

ACTEURS

2018, une année misérable

EMMANUEL FERRY

Directeur des investissements **BANQUE PÂRIS BERTRAND**

La chute des marchés est un avertissement brutal pour les investisseurs. Le marché envoie toujours un message avant l'entrée dans un cycle baissier plus durable.

2018 a été une année particulièrement misérable: le cash surperforme les actions et les obligations pour la première fois depuis 1992 et surtout 90% des 70 classes d'actifs sont en territoire négatif, ce qui ne s'était jamais vu depuis 1900. Le fait marquant a été la contraction de la base monétaire globale corrigée de l'inflation. Historiquement, cela a toujours précédé ou coïncidé avec un ralentissement global. Ainsi, on comprend mieux la perte maximale de 20% des actions mondiales en 2018 entre le point haut observé fin janvier et le point bas fin décembre. Plus de la moitié des actions mondiales ont perdu plus de 20%, à l'instar de nombreux marchés, comme le S&P500, Russell 2000

(valeurs moyennes américaines), la Chine, l'Italie, les émergents, les banques américaines, les entreprises du secteur des produits de base ou encore les FAANG. On peut donc parler de bear market (marché baissier) pour les actions cette année. On se rapproche des situations de stress financier de 2016 et 2011, qui avaient été interrompues par un assouplissement des conditions monétaires et financières.

Ces forces récessives

La diversification a été inutile puisque toutes les grandes classes d'actifs ont baissé. Il fallait favoriser les perdants du Quantitative Easing: le dollar, le cash et la volatilité. 2018 confirme un nouveau régime de risque, associé à un biais défensif. La principale erreur faite il y a un an a été de sous-estimer les effets de la normalisation monétaire menée par la Fed. La décompression du risque de marché a été exacerbée par des forces récessives, comme

la contraction du crédit en Chine, le décrochage des marchés émergents, la correction des cours du pétrole (-42% en octobre et novembre) ou encore le retour du risque souverain en Europe (Italie, Brexit). La Fed a réalisé un premier palier dans le cycle de resserrement monétaire, qui s'accompagne de

trois caractéristiques majeures: remontée de la volatilité, inversion de la courbe des taux d'intérêt et écartement des spreads de crédit. La remontée de la volatilité est logique dans la phase de fin cycle. Cela conduit l'investisseur à adopter une orientation plus défensive. L'inversion de la courbe des taux d'intérêt aux Etats-Unis exprime une vision négative des marchés obligataires

sur le cycle économique. Cela signifie que le marché est dans l'attente d'une nouvelle impulsion monétaire. Enfin, l'écartement des spreads de Crédit reflète la fin

du cycle d'endettement des entreprises à des taux subventionnés trop longtemps par les banques centrales.

La contraction des multiples de valo-

risation des marchés actions mondiaux a été importante cette année: le P/E est passé de 17,9x à 13,6x, soit moins 4,3 points. C'est un retour vers le niveau de 2013. Cette compression intègre la dégradation des fondamentaux (activité, profits) et un régime de risque nouveau.

C'est peut-être la seule bonne nouvelle: l'année 2018 s'achève sur un point bas, libérant pour

C'EST PEUT-ÊTRE
LA SEULE BONNE
NOUVELLE: L'ANNÉE 2018
S'ACHÈVE
SUR UN POINT BAS,
LIBÉRANT POUR 2019
DE L'ESPACE
POUR UN REBOND.



2019 de l'espace pour un rebond, à la double condition que la Fed marque une pause dans son cycle monétaire et que le dollar entame une phase de dépréciation. Nous sommes néanmoins dans

la phase typique où les marchés financiers se comportent moins bien que l'économie. Cette sous-performance restera exacerbée par le retour de l'Etat et du risque politique. ■