequel risque de légèrement freiner la croissance l'an prochain. Dès lors, nos prévisions concernant la croissance américaine en 2019 sont proches de la moyenne, mais nous estimons que les risques négatifs l'emportent.

Outre l'élan habituel dont la croissance économique a bénéficié sous l'effet des mesures d'assouplissement budgétaire, les rachats d'actions ont constitué un facteur technique positif important pour les marchés actions américains. Tout ralentissement sur ce front au début de l'an prochain représenterait un changement de dynamique majeur.

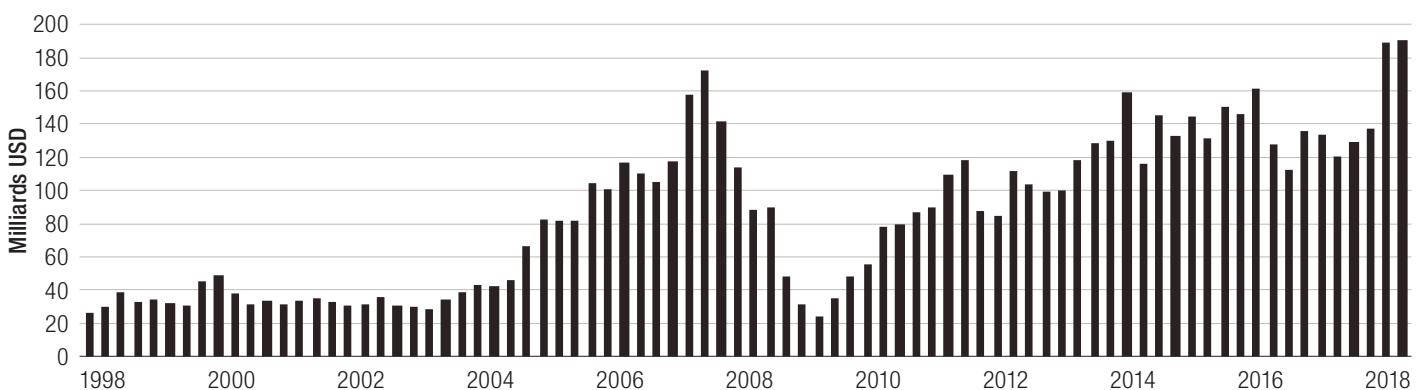
En particulier, le rapatriement des bénéfices détenus à l'étranger pour un montant estimé à 400 milliards USD à la fin du 3e trimestre a soutenu les investissements des entreprises au premier semestre 2018. Il a également contribué à l'augmentation des rachats d'actions, dont le montant a été estimé à 680 milliards USD au premier semestre, ce qui représente un record.

Pour les investisseurs, la question reste de savoir, quelle sera la réaction des marchés à la normalisation de la croissance des bénéfices et à la diminution du montant des rachats d'actions ces prochains trimestres face au net ralentissement des rapatriements de trésorerie détenue à l'étranger. La conséquence pourrait être la fin de la surperformance des actions américaines qui a constitué une tendance dominante en 2018.

En ce qui concerne la politique monétaire, nous pensons que la Réserve fédérale poursuivra progressivement son resserrement. La banque centrale américaine a déjà manifesté dans ses dernières projections son intention de relever ses taux d'environ 100 points de base (pb) d'ici la fin 2019 et de réduire la taille de son bilan de 50 milliards USD par mois.

Compte tenu de l'accroissement continu des pressions inflationnistes, la Réserve fédérale va devoir poursuivre la réduction de son soutien monétaire. Cependant, notre estimation est que la Fed rehaussera ses taux de 75 pb d'ici fin 2019 et ne modifiera pas le rythme de l'allègement de son bilan. Il se pourrait qu'elle procède à un relèvement moins important qu'attendu à l'heure actuelle et/ou qu'elle ralentisse le rythme de réduction de la taille de son bilan compte tenu des distorsions que cela occasionne sur les marchés. Les récentes déclarations de membres du comité de politique monétaire de la Fed, y compris de son président Jerome Powell, font déjà apparaître une sensibilité accrue aux menaces qui planent sur l'économie américaine et dénotent un changement de ton par rapport à la fermeté affichée en août dernier. Globalement, le risque majeur vis-à-vis de notre scénario central reste la possibilité qu'un resserrement excessif des taux (tel que reflété par les « dot plots »)¹ entraîne un ralentissement prononcé de l'économie, en particulier face à l'épuisement du stimulus fiscal.

FIG. 1 RACHATS D' ACTIONS TRIMESTRIELS DES SOCIÉTÉS DU S&P 500



Sources : Standard & Poors, calculs LOIM. Novembre 2018.

¹ Les « dot plots » désignent les prévisions des membres du FOMC concernant les taux d'intérêt publiées régulièrement par la Réserve fédérale.

Le dollar est également susceptible d'effacer en partie sa surperformance de 2018, face au ralentissement de la croissance et à la réduction des écarts de taux. L'affaiblissement du billet vert pourrait donner un élan à la croissance mondiale et à certains actifs. Il contribuerait en effet à améliorer la situation de la dette extérieure des pays émergents et à rendre les actifs locaux plus attractifs aux yeux des investisseurs étrangers, tout en rendant les actifs libellés en dollars moins intéressants. Les données historiques montrent que le repli de la monnaie américaine a un impact positif sur la croissance mondiale. Dans une récente étude,² le National Bureau of Economic Research estime qu'une baisse de 1 % du dollar par rapport à l'ensemble des devises mondiales se traduit par une augmentation de 0,6 à 0,8 % du volume des échanges commerciaux internationaux.

Un Congrès divisé

Outre l'affaiblissement du stimulus fiscal, comme nous l'évoquions dans notre récente analyse intitulée « No 'blue wave' but gridlock arrives » (Pas de 'vague bleue' mais le blocage arrive), la division du Congrès risque d'être négative pour le dollar dans la mesure où de nouvelles mesures de relance ont moins de chance d'être votées. De plus, la configuration actuelle amoindrit la possibilité de risques extrêmes de nature à saper la confiance, telles qu'une procédure de destitution ou l'abrogation des mesures fiscales, ce qui devrait contribuer à réduire l'incertitude.

