

LETTRE TRIMESTRIELLE
1^{ER} TRIMESTRE 2020

DUBLY
TRANSATLANTIQUE

GESTION

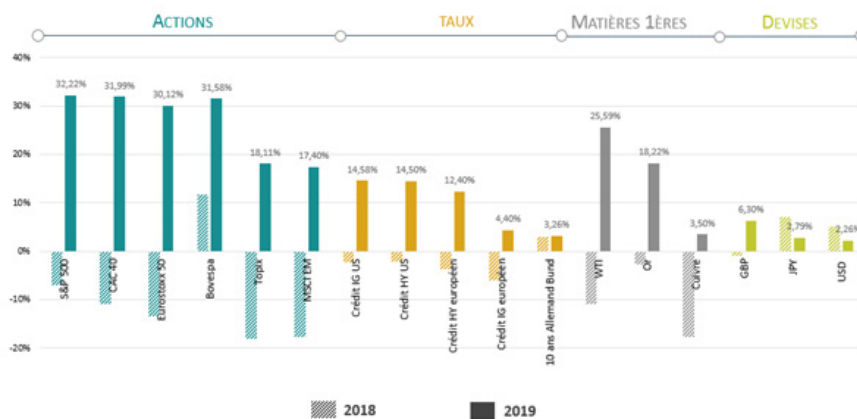
HAUSSES ET DÉSÉQUILIBRES

En 2018, toutes les classes d'actifs, à l'exception de l'emprunt 10 ans allemand, du yen japonais et du dollar US avaient affiché des performances négatives.

En 2019, inversion de tendance, toutes les classes d'actifs ont affiché des performances positives. Les raisons de ces performances contrastées sont multiples mais le principal est

incontestablement l'évolution des taux d'intérêt. Les Banques Centrales, et plus particulièrement la Banque Centrale Américaine, ont dès janvier 2019 relâché les rênes du crédit provoquant une baisse des taux à court terme qui s'est propagée sur les taux à long terme et qui ont provoqué des arbitrages en faveur des marchés actions.

Performances des principales classes d'actifs



Source : Dubly Transatlantique Gestion, données au 31/12/2018 et 31/12/2019. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.. HY : High Yield - haut rendement, à risque / IG : Investment Grade, risque moindre

EDITO | page 2
Hausses et déséquilibres

EURO | page 7
Jusqu'où l'euro glissera-t-il ?

EMERGENTS | page 11
Investir sur les marchés émergents, mais lesquels ?

ENERGIE | page 3
Mystères sur le marché de l'énergie

OBLIGATIONS | page 9
Zeus et Jupiter

PROVERBES | page 15
L'argent vous intéresse !

NOS FONDS | page 16
Performance des fonds

C'est donc une très belle année qu'elles ont réservé aux marchés financiers qui se sont montrés euphoriques comblant, et au-delà, les mauvaises performances des années précédentes. **Mais les Banques Centrales ne sont pas seules responsables de cette euphorie.**

Les entreprises dans leur ensemble, et malgré de nombreuses menaces suite à la guerre commerciale US / Chine, ont elles aussi affiché d'excellents résultats qui, eux aussi, ont propulsé à la hausse le cours des actions.

Les prévisions de résultats restent bonnes pour 2020. Les taux devraient rester bas. Ainsi, les marchés pourraient poursuivre

leur hausse, à moins que des éléments géopolitiques ou sanitaires ne viennent les perturber.

Il n'empêche que dans ce climat réjouissant, quelques situations singulières ne manquent pas d'inciter à la réflexion : la glissade lente et régulière de l'euro, la dégradation de la cotation de la dette italienne qui se retrouve au même niveau que la dette grecque, la faible performance des pays émergents et les écarts de prix sur différentes qualités de pétrole (Brent, WTI).

Il est important de les étudier plus précisément pour voir si elles ne recèlent pas des germes de déséquilibre qui viendraient remettre en cause la bonne santé apparente actuelle des marchés.

► ÉNERGIE

par Nicolas Levrier

MYSTÈRES SUR LE MARCHÉ DE L'ÉNERGIE

Depuis quelques années, les mystères sur le marché énergétique se multiplient.

1er mystère : comment se fait-il que le baril de pétrole américain (WTI) vaut moins cher que le baril de pétrole de mer du Nord (Brent) alors qu'il est de meilleure qualité ?

