



On a envie d'être "Bull" mais sans la perdre !

L'année 2018 a été très décevante sur la plupart des marchés financiers, surtout que les attentes étaient très élevées en tout début d'année. 2019 s'ouvre dans un contexte bien différent.

Les marchés semblent aujourd'hui intégrer un ralentissement de la croissance mondiale, il semble même que la majorité des investisseurs craignent une récession aux Etats-Unis. Néanmoins, la vigueur actuelle de l'activité, les effets résiduels de la politique budgétaire américaine (au-delà du *shutdown*) et le pragmatisme avéré de la Fed sont autant de facteurs rassurants qui nous semblent sous-estimés.

En Europe aussi, la pression budgétaire sera probablement desserrée, c'est naturellement le cas en France et dans une moindre mesure en Italie, mais aussi probablement dans d'autres pays. Les revenus des ménages devraient aussi progresser dans les pays proches du plein emploi.

Le pouvoir d'achat des ménages sera également soutenu par la **décroissance, déjà amorcée, de l'inflation**. L'estimation flash de l'inflation en zone euro pour décembre est éloquent, elle recule à 1,6% en décembre après 1,9% en novembre (un chiffre révisé en baisse par rapport aux 2,0% annoncés).

En fait, c'est le prix du pétrole, même s'il devrait remonter un peu au cours de l'année, qui jouera un rôle déterminant dans le sens d'un amoindrissement progressif de l'inflation en 2019. Il y a fort à parier que **l'inflation totale repassera sensiblement en-deçà de l'inflation sous-jacente et effacera sa hausse tendancielle**, même si ce n'est pas encore visible.

En termes de politiques monétaires, 2019 devrait être une **année de pause**. Le durcissement de la politique monétaire de la Fed est sans doute à une ou deux étapes de son objectif, et celui de la BCE risque fort de tarder (hormis un possible ajustement technique des taux négatifs). En 2018, la hausse des rendements obligataires a été largement corrigée aux Etats-Unis en fin d'année et même totalement inversée de notre côté de l'Atlantique. Les marchés obligataires ont donc fait la preuve d'une bonne résilience. A partir des niveaux actuels et si les anticipations de croissance se redressent, une nouvelle phase de hausse des rendements est possible pour 2019, mais un crash obligataire ne devrait pas être à l'ordre du jour. Le taux 10 ans de l'Etat allemand est tout de même particulièrement bas, et celui de l'Etat français n'a que peu réagi aux événements récents qui conduisent à une détérioration des ratios d'endettement du pays. La vigilance sur la sensibilité aux taux d'Etat est de rigueur, d'autant que ces obligations sont parmi les rares actifs chers des marchés.

Au total, le scénario économique nous semble donc moins sombre que ce que les marchés anticipent.

Il existe évidemment des risques, nous en retiendrons 7 :

- Le plus évident à court terme, **c'est le rejet de l'accord de retrait britannique et un no-deal aux conséquences catastrophiques**, pour la Grande-Bretagne d'abord, mais aussi pour le reste de l'Europe. Mais ce scénario qui n'est soutenu que par une petite minorité de députés est devenu moins probable et s'il était choisi, serait mis en place à échéance d'une période raisonnable de préparation.
- Viendront ensuite **les élections européennes**, elles seront probablement un **exutoire pour le populisme** et le

nationalisme (voire le régionalisme cf. Espagne, Belgique, etc...), le risque étant que le "rejet des élites" et la montée du mécontentement ne provoquent des désordres économiques, des "disruptions" au sens étymologique.

- Les inquiétudes susmentionnées, ou d'autres, pourraient provoquer **une remontée des taux d'épargne des ménages**, c'est un risque pour la pérennité de la croissance, notamment en Europe.
- **La guerre commerciale, amorcée depuis un an, n'a pas pris de dimension dramatique**. Ce serait clairement une situation perdante-perdante et, malgré les rodomontades, la raison l'a – plus ou moins – toujours emporté jusqu'à présent (cf. l'accord USMCA qui remplace l'ALENA, délai de 3 mois décidé en Argentine). Il apparaît aujourd'hui que Xi Jinping et Trump ont tous deux besoins de trouver un accord.
- **Une crise énergétique classique, de flambée du pétrole** est possible mais peu probable, il faudrait à la fois que la croissance de la demande se maintienne et que les sanctions promises à l'Iran pour avril soient effectives, alors que les pipe-lines américains vont bientôt permettre d'écouler plus de production. **Une crise atypique n'est en revanche pas à exclure**. Certes les Etats-Unis ont recouvré leur indépendance énergétique, mais le secteur pétrolier y est fragile (dette et effet de levier très élevés, production des puits régulièrement inférieure aux promesses, absence de profits). On pourrait alors avoir ensemble des défaillances de producteurs et une réduction de la production, crise financière et remontée des prix. C'est peut-être en prévision de cela que Trump a fait de MBS son débiteur, en ne l'accusant pas.
- La dette des pétroliers "juniors" américains n'est pas le seul secteur où **un risque de crise financière est patent**. Mais les banques centrales sont bien moins désarmées qu'on le dit souvent (la Fed peut limiter son QT, la BCE relancer des TLTRO sous une forme quelconque, etc...).
- Enfin, **le dérèglement climatique** s'aggrave d'année en année. La révolution énergétique devrait être un moteur de plus en plus puissant de la croissance mondiale, la transition demeure toutefois chaotique pour des raisons politiques.

Un scénario économique moins sombre, que ce que les marchés anticipent, des risques certes sérieux mais dont la probabilité d'occurrence est limitée, le tout sur fond de valorisations attractives pour nombre d'actifs financiers sur les marchés actions ou obligataires crédit, permettant de structurer des portefeuilles équilibrés et à potentiel de performance significatif.

Cette situation plaide pour être investi en ce début d'année, à accepter une certaine volatilité ou une liquidité dégradée, pour capter cette performance, quitte à prendre ses profits sans être trop gourmands.

L'équipe de Fideas Capital vous souhaite une excellente année 2019.