Sur le front géoéconomique, bien que l'issue des élections n'ait pas d'impact direct sur les relations sino-américaines, elles pourraient toutefois affecter indirectement les plans du président Trump. Les politiques budgétaires et monétaires sont susceptibles d'être moins accommodantes à l'avenir, ce qui fait naître le risque d'un choc de confiance plus prononcé en cas d'escalade des tensions commerciales. Il est vrai que si les républicains avaient obtenu la majorité aux deux chambres, la position de l'administration Trump aurait pu devenir encore plus intransigeante. Par conséquent, la division du Congrès nous semble une problématique pour le sentiment au plan national, notamment compte tenu de son possible impact négatif sur des dossiers épineux comme le plafond de la dette. Il est en effet très probable que nous assistions à une épreuve de force comme en 2011 ou en 2013.

Guerre commerciale et marchés émergents

La Chine parviendra-t-elle à éviter le piège de Thucydide ?

Comprendre les rouages de la guerre commerciale actuelle reste essentiel dans l'analyse de l'évolution des marchés financiers, en particulier celle des marchés émergents.

Comme nous l'indiquions dans notre précédente étude intitulée « Battered EM set for a rebound? » (Les marchés émergents malmenés s'apprêtent-ils à connaître un rebond ?), nous estimons que le ralentissement de la croissance intégré dans les cours des actions émergentes est en décalage par rapport aux risques que supposent une confrontation entre les

États-Unis et la Chine (sur la base d'hypothèses raisonnables). Il s'ensuit que le net découplage observé cette année entre les actifs américains et ceux des marchés émergents pourrait s'inverser à mesure que les catalyseurs nécessaires à une telle inversion commenceront à s'affirmer.

La Chine est susceptible de faire des concessions

La relation entre les États-Unis et la Chine est sans doute l'une des dynamiques mondiales les plus importantes du siècle en cours. Face à l'escalade des tensions commerciales entre les deux pays ces derniers mois, il apparaît de plus en plus clairement que les différends entre les deux premières puissances économiques mondiales vont au-delà des échanges commerciaux.

Jusqu'ici, la Chine a limité ses mesures de riposte aux aspects commerciaux mais les États-Unis commencent à examiner attentivement d'autres domaines. À l'heure actuelle, la Chine ne semble bénéficier d'aucun soutien à Washington. Un récent discours du vice-président Mike Pence résume l'ampleur de la suspicion des responsables politiques américains vis-à-vis de la Chine. Il est peu probable que les élections de mi-mandat aient changé le sentiment sous-jacent au Congrès compte tenu de la méfiance générale. Sous l'ère Obama, la Chine a pu compter sur le soutien de Washington dans le cadre de plusieurs accords multilatéraux, y compris l'Accord de Paris et celui sur le nucléaire iranien, mais l'administration Trump s'est retirée de ces traités.

Notons que l'opinion dominante parmi les spécialistes des relations internationales est qu'à ce stade le président Xi Jinping préférerait éviter un « piège de Thucydide », concept qui fait référence à une situation dans laquelle une puissance émergente entre en conflit avec l'ordre établi.

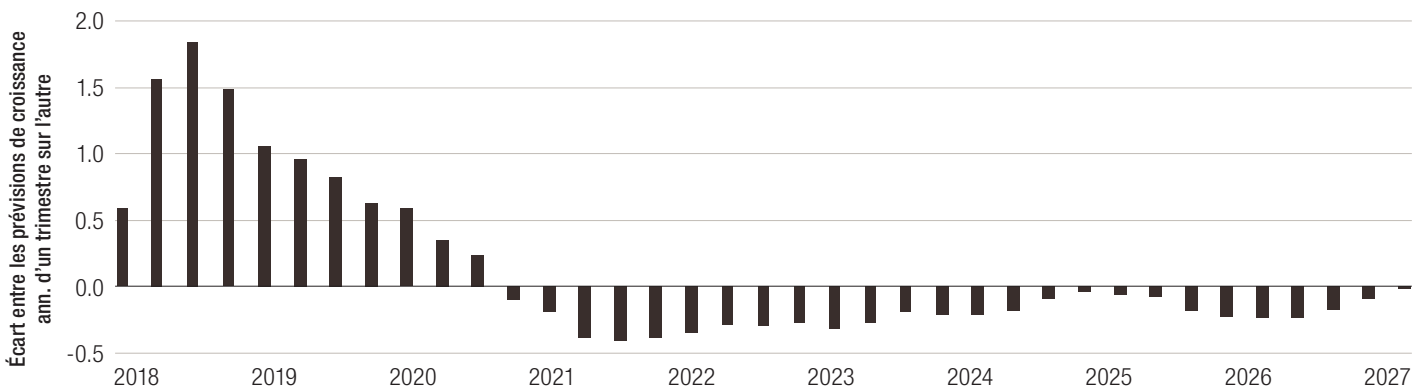
Des signes le laissent en effet penser : la Chine jusqu'ici s'est limitée aux enjeux économiques dans ses mesures de riposte à l'encontre des États-Unis et le gouvernement chinois s'est abstenu d'étendre ses représailles à des domaines non commerciaux.

Bien que le président Xi ait durci le ton ces dernières semaines, la Chine s'est montrée davantage disposée à dialoguer avec Washington et s'est exprimée plus ouvertement sur des questions qui touchent non seulement les États-Unis mais également les autres grands blocs commerciaux, tels que les droits de propriété intellectuelle et l'accès au marché national chinois. Le prochain sommet du G20 devrait être un événement important et pourrait ouvrir la voie à des discussions ultérieures plus constructives.

Certes, il reste peu probable que les problèmes à l'origine du différend entre les deux plus grandes puissances économiques mondiales soient résolus sur-le-champ. Cependant, des signes tangibles de réconciliation seraient un développement important, en particulier dans la mesure où les cours d'actifs risqués, telles que les actions émergentes, commencent à intégrer les craintes d'une guerre commerciale en bonne et due forme.

² Boz, E, G Gopinath et M Plagborg-Moller (2017), « Global trade and the dollar », NBER Working Paper 23988.

FIG. 2 ÉCART ENTRE LES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU CBO AVANT ET APRÈS LE VOTE DES BAISSÉS D'IMPÔTS



Sources : Congressional Budget Office, calculs LOIM. Novembre 2018.

Un écart de valorisation injustifié ?

L'écart de valorisation entre marchés émergents et marchés développés, qui s'est creusé après une année 2018 très difficile pour les premiers, semble en contradiction avec les fondamentaux sous-jacents.