Brent et WTI sont deux types de barils de pétrole. L'un est un pétrole léger issu des champs du Texas et livré à Cushing (Oklahoma) et l'autre est un pétrole de mer du Nord. La qualité du WTI est légèrement supérieure à celle du Brent car il est plus léger et moins sulfurisé et donc plus facile à transformer en essence.

Différences de cours entre le WTI et le Brent



Source : Bloomberg

C'est pourquoi jusqu'en 2010, les raffineries étaient prêtes à payer 1 voire 2\$ de plus par baril pour obtenir du pétrole texan.

Mais depuis 2010, cette tendance s'est complètement inversée. **Le baril de Brent est désormais à 5-6\$ plus cher que le baril de WTI. Pourquoi ?** Est-ce parce que les Etats-Unis n'ont pas le droit d'exporter du pétrole brut ? Cela a pu être le cas entre 2010 et 2015 où l'écart de prix entre ces deux types de pétrole a dépassé les 20\$. Mais depuis 2015, le Congrès a aboli la loi de 1973 qui interdisait d'exporter du pétrole brut ! Or, depuis 4 ans, l'écart est toujours là et oscille entre 3 et 6\$.

Est-il toujours pertinent de prendre Cushing comme point de calcul du pétrole mondial ? Située à 800km dans les terres, au Nord de Houston, la ville de Cushing, surnommée le « carrefour des pipelines du monde » a été pendant très longtemps un point stratégique où le pétrole importé de l'étranger et le pétrole produit au Texas étaient « mixés » puis « dispatchés » vers les raffineries du Midwest et du nord-est du pays.

Mais depuis 2010, la situation a complètement changé avec l'explosion de la production de pétrole de schiste. La mécanique est simple. La production augmente, les stocks s'accumulent et construire un pipeline pour désengorger le surplus prend du temps. A tel point que les cuves de pétrole 0 cushing ont bien failli

déborder en 2016. Les Etats-Unis, qui étaient le premier importateur de pétrole au monde, sont, en à peine 8 ans, devenus autosuffisants puis exportateurs. Cette forte augmentation de la production de pétrole a entraîné une reconfiguration complète des infrastructures logistiques pétrolières (pipeline, lieu de stockage etc.) et un déplacement du centre de gravité de Cushing à Houston. Il a fallu inverser le sens des pipelines et surtout en construire de nouveau. Ces grands travaux d'infrastructures ont déjà coûté plus de 600 milliards de dollars et ne sont pas terminés.

C'est pourquoi, probablement, il existe encore un écart entre le WTI et le Brent.

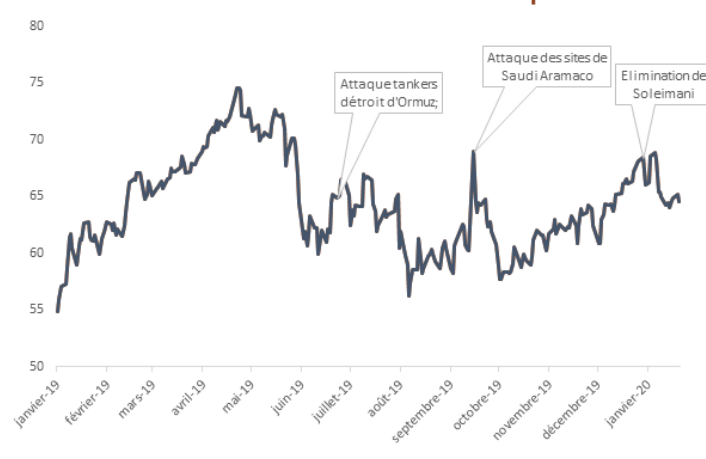
2ème mystère : comment se fait-il que les événements géopolitiques ne semblent plus influencer les cours du pétrole ?

Mai 2019, des drones viennent détruire des infrastructures pétrolières en Arabie Saoudite endommageant près de 10% de la production mondiale. Le cours du baril de pétrole ne fait alors qu'un petit soubresaut sur les marchés.

Quelques mois plus tôt, des tankers pétroliers sont saisis ou endommagés dans le détroit d'Ormuz, point de passage obligé pour près de 30% du pétrole produit dans le monde.

Les cours du pétrole font, là encore, preuve d'une stabilité étonnante.

