

Une fin d'année très difficile pour les actions



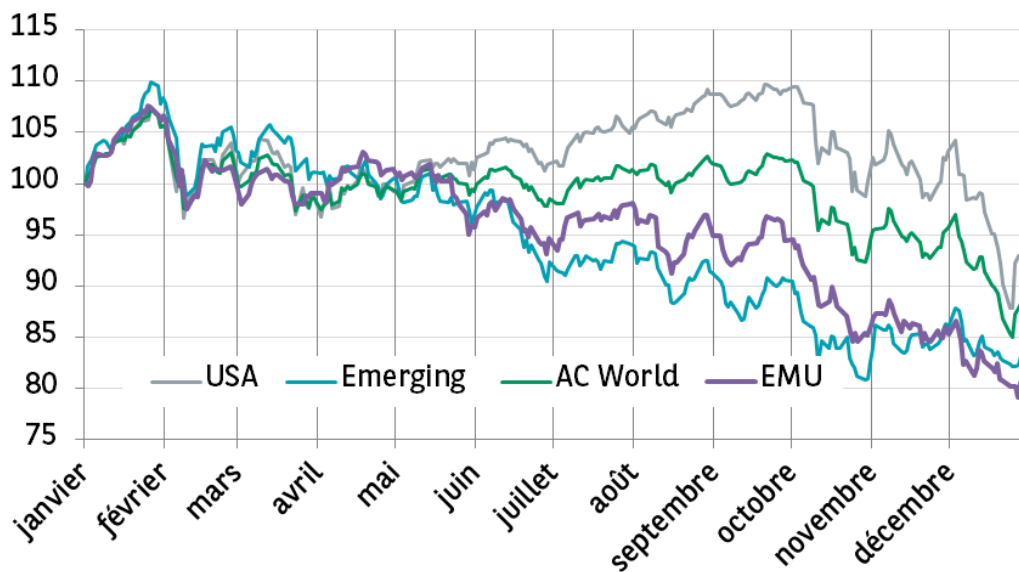
Malgré des rebonds conséquents au cours des dernières séances de l'année, les marchés actions ont nettement reculé en décembre (-7,2 % pour le MSCI AC World en dollars), affichant une performance annuelle très dégradée (-11,2 %, plus forte baisse depuis 2008).

Au sein des grands marchés développés, les plus fortes baisses ont été enregistrées par les indices japonais (-10,5 % pour le Nikkei 225), pénalisés par la hausse du yen, et américains (-9,2 % pour le S&P 500) qui s'étaient mieux tenus jusque-là. Les indices européens affichent une baisse mensuelle un peu moins importante (-5,4 % pour l'Eurostoxx 50) mais ont davantage souffert depuis le début de l'année. Un phénomène comparable s'observe sur les places émergentes, qui sous-performent très nettement en 2018 mais ont perdu 2,9 % seulement en décembre (indice MSCI Emerging en dollars).

Au niveau mondial, les secteurs de l'énergie, de la technologie et des financières ont sous-performé en décembre alors que les secteurs sensibles aux variations des taux longs (services aux collectivités, immobilier coté, télécoms) ont profité de la détente assez marquée des rendements obligataires, en particulier aux Etats-Unis.

Graphique 1 : Une année à oublier pour les actions (données au 31/12/2018)

Indices MSCI en 2018 en USD - base 100 au 01/01/2018



Source: Bloomberg, BNPP AM au 31/12/2018

Derrière la baisse, les habitués suspects

Les variations erratiques des marchés en décembre, amplifiées par les faibles volumes de transactions traditionnels à cette période de l'année, reflètent divers éléments. Comme depuis le début du trimestre, les facteurs politiques et les inquiétudes sur la croissance mondiale se sont conjugués pour entraîner une baisse des actions et une hausse sensible de la volatilité.

La nervosité des investisseurs a été entretenue par les développements des **négociations commerciales** entre la Chine et les Etats-Unis après la rencontre entre les deux dirigeants début décembre en marge du G20. Donald Trump et Xi Jinping ont décidé qu'un accord sur le commerce devrait être trouvé d'ici le 1^{er} mars. Cette « trêve » a toutefois été émaillée de nouvelles escarmouches suivies par des signes de bonne volonté des deux parties, sans engagements fermes toutefois. Alors que de nouvelles rencontres sino-américaines doivent avoir lieu début 2019, c'est surtout le manque de visibilité sur cette question qui a pesé sur les marchés actions.

Aux Etats-Unis, le conflit entre l'administration Trump et la Chambre des représentants sur le financement de la construction d'un mur à la frontière mexicaine a abouti à un nouvel épisode de paralysie partielle du gouvernement fédéral (« **government shutdown** »).