Nous estimons que la baisse des actions chinoises du plus haut au plus bas sous-entend une perte de croissance de 1 point de pourcentage (pp), alors que les mesures de relance projetées par Pékin pourraient doper la croissance de 0,5 à 0,6 pp l'an prochain. La stabilité plus générale de la Chine et de sa monnaie est également susceptible de donner une impulsion importante à d'autres pays émergents, au moment où ceux qui sont confrontés à des difficultés particulières, comme la Turquie et l'Argentine, affichent des signes de stabilisation suite aux récentes mesures prises par leurs gouvernements.

Selon nos estimations, l'écart de rendement du dividende entre actions émergentes et actions développées, qui s'établit actuellement aux alentours de 0,4 %, est désormais similaire à celui observé en septembre / octobre 2015 au lendemain de la crise du yuan. Selon nous, ce niveau intègre un degré de stress considérable. De la même manière, l'écart entre les ratios cours-valeur comptable atteint un niveau aussi extrême qu'à la fin 2015 / début 2016, alors même que plusieurs pays émergents affichent de meilleurs fondamentaux en termes de croissance et de position extérieure. Les prévisions de croissance des marchés émergents sont susceptibles d'être revues en hausse ces prochains mois, sous l'impulsion de la Chine. Le marché devra dès lors réévaluer cette décote, ce qui pourrait induire un rebond à l'approche de la fin de l'année.

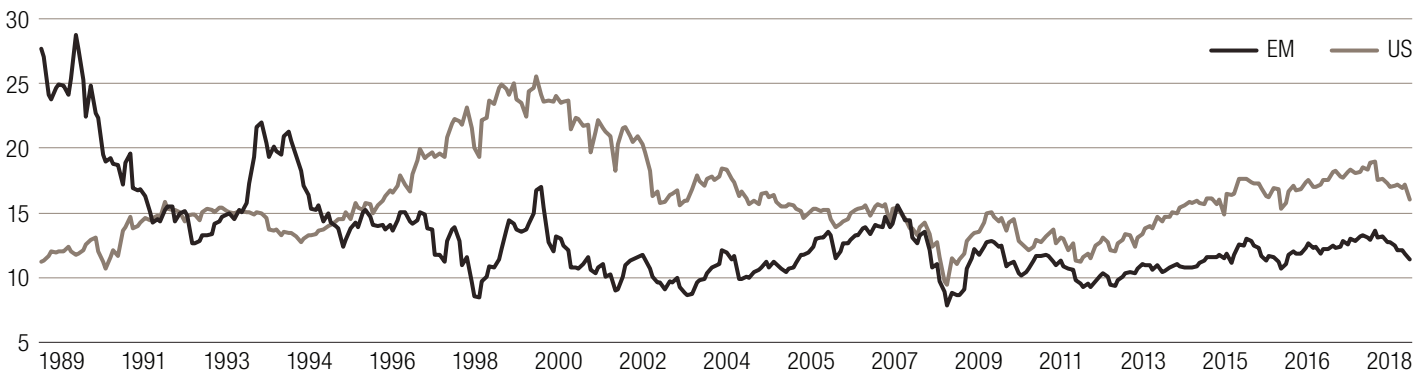
Au-delà, les actifs des marchés émergents, en particulier les actions, devraient être davantage soutenus qu'en 2018, même si nous continuons d'anticiper une volatilité élevée au gré des événements de nature à influencer la tendance du marché l'an prochain.

Politique de relance en Chine – Une panacée au ralentissement de la croissance

En ce qui concerne l'économie chinoise au plan intérieur, nous constatons une nette intensification des efforts de relance ciblés du gouvernement depuis quelques semaines. Les autorités chinoises ont notamment accru leur recours aux réserves de change afin de stabiliser le yuan. Des données récentes indiquent que 120 milliards de yuans ont été injectés, niveau le plus élevé depuis janvier 2017. De plus, des responsables de premier plan sont montés au créneau et des mesures spécifiques ont été prises afin de stabiliser le marché des actions. Une vague de nationalisations a englobé certaines des entreprises les plus fragiles, qui avaient apporté leurs actions en garantie, et le gouvernement est intervenu directement pour soutenir le marché actions au travers d'achats par procuration.

La Chine utilise également le levier de la politique budgétaire et sur la base de nos estimations, l'assouplissement en cours est désormais comparable à celui observé au lendemain de la crise financière mondiale. D'après nous, le déficit budgétaire devrait se creuser de 0,4 à 0,5 pp en 2018. Plus précisément, les baisses d'impôts à hauteur de 1 300 milliards CNY récemment évoquées par le ministère des Finances pourraient doper la croissance de 0,29 pp, selon diverses sources officielles.

FIG. 3 PER À 12 MOIS DES MARCHÉS ÉMERGENTS (ME) ET DU MARCHÉ AMÉRICAIN



Source : Thomson Reuters Datastream. PER à 12 mois basé sur les estimations par Thomson Reuters des bénéfices 2019 pour l'échantillon de marché correspondant de Datastream. Novembre 2018.

FIG. 4 LES CONDITIONS MONÉTAIRES S'ASSOUPLISSENT ET LES DONNÉES MACRO COMMENCENT À DÉPASSER LES ATTENTES



Source : Bloomberg, Bureau national des statistiques de Chine, calculs LOIM. Novembre 2018. La hausse de l'indice des conditions monétaires dénote un assouplissement de la politique.

Sur le front du crédit, les données récentes semblent préoccupantes dans la mesure où elles font apparaître un ralentissement continu des octrois de prêts en Chine. De fait, nous pensons que cette tendance entraînera une révision accélérée de la politique en matière de crédit ces prochains mois, des signes de cette inflexion commençant déjà à se manifester. Ce phénomène dénote un rapide changement de ton de la part du gouvernement (par exemple, la fenêtre indicative explicite récemment communiquées aux « policy banks » par le gouverneur de la banque centrale chinoise Yi Gang).