Evolution des cours du baril de Brent depuis 1 an



Source : Bloomberg

L'histoire nous avait pourtant plutôt habitués à de toutes autres évolutions. La Guerre du Kippour dans les années 70, la Guerre entre l'Irak et l'Iran dans les années 80, la Guerre du Golfe au début des années 90 ou encore l'invasion de l'Irak par les Etats-Unis dans les années 2000, sont autant d'évènements qui avaient fait monter fortement et durablement les cours du pétrole. Récemment, l'élimination de Qassem Soleimani par les Etats-Unis et la riposte iranienne n'ont fait monter ces derniers de seulement 4\$ par baril avant de redescendre aussitôt.

Pourquoi un tel calme ? Est-ce parce que les marchés sont anesthésiés par les politiques monétaires ? Est-ce parce que tout monde anticipe un apaisement des tensions géopolitiques ? Le marché du pétrole est-il manipulé ? Ou bien est-ce parce que les pays du Golfe Persique ne sont plus les maîtres du jeu depuis que les Etats-Unis sont devenus autosuffisants en pétrole ? Difficile de répondre précisément à ces questions. En attendant les consommateurs, notamment américains, ils en sont les principaux bénéficiaires.

3ème mystère : comment se fait-il que les prix du gaz naturel et les prix du pétrole évoluent en ordre dispersé aux Etats-Unis ?

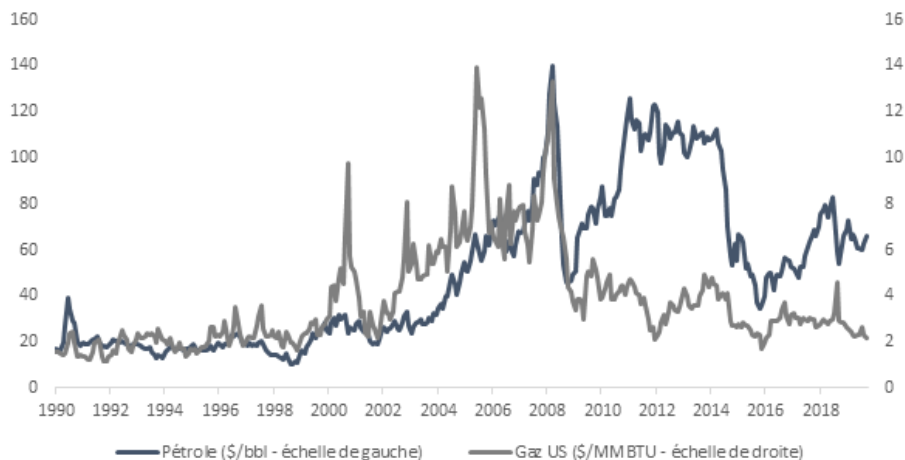
En Europe et en Asie, les prix du gaz naturel et du pétrole sont interdépendants l'un de l'autre. Ces deux continents importent des quantités phénoménales d'énergie pour faire tourner leurs usines d'une part, et permettre aux consommateurs de se déplacer librement à moindre coût d'autre part. Ils suivent une règle simple : le cours du gaz naturel est égal au cours du baril de pétrole divisé par six.

Pourquoi les cours du gaz naturel et du pétrole en Europe et en Asie sont-ils corrélés ?

Parce que les producteurs de pétrole et les producteurs de gaz sont souvent identiques. Ces deux sources d'énergie entrent donc en concurrence dans les décisions d'investissement des grands groupes pétroliers. Ainsi, lorsque le cours de l'une des deux sources d'énergie baisse fortement, les entreprises du secteur ont tendance à sous investir pour faire remonter les prix et, vice versa, si les cours montent fortement. Ensuite, le gaz et le pétrole peuvent se substituer, l'un à l'autre, pour certaines applications comme le chauffage des bâtiments ou encore la production de produits chimiques.

Aux Etats-Unis, le gaz naturel, en ce début d'année 2020, ne vaut que 2,2\$ soit un rapport de 1 à 27 par rapport au pétrole.

Evolution des cours du gaz naturel aux Etats-Unis et du pétrole (WTI) depuis 1990



Source : Bloomberg

Mais alors pourquoi, depuis 2010, les cours du gaz en Amérique du Nord ne suivent plus cette règle simple respectée pourtant partout ailleurs ?

Premier constat : les Etats-Unis ont de l'énergie en abondance.