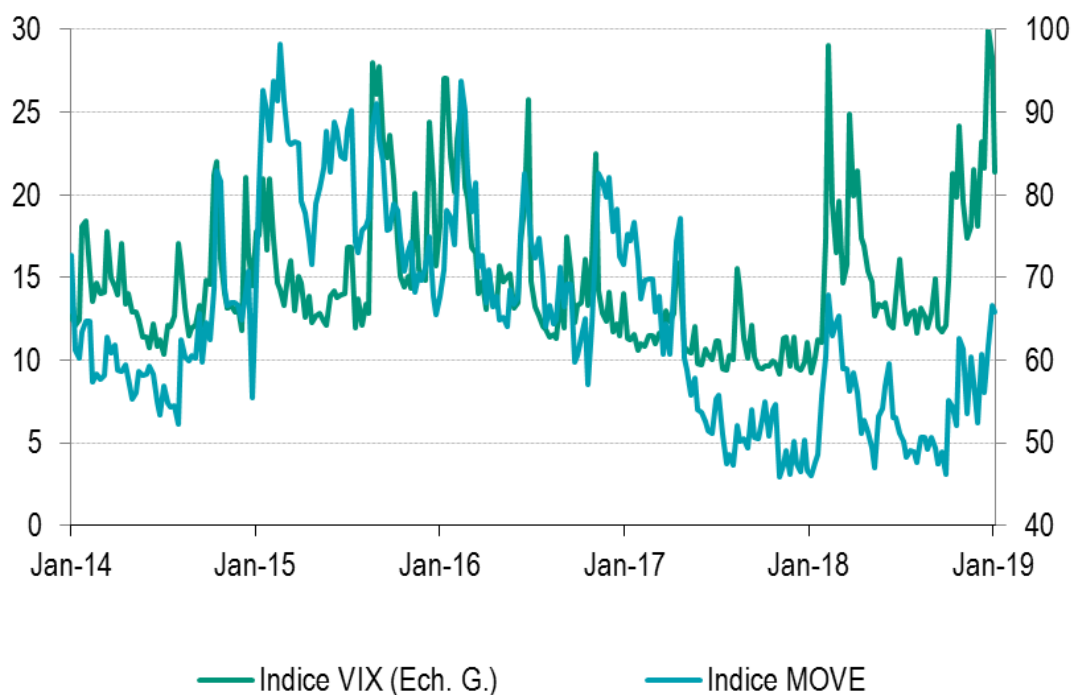
Du point de vue économique, les **indicateurs décevants publiés en Chine** ces dernières semaines (exportations, ventes au détail, production industrielle, enquêtes d'activité) ont pesé sur le moral des investisseurs. Il en a été de même des **décisions de politique monétaire** de la Banque centrale européenne et de la Réserve fédérale américaine, jugées un peu trop « agressives » (malgré les précautions oratoires prises par Mario Draghi et Jerome Powell) au moment où la croissance mondiale donne des signes de ralentissement.

Enfin, la situation politique en Europe est restée confuse. Au Royaume-Uni surtout où les scénarios sur la sortie de l'Union européenne ont été bouleversés par la décision de Theresa May de reporter le vote sur l'accord qu'elle a conclu avec l'Union européenne. En Italie, les dernières décisions du gouvernement ont, au contraire, rassuré les investisseurs même si des tensions demeurent au sein de la coalition.

Graphique 2 : Remontée de la volatilité sur les actions

Volatilité des obligations (Move) et des actions (VIX) volatility

(données hebdomadaires au 4 janvier 2019)



Source: Thomson Reuters, BNPP AM

A retenir : Nouvelle détente des taux longs dans la zone euro

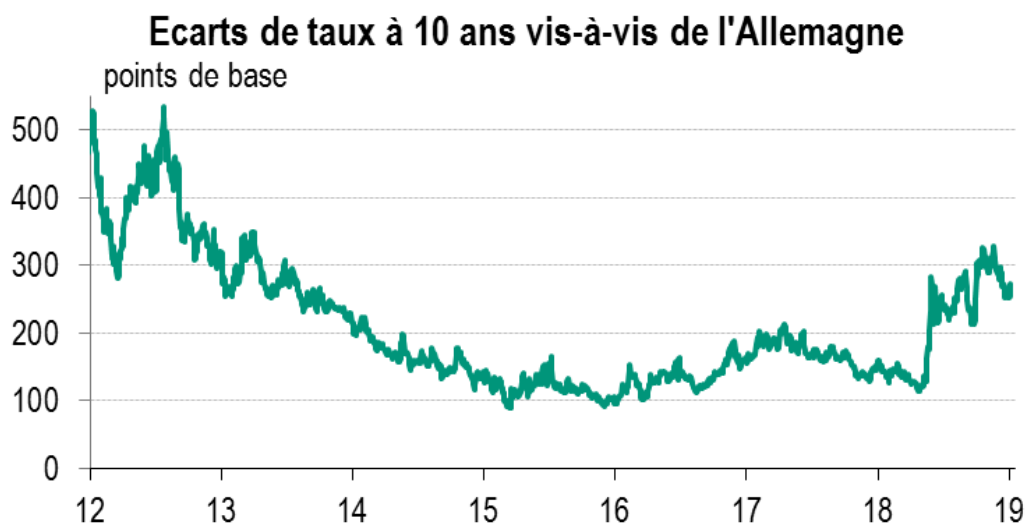
Les obligations gouvernementales de la zone euro ont progressé en décembre dans le sillage des marchés américains. Le rendement du Bund allemand à 10 ans est passé à plusieurs reprises sous 0,25 %, au plus bas depuis la mi-2017. Il termine le mois à 0,24 %, soit une détente de 7 pb par rapport à fin novembre.