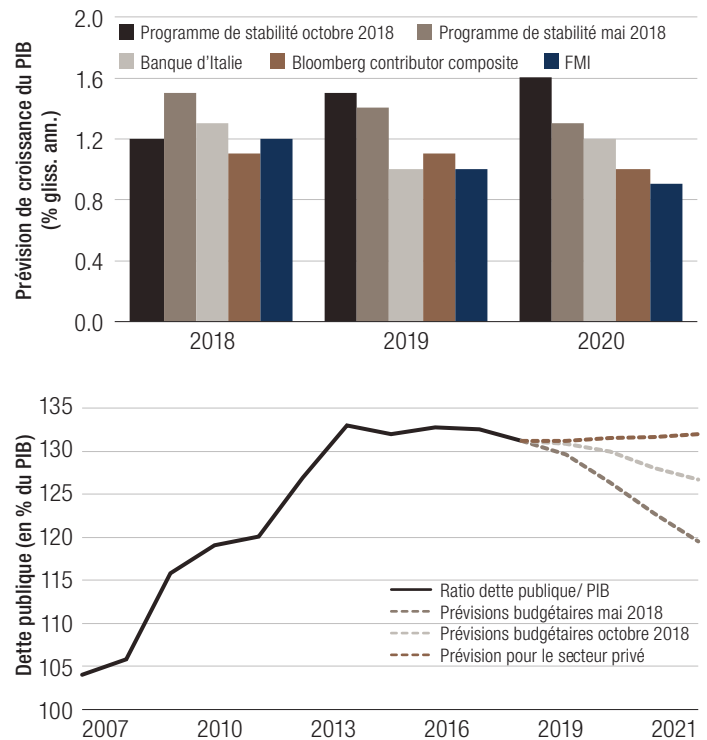
En ce qui concerne le flux de données macroéconomiques, l'indice chinois de surprise économique affiche désormais une tendance plus affirmée à la hausse et s'est redressé de -53 plus tôt cette année à +2,7 à l'heure actuelle, ce qui indique que les données commencent à dépasser les attentes. Les derniers chiffres des exportations et des importations confirment cette tendance, bien qu'un certain tassement soit attendu au début de l'an prochain à mesure que les droits de douane entreront en vigueur.

Globalement, nous sommes plus optimistes que la moyenne des analystes et jugeons probable que la croissance chinoise dépasse les prévisions l'an prochain. La croissance de 6,2 % prévue par les analystes en 2019 pourrait ainsi être révisée à la hausse, sachant que les effets des différentes mesures de relance commenceront à transparaître dans les données économiques au cours des mois à venir.

L'Europe reste exposée aux risques politiques

Du côté de l'évolution de la croissance en Europe, nous anticipons une dynamique conforme à la tendance et considérons que le ralentissement récent en Allemagne notamment est un phénomène passager. Au-delà

FIG. 5 PROJECTIONS BUDGÉTAIRES ITALIENNES FONDÉES SUR DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE OPTIMISTES



Source : Bloomberg, FMI. Novembre 2018. La prévision pour le secteur privé correspond à la moyenne simple des prévisions d'un ensemble d'établissements du secteur privé.

des facteurs cycliques, les risques politiques en Europe sont toutefois susceptibles de rester élevés à l'entame de 2019.

L'Italie se lance dans un bras de fer

Depuis l'arrivée au pouvoir d'un gouvernement populiste en Italie, nous avons mis en avant les risques pesant sur les actifs italiens compte tenu de la forte probabilité d'une confrontation entre Rome et la Commission européenne sur la proposition de budget italienne.

Les écarts de taux sur les obligations d'État italiennes se sont élargis d'environ 200 pb depuis, entraînant une forte augmentation des coûts de financement du pays. Le gouvernement italien prévoit d'accroître ses dépenses et de baisser les impôts, ce qui creusera considérablement le déficit budgétaire au cours des années à venir. Cependant, l'examen des hypothèses de croissance qui sous-tendent ces estimations indique clairement que le gouvernement s'attend à ce que ses mesures de relance aient un effet multiplicateur important.

Les taux de croissance prévus étant supérieurs d'environ 0,5 point de pourcentage aux estimations des analystes, si bien que les économistes du secteur privé pensent que le plan budgétaire actuel entraînera une légère augmentation du ratio dette / PIB de l'Italie.

La Commission européenne a rejeté la proposition du gouvernement italien au motif qu'il enfreint les règles budgétaires de la zone euro, et lui a demandé de revoir son plan. Rome, cependant, ne veut rien entendre.

Notre scénario central est que l'Italie restera membre de la zone euro et que le gouvernement italien finira par plier et par présenter un budget conforme aux règles de l'UE (qui pourrait également faire quelques concessions).

Le chemin à parcourir avant de parvenir à ce résultat sera toutefois volatil et risqué, en particulier car nous pensons que le gouvernement italien ne cèdera qu'en réaction à une pression extrême de la part des marchés, et non à celle de la Commission européenne.

Fondamentalement, nous estimons que le gouvernement italien pourrait finir par s'engager dans un bras de fer risqué avec Bruxelles. Le gouvernement populiste sait bien que si l'Italie venait à quitter la monnaie unique, les retombées pour le reste de la zone euro seraient considérables et il s'attend probablement à ce que la Commission européenne cède en premier.

Il faut dès lors s'attendre, selon nous, à une nouvelle hausse des écarts de taux d'intérêt d'État italiens et de la dette des banques italiennes au cours des prochains mois. Sans compter que le risque d'un accident reste élevé et ne peut être écarté. Les tensions croissantes au sein de la coalition populiste italienne, alors que la Ligue gagne du soutien dans l'opinion publique au détriment du Mouvement 5 étoiles, ne font que compliquer la situation et pourraient conduire à la tenue d'élection anticipées en 2019.

Le Brexit va-t-il provoquer l'éclatement du Royaume-Uni ?

Le 29 mars 2019, le Royaume-Uni quittera l'Union européenne. C'est toutefois la seule certitude que l'on ait. La question de savoir si un accord avec l'UE sera mis en place d'ici là reste en suspens.

Le Royaume-Uni et l'Union européenne sont récemment parvenus à un accord de principe sur le divorce. Les éléments disponibles laissent penser que le Royaume-Uni continuera à s'aligner sur les règles du marché unique, évitant l'établissement d'une frontière dure en Irlande. Reste toutefois à savoir si cet accord sera ratifié par le Parlement britannique.

Les risques politiques au Royaume-Uni demeurent élevés :

1. Les membres du Parti conservateur partisans d'un Brexit dur se tiennent prêts à organiser un vote de défiance pour évincer la Première ministre Theresa May.
2. Le Parti travailliste est prêt à rejeter tout accord sur le Brexit afin de provoquer des élections anticipées.
3. Le DUP (Parti unioniste démocrate d'Irlande du Nord), qui détient la clé de l'équilibre des forces au parlement, entend rejeter tout accord qui réduirait ses liens avec le reste du Royaume-Uni.

Les récents développements politiques observés dans le sillage des efforts de Theresa May, en vue d'obtenir un accord, indiquent que les problèmes susmentionnés n'ont pas été résolus. L'incertitude entourant le Brexit s'est ainsi accrue une nouvelle fois, alors que la date fatidique du 29 mars 2019 s'approche.