Le marché des BTPs italiens a enregistré une forte progression, le taux à 10 ans se détendant de près de 50 pb pour retrouver son plus bas depuis début septembre à 2,74 %. L'écart avec les taux allemands de même échéance est revenu à 250 pb (contre 290 pb fin novembre), au plus bas depuis fin septembre après l'accord sur le budget conclu entre le gouvernement italien et la Commission européenne. Le Mouvement 5 étoiles et la Ligue ont accepté des aménagements sur leurs deux principaux engagements de campagne (revenu de citoyenneté et réforme des retraites). Les

économies budgétaires qui résultent du report de l'entrée en vigueur de ces mesures permettent au gouvernement de Giuseppe Conte d'afficher un déficit budgétaire de 2,04 % du PIB (contre une proposition initiale de 2,4 %) sous l'hypothèse d'une croissance du PIB de 1,0 %, en ligne avec les chiffres de la Commission. Le Parlement a voté en fin de mois cette version du budget, permettant au pays d'échapper à l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif dont il était menacé après des discussions houleuses avec ses partenaires européens. Ces avancées ont permis aux adjudications de BTPs conduites en fin année d'être bien reçues.

Le rendement de l'OAT à 10 ans affiche une légère tension mensuelle (+3 pb à 0,71 %) à contrecourant des autres marchés de la zone euro. En France, la réponse du gouvernement à la crise des « Gilets jaunes », qui implique une hausse des dépenses publiques, a inquiété les investisseurs alors que les perspectives de croissance du PIB ont été revues à la baisse. Au cours de la première quinzaine de décembre, l'écart avec les taux allemands de même échéance a atteint 48 pb, au plus haut depuis début mai 2017. Toutefois, la Commission européenne a rapidement précisé que le déficit budgétaire (qui devrait atteindre 3,2 % en 2019) serait « toléré » et que le projet de budget français ne serait pas réexaminé par la Commission.

Graphique 3 : Progression du marché des BTPs italien en décembre



Source: Datastream, BNPP AM au 04/01/2019

Bonne année 2019 ? Croisons les doigts !

La fin de 2018 a été pour le moins agitée sur les marchés financiers : en trois mois, les performances totales ont été bouleversées, les indices boursiers et les matières premières terminant l'année en net recul par rapport à fin 2017 tandis que les obligations gouvernementales sont parvenues à progresser malgré la normalisation des politiques monétaires des banques centrales du G4.

Même s'ils sont vraisemblablement responsables de la fébrilité des investisseurs, qui explique l'alternance en décembre de séances boursières fortement haussières et baissières, il serait injuste d'imputer ces résultats aux seuls éléments politiques et géopolitiques. L'environnement politique est certes peu lisible, qu'il s'agisse des mesures protectionnistes de l'administration Trump, du processus de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne et de la montée des partis non traditionnels dans les pays européens ou dans plusieurs pays émergents. Des éléments plus fondamentaux expliquent toutefois les difficultés des indices boursiers et la remontée de la volatilité en fin de période après les très bas niveaux constatés en 2017.

Les inquiétudes sur la pérennité de la croissance de l'économie mondiale se sont renforcées en décembre sur fond de ralentissement en Chine et de déceptions persistantes dans la zone euro. Par ailleurs, la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine n'est plus expansionniste et pourrait devenir restrictive dans les prochains mois tandis que la Banque centrale européenne a mis un terme à ses achats nets d'actifs en décembre et envisage de remonter ses taux directeurs à l'automne prochain. En 2018, les investisseurs ont dû faire le deuil de la situation exceptionnelle qui avait caractérisé 2017 (forte croissance, liquidité abondante, inflation modeste) et permis une envolée des actifs risqués. En 2019, ils devront faire preuve d'une grande réactivité face à cette nouvelle phase de l'économie mondiale (croissance moindre mais toujours supérieure au potentiel, reflux de la liquidité, perspectives de remontée des taux longs).