S'il est peu probable à ce stade qu'un nouveau référendum soit organisé – sur l'adhésion même à l'UE ou l'accord sur le Brexit – les conséquences d'un rejet de l'accord par le parlement seraient considérables et pourraient remettre le processus en question.

Des risques politiques existent également côté européen. L'éventuel traité de retrait devra en effet être approuvé par chaque État membre de l'UE, ce qui accroît le risque de voir le projet d'accord échouer.

Nous continuons de penser qu'un accord entre le Royaume-Uni et l'Union européenne finira par être trouvé, sachant que les deux parties ont intérêt à poursuivre les négociations jusqu'au bout. Cependant, le chemin jusqu'à l'obtention d'un accord final risque de mettre les actifs britanniques sous pression, ces derniers étant susceptibles d'être affectés à leur tour par cet imbroglio. Ainsi, dans l'hypothèse d'une issue rationnelle au Brexit, nous pensons que la livre sterling pourrait grimper à 1,40 voire même au-delà, devenant potentiellement l'un des grands gagnants de 2019. En revanche, en cas de Brexit « à l'aveugle », la monnaie britannique pourrait se déprécier de 10 % du fait de son ajustement à l'incertaine réalité à laquelle le Royaume-Uni se trouverait confronté.

La possibilité d'un emballement de l'inflation demeure un risque majeur

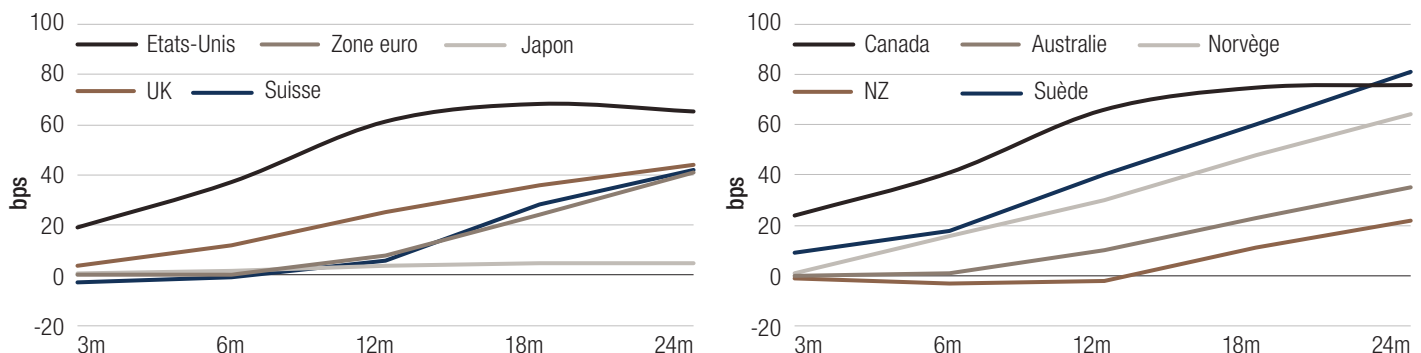
Resserrement monétaire coordonné au niveau mondial

La possibilité d'un emballement de l'inflation au niveau mondial demeure l'un des principaux risques vis-à-vis de notre scénario central qui anticipe une année 2019 « sans récession mais néanmoins complexe », sachant que les banques centrales du monde entier sont susceptibles de relever leurs taux à l'unisson et qu'elles commencent à retirer progressivement les liquidités injectées dans le système dans le sillage de la crise financière.

La Réserve fédérale ne sera pas la seule à retirer en partie son soutien monétaire en 2019. La Banque centrale européenne (BCE), la Banque d'Angleterre (BoE), la Banque du Canada (BoC) et la Riskbank suédoise sont susceptibles de lui emboîter le pas. Pour les investisseurs, la grande inconnue, et donc le risque majeur, est de savoir si ce resserrement involontairement coordonné de la politique monétaire aura un impact négatif sur les marchés financiers et sur la croissance. Le resserrement des politiques monétaires devrait rester une thématique importante en 2019 mais nous pensons que les banques centrales feront attention à ne pas aller trop loin, en particulier dans le cas de la BCE.

Du côté des bonnes nouvelles, la BCE a très clairement affiché son intention de mettre fin à son programme d'achats d'actifs (PAA) d'ici

FIG. 6 RÉDUCTION DU SOUTIEN MONÉTAIRE – ÉVOLUTION ESCOMPTÉE DES TAUX DIRECTEURS



Source : Citi. Évolution attendue des taux selon la courbe OIS. Novembre 2018.

la fin de 2018 et est peu susceptible de relever ses taux avant l'été 2019. La réduction de ce programme débutera très probablement en septembre 2019, avec la possibilité que le point de départ soit retardé.

Cependant, divers facteurs pourraient contraindre la BCE à revoir ses plans. En premier lieu, des signes de ralentissement de l'économie plus prononcés que prévu apparaissent, si bien que les capacités excédentaires pourraient ne pas se résorber aussi rapidement que la BCE ne l'escompte. En second lieu, la possible escalade des tensions avec l'Italie pourrait avoir un impact négatif sur les conditions monétaires et la croissance dans la zone euro.

2019 sera également marqué par un changement à la tête de la BCE et les marchés devraient rester très attentifs aux grandes manœuvres autour de la nomination du prochain président.

L'évolution de la politique de la Banque nationale suisse (BNS) est étroitement liée à celle de la BCE. Dès lors, il est très peu probable que la BNS relève ses taux avant que la BCE n'augmente les siens, par crainte de l'impact qui en découlerait sur le franc suisse (CHF).

Cependant, les pressions inflationnistes liées à la vigueur de l'économie suisse et au resserrement continu du marché du travail pourraient faire pression sur la BNS à relever ses taux de façon anticipée. Nous pensons toutefois que la BNS fera tout son possible pour prévenir une telle éventualité. L'un des moyens d'y parvenir serait de laisser le franc suisse s'apprécier à court terme afin de réduire l'inflation importée et de contrebalancer en partie l'inflation intérieure, accordant ainsi un certain répit à la BNS.

La Banque du Japon (BoJ) sera probablement la seule grande banque centrale à ne pas réduire l'ampleur de son soutien monétaire en 2019. Compte tenu de l'absence de pressions inflationnistes affirmées et sachant que l'inflation reste inférieure au niveau cible, nous considérons que la BoJ ne peut se permettre de réduire ce soutien, si bien qu'elle devrait laisser son programme d'assouplissement quantitatif et sa politique de ciblage de la courbe des taux inchangés. De plus, une hausse de la TVA étant prévue à l'automne prochain, il est peu probable que la BoJ fasse le choix de laisser l'économie s'emballer pour lui permettre de mieux absorber l'impact de cette hausse.

Ceci étant, nous n'excluons pas la possibilité que la BoJ décide d'ajuster sa politique de ciblage de la courbe des taux au regard des pressions haussières continues sur les taux des obligations d'État japonais et de la remontée des taux à long terme au niveau mondial. Mais l'impact qu'un tel ajustement pourrait avoir sur le yen est susceptible de dissuader la BoJ de choisir cette option.

En ce qui concerne la Banque d'Angleterre, sans l'incertitude liée au Brexit, il est probable qu'elle aurait déjà durci sa politique monétaire. Par conséquent, nous pensons que la BoE relèvera ses taux à deux reprises l'an prochain, en mai et en novembre, sous réserve d'un accord sur le Brexit.

Tendances structurelles à surveiller

Sur le long terme, nous pensons que deux tendances clés émergent et pourraient jouer un rôle en 2019. Premièrement, alors que le populisme nourrit une rhétorique plus agressive entre gouvernements et banques centrales, le pic d'indépendance des banques centrales est peut-être dépassé. Il pourrait en résulter une révision de leur rôle dans l'économie, au-delà de l'objectif exclusif de contrôle de l'inflation. Deuxièmement, l'endettement croissant pourrait fragiliser le monde face à un nouveau choc, qu'il vienne d'une montée des taux d'intérêt plus rapide que prévu, ou bien d'une baisse des revenus.

Inégalités, populisme et indépendance des banques centrales

Le populisme progresse, nourri par la montée des inégalités, et continue de façonner les choix politiques dans plusieurs grandes économies. Certains pensent que les choix politiques faits par les banques centrales à la suite de la crise financière mondiale ont fortement contribué à creuser l'écart entre les « nantis » et les « démunis », dans la mesure où la hausse des prix des actifs a été un vecteur clé de la politique monétaire.

L'ex-président de la Fed, Ben Bernanke, en particulier a écrit sur ce sujet et, de manière prévisible, il a défendu la ligne politique adoptée il y a 10 ans. Il défend la thèse que les effets sur les inégalités ne sont pas évidents. De même, une étude récente de la BCE concluait que le rachat massif d'actifs a contribué à réduire les inégalités en soutenant la croissance de l'emploi. Néanmoins, ce sujet a été largement débattu, surtout après que la thèse bien argumentée de Thomas Piketty ait montré que, contrairement aux idées reçues, les économies développées ne gravitent pas automatiquement vers des sociétés plus égalitaires.

Le pic d'indépendance des banques centrales est sans doute dépassé

Un effet collatéral important du populisme croissant et de son attractivité a été, de notre point de vue, la rhétorique agressive adoptée par les gouvernements à propos de la détermination des politiques des banques centrales. Ce phénomène est apparu d'abord dans la zone euro suite à la crise de 2011/12, et semble à présent plus répandu. Le président Trump a récemment critiqué la politique de la Réserve Fédérale, rompant avec les usages de la présidence. Même dans les marchés émergents, l'indépendance des banques centrales est sous pression. En Inde, il y a un conflit sévère entre la Réserve fédérale indienne (RBI) et le gouvernement, et dans des pays comme la Turquie, l'indépendance est un lointain souvenir.

De notre point de vue, la politique monétaire devra être sensible aux facteurs qui attisent le populisme, et accepter que la politique monétaire a un impact sur les inégalités. Même si les décideurs en matière de politique monétaire peuvent à juste titre prétendre que la redistribution de la richesse n'est pas de leur ressort, les conséquences politiques que peut entraîner le populisme, attisé par les inégalités, influent fortement sur le fonctionnement du régime de politique monétaire. L'indépendance des banques centrales a été un thème dominant au cours des 30 dernières années, mais au vu du développement du populisme et du scepticisme croissant envers les institutions dirigées par des experts, nous pensons que le pic d'indépendance des banques centrales en matière de choix politiques dans les pays développés est derrière nous.

Voyez, par exemple, la montée du populisme évidente en Allemagne. Elle conditionne à présent les choix politiques et pourrait influencer sur le choix du prochain président de la BCE. Et aux États-Unis, il est tout-à-fait envisageable que les tensions entre le président et la Réserve fédérale s'exaspèrent en cas de ralentissement de l'économie US. Alors qu'un Congrès divisé limite l'ampleur des nouvelles dépenses ou réductions d'impôts de l'exécutif, la pression publique va commencer à s'exercer sur la politique monétaire, en particulier sur le niveau des taux d'intérêt.

D'une manière générale, le populisme continuant à gagner du terrain, et le soutien au multilatéralisme et à la mondialisation faiblissant, nous pensons que les banques centrales doivent remettre en question leur focalisation étroite sur l'inflation, et, dans le cas de la Réserve fédérale, le chômage, en tant que seule raison d'être. Ceci présente des similitudes évidentes avec le mouvement de réévaluation, dans l'industrie de l'investissement, de la manière dont les défis de soutenabilité globale, y compris les inégalités croissantes, affectent la manière de gérer et d'évaluer les actifs.

Sommes-nous préparés à un choc ?

Depuis la fin de la crise financière, le monde a vu un accroissement phénoménal de l'effet de levier dans le secteur non financier. Selon la Banque des règlements internationaux (BRI), l'endettement des secteurs non financiers a progressé de 71 000 milliards d'USD depuis le premier trimestre de 2007. Ceci est dû à la fois à l'augmentation des dettes privées (40 milliards d'USD) et publiques (31 milliards d'USD). En conséquence, le ratio dette sur PIB est passé d'environ 210 % à 250 % durant la même période.

L'augmentation globale est importante, mais les mesures agrégées peuvent masquer ce qui se produit réellement au niveau d'un pays ou au niveau des secteurs d'activité. Certains pays comme l'Allemagne ont en réalité réduit leur endettement au cours de cette période, alors que des pays comme la Chine, le Canada, la France et Singapour ont massivement augmenté le leur. Dans le cas de la Chine, une nouvelle dose de stimulus, passant une fois de plus par un assouplissement du crédit, va certainement attirer l'attention sur le fardeau de la dette auquel est exposée l'économie.

Nombreux sont les investisseurs qui craignent que cet endettement accru ne soit à l'origine de la prochaine crise. Notre opinion est plus nuancée. Nous pensons que des niveaux d'endettement accrus rendent l'économie plus vulnérable à un choc, dont l'impact sur l'économie sera à son tour amplifié.

Les investisseurs seront particulièrement attentifs à tout relèvement des taux d'intérêt, car plus de dette, notamment dans le secteur privé, signifie que l'économie peut être plus sensible aux variations du coût de la dette. Ceci est important en termes de politique monétaire, car un effet de levier accru abaisse le taux neutre (le niveau de taux auquel la politique monétaire n'est en mode ni restrictif ni stimulante).

Toutefois, les hausses de taux d'intérêt n'ont pas forcément un effet déstabilisant. Tant qu'elles sont progressives, les agents économiques adaptent leurs dépenses, ce qui se traduit par une diminution des dépenses

discrétionnaires des ménages et des investissements et, des profits moindres pour les entreprises.

Le risque majeur est lorsque les taux d'intérêt augmentent brutalement ou qu'ils progressent plus vite qu'attendus par les marchés. Les banques centrales des pays très endettés le comprennent et ne se précipiteront vraisemblablement pas pour normaliser leur politique monétaire. Toutefois, le risque pourrait se matérialiser si les taux d'intérêt sont liés aux taux longs du marché et non au taux de la politique monétaire. Ceci signifie que la poursuite du resserrement du crédit par la Réserve fédérale, ou une augmentation brutale des rendements des obligations du trésor US pourraient entraîner une augmentation brutale du coût du crédit faisant monter les taux mondiaux, le choc de taux créant un effet d'entraînement.

De plus, les investisseurs qui s'inquiètent du haut niveau d'endettement oublient souvent le risque d'une baisse des revenus, laquelle, à notre avis, est potentiellement plus destructrice. Toute perte de revenu pourrait avoir un impact catastrophique sur la capacité des entités très endettées à assurer le service de la dette, entraînant des faillites. Ce scénario supposerait un choc exogène négatif, qui pourrait intervenir de différentes façons. En Chine, ce pourrait être une perte de revenus importante pour les exportateurs, suite à une escalade de la guerre commerciale, par exemple. En outre, le vrai danger est que le taux de faillites pourrait entraîner en retour des effets négatifs sur la croissance, provoquant de nouvelles pertes de revenus et de nouvelles faillites. En l'état, nous ne pensons pas que 2019 verra se produire des effets négatifs liés à un choc majeur affectant un système mondial fortement endetté, mais nous prévoyons que ce problème restera un défi structurel alors que le cycle économique actuel arrive à maturité.

Investir dans un monde en changement

Alors que se profile l'année 2019, notre scénario central d'une année « Sans récession, mais plus complexe » continuera vraisemblablement de soutenir au plan macroéconomique les actifs à risque, mais nous

TABLE 1 EFFET DE LEVIER GLOBAL PAR SECTEUR ET PAR PAYS

	DERNIER RATIO ENDETTEMENT / IB (T1 2018)				VARIATION DEPUIS 2007			
	ÉTAT	ENTREPRISES	MÉNAGES	TOTAL	ÉTAT	ENTREPRISES	MÉNAGES	TOTAL
AUSTRALIE	37.7	75.4	122.2	235.3	29.5	-5	14.1	38.6
CANADA	70.4	114.3	99.4	284.1	21.3	28.4	20.7	70.4
CHINE	47.8	164.1	49.3	261.2	18.5	67.3	30.5	116.3
RAS HONG KONG, CHINE	70.3	234.8	71	376.1	49.4	109.1	19.8	178.3
FINLANDE	59.8	113.5	66.7	240	25.8	19.4	15.6	60.8
FRANCE	97.6	134.1	58.6	290.3	33.1	30	12	75.1
ALLEMAGNE	62.5	54.1	52.5	169.1	-1.1	-1.8	-8.6	-11.5
ITALIE	133.2	72.2	41	246.4	33.4	-2.4	2.8	33.8
JAPON	200.4	98.8	57.4	356.6	55.5	-3.7	-1.3	50.5
CORÉE DU SUD	38.5	99.1	95.2	232.8	16.1	10.5	22.9	49.5
PAYS-BAS	55.2	175.6	104.3	335.1	12.1	53.4	-5.3	60.2
NORVÈGE	36.1	142.9	101.6	280.6	-13	15	27.7	29.7
SINGAPOUR	114.5	117	58.4	289.9	28.2	40.7	19.5	88.4
SUÈDE	37.9	154.6	87.7	280.2	-1.3	29	22.5	50.2
SUISSE	29.5	113.1	128.3	270.9	-6.1	22.9	22.3	39.1
RU	85.7	83.9	86.1	255.7	44	-10.5	-6.1	27.4
USA	99	75.5	77.3	251.8	41.2	5.8	-21.2	25.8

Source : Banque des règlements internationaux, calculs de LOIM. Novembre 2018.

observerons sans doute aussi plus de volatilité. Nous croyons que les possibilités d'erreurs en matière de politique seront plus élevées l'an prochain, l'environnement de politique monétaire continuant d'évoluer et les tensions géopolitiques et géo-économiques demeurant fortes.

En ce qui concerne nos conseils spécifiques, nous pensons que les investisseurs devront tenir compte de ce qui suit en 2019 :

- Cela pourrait être le bon moment d'envisager une allocation structurelle aux marchés émergents avec un cadre multi-actifs. Nous prévoyons un rebond des actifs des pays émergents, en particulier des actions, étant donné le probable ralentissement de la croissance économique aux US, la dépréciation du dollar US, et la politique incitative actuelle en Chine. Cependant, nous sommes également conscients de la volatilité accrue des devises des ME due à la propension qu'ont les décideurs à utiliser la devise nationale comme outil politique pour protéger les réserves de change. Cela perturbe la dynamique des compartiments de classe d'actifs des ME. Les modèles de comportement traditionnels des obligations en devises fortes ou locales, et des actions ont commencé à diverger ; c'est pourquoi nous croyons qu'une approche multi-actifs constitue le meilleur moyen de tirer parti des opportunités structurelles des ME.
- Une protection explicite à la baisse et une attention plus soutenue à la convexité pourraient s'avérer utiles pour tirer parti des avantages d'un environnement plus volatil, tout en maîtrisant le risque de baisse. Les obligations convertibles, par exemple, réunissent les caractéristiques d'une obligation d'entreprise et la possibilité de convertir cette obligation en actions. Ce qui veut dire qu'elles peuvent offrir un profil de rendement « asymétrique » parce qu'elles sont conçues pour réaliser le potentiel de hausse comme les actions, mais limitent le risque à la baisse au moyen de la composante obligataire. En trouvant des obligations convertibles avec les caractéristiques asymétriques (convexité) les plus séduisantes, nous pensons qu'il est possible de maximiser les rendements dans un environnement « Sans récession, mais délicat ». Ceci est particulièrement pertinent dans un contexte où les corrélations entre les actions et les obligations évoluent.
- Dans le cas de l'obligataire classique, l'attention portée à la qualité reste importante dans un contexte d'endettement croissant et de fractionnement de la liquidité. Nous continuons de préférer le segment BBB-BB des marchés du crédit aussi bien aux US qu'en Europe ; nous pensons qu'il présente un meilleur équilibre entre risque de duration et risque de crédit. Nous pensons que le segment du haut rendement sera confronté à une situation délicate en 2019, étant donné l'effet de levier croissant des entreprises.
- De plus, la pertinence de stratégies décorréelées du cycle économique va probablement augmenter à mesure que le cycle économique mondial arrive à maturité. Ceci est particulièrement le cas lorsque ces stratégies sont conçues pour profiter de sources d'informations « alternatives » et cherchent activement à se différencier.
- Nous croyons que la « sustainability » restera le moteur des risques et des opportunités en 2019 et au-delà. Nous sommes en ce moment les témoins d'une nouvelle révolution économique qui aura un impact sur toutes les régions, tous les secteurs, toutes les entreprises et toutes les classes d'actifs. Cette « sustainability revolution » est soutenue par plusieurs méga-tendances, en particulier la démographie, le changement climatique, la raréfaction des ressources naturelles, les inégalités et la numérisation de nos économies. Nous croyons que ceci va commencer à affecter la politique monétaire alors que les banques centrales ont atteint, voire dépassé leur pic d'indépendance et que les gouvernements sont soumis à une pression croissante pour remédier tout particulièrement aux inégalités.

INFORMATIONS IMPORTANTES

Document destiné aux investisseurs professionnels uniquement.

Ce document est publié par Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, autorisée et supervisée par l'autorité de surveillance des services financiers (Financial Conduct Authority ou FCA) et enregistrée sous le numéro 515393 dans le registre de la FCA.

Lombard Odier Investment Managers ("LOIM") est un nom commercial.

Ce document est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une recommandation d'acquiescer ou de vendre un instrument financier ou un service. Ce document n'est pas destiné à être distribué ni utilisé dans des juridictions où une telle distribution ou utilisation serait illégale. Ce document ne contient pas de recommandations ou de conseils personnalisés et n'est pas destiné à remplacer des conseils professionnels au sujet d'investissements dans des produits financiers. Avant de conclure toute transaction, l'investisseur doit examiner attentivement l'adéquation de cette opération à sa situation propre et, le cas échéant, obtenir des conseils professionnels indépendants au sujet des risques, ainsi que des conséquences juridiques, réglementaires, financières, fiscales ou comptables. Ce document est la propriété de LOIM et est adressé à son destinataire pour son usage personnel exclusivement. Il ne peut être reproduit (en partie ou en totalité), modifié ou utilisé dans un autre but sans l'accord écrit préalable de LOIM. Ce document contient les opinions de LOIM, à la date de publication.

Le contenu du présent document est destiné aux investisseurs professionnels avertis et qui sont autorisés ou réglementés pour opérer sur les marchés financiers ou qui ont été approuvés par LOIM comme disposant de l'expertise, de l'expérience et des connaissances des investissements présentés dans ce document et à propos desquels LOIM a reçu la garantie de leur capacité à prendre leurs propres décisions d'investissement et à comprendre les risques associés aux investissements tels que ceux décrits dans ce document, ou d'autres investisseurs que LOIM a expressément confirmés être les destinataires appropriés de ce document. Si vous n'appartenez pas à l'une des catégories susmentionnées, nous vous demandons de renvoyer ce document à LOIM ou de le détruire et vous recommandons expressément de ne pas vous fier à son contenu, de ne considérer aucune question présentée dans ce document en relation avec des investissements, et de ne pas le transmettre à des tiers, quels qu'ils soient. Ce document contient les opinions de LOIM, à la date de publication.

Ce document contient les opinions de LOIM, à la date de publication. Les informations et analyses contenues dans ce document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Cependant, LOIM ne garantit pas l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité des informations contenues dans ce document, pas plus qu'il n'assume de responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de l'utilisation de ces informations. Toutes les informations et opinions exprimées peuvent changer sans préavis.

Ni ce document ni aucune copie de ce dernier ne peuvent être envoyés, emmenés ou distribués aux Etats-Unis, dans l'un de leurs territoires, possessions ou zones soumises à leur juridiction, ni à une personne américaine ou dans l'intérêt d'une telle personne.

A cet effet, le terme « Personne américaine » désigne un ressortissant, national ou résident des Etats-Unis d'Amérique, une association organisée ou existant dans tout Etat, territoire ou possession des Etats-Unis d'Amérique, une société constituée conformément aux lois des Etats-Unis d'Amérique ou de l'un de leurs Etats, territoire ou possession, ou toute succession ou tout trust dont le revenu est imposable aux Etats-Unis, quelle qu'en soit l'origine.

Sources : Sauf indication contraire, les données émanent de LOIM.

Bien que certaines informations aient été obtenues de sources publiques et réputées fiables, sans vérification indépendante, nous ne pouvons garantir leur exactitude et exhaustivité.

Les avis et opinions sont exprimés à titre informatif uniquement et ne constituent pas une recommandation de LOIM pour l'achat, la vente ou la détention de quelque titre que ce soit. Les avis et opinions sont donnés en date de cette présentation et sont susceptibles de changer. Ils ne devraient pas être interprétés comme des conseils en investissement.

Aucune partie de ce document ne saurait être (i) copiée, photocopiée ou reproduite sous quelque forme que ce soit ou (ii) distribuée à toute personne autre qu'un employé, cadre, administrateur ou agent autorisé du destinataire sans l'accord préalable de Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited. Au Royaume-Uni, ce document constitue une promotion financière et a été approuvé par Lombard Odier Asset Management (Europe) Limited, qui est autorisée et réglementée par la Financial Services Authority.

©2018 Lombard Odier IM. Tous droits réservés