Les réserves de gaz naturel sont passées, outre atlantique, de 30 à 80 années, en à peine 10 ans. Or, s'il est en théorie possible de substituer le pétrole par du gaz moins cher et moins polluant, cela nécessite des investissements considérables. Pour cela, il faut remplacer toutes les centrales à charbon par des centrales à gaz, substituer toutes les voitures thermiques par des voitures électriques et construire des centrales de liquéfaction pour pouvoir exporter cette surabondance de gaz naturel à travers les océans. Cela ne se fait pas du jour au lendemain. Mais ne nous y trompons pas, ce mouvement est bien en cours et va probablement se poursuivre pendant plusieurs décennies.

Deuxième constat : ce phénomène de divergence des prix du gaz et du pétrole aux Etats-Unis s'auto-entretient.

En effet, à chaque baril de pétrole supplémentaire, produit aux US, est associé un co-produit : le gaz naturel. Ainsi, lorsque le cours du baril monte, les producteurs américains augmentent leur production et se retrouvent avec un surplus de gaz naturel dont ils ne savent quoi faire.

Inversement, lorsque le cours du pétrole baisse, parce que la croissance mondiale ralentit ou pour toutes autres raisons, les producteurs américains produisent moins de pétrole donc moins de gaz associé faisant ainsi remonter, momentanément, le cours de cette dernière source d'énergie.

Quel est le point commun entre ces 3 mystères ?

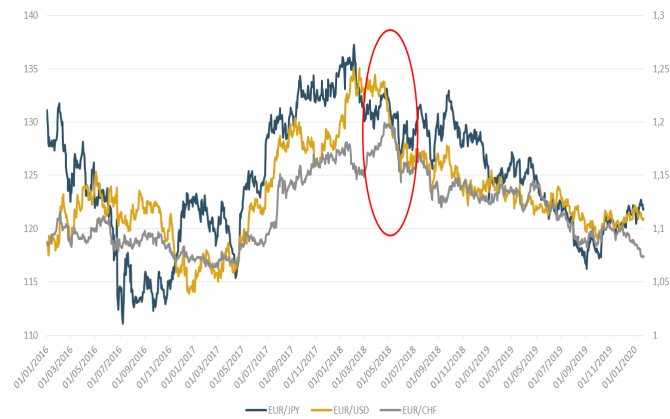
Les Etats-Unis semblent de plus en plus se couper du reste monde. Cela a très certainement aussi des répercussions commerciales (relation entre la Chine et les Etats-Unis), géopolitiques (retrait de troupes américaines du Moyen-Orient, augmentation des dépenses militaires chez les Alliés de l'OTAN) et font des Etats-Unis un pays-continent stable et sûr pour l'investisseur.

JUSQU'OU L'EURO GLISSERA-T-IL ?

Contrairement à ce que les marchés actions nous ont donné à voir en 2018 puis en 2019, à savoir deux années aux allures totalement opposées, le comportement de l'euro face aux autres grandes monnaies internationales n'a pas dévié de sa trajectoire. La monnaie unique poursuit son déclin. Que l'on observe son évolution face au dollar américain, au yen japonais ou au franc suisse, le constat est le même : **la devise européenne s'est dépréciée de 10% environ face à ces trois grandes monnaies en deux ans.**

Après avoir touché un point haut au premier trimestre 2018, l'Euro n'a eu de cesse de dévisser. **Où rechercher les causes de cette baisse ?**

Evolution de l'euro contre le yen, le franc suisse et le dollar du 01.01.2016 au 22.01.2020



Source : Bloomberg

Le bon sens pousse d'abord à regarder du côté des politiques monétaires. En effet, les Banques Centrales, de par leur action, peuvent influencer le cours des devises en augmentant ou en réduisant la masse monétaire en circulation. En pilotant les taux directeurs, les grands argentiers

sont, en effet, en mesure de renchérir ou de réduire le loyer de l'argent. Toutes choses égales par ailleurs, plus le coût de l'argent sera bas et plus les agents économiques – entreprises, ménages, Etats – seront incités à emprunter. Ces nouveaux emprunts viendront augmenter la masse monétaire en circulation et auront – a priori – pour effet mécanique de baisser la valeur de la devise face aux autres.

Cette construction logique ne se vérifie cependant plus depuis quelques années, suite à l'implémentation par les Banques Centrales de politiques monétaires dites non conventionnelles. Ainsi, tout au long de l'année 2017, et alors que les Etats-Unis avaient déjà pris le virage du resserrement monétaire, le dollar n'a fait que de se déprécier face à l'euro.

Evolution de l'euro-dollar face à l'évolution des taux directeurs de la Réserve Fédérale



Source : Bloomberg

Le graphique ci-dessus illustre ce mouvement. Alors que la Réserve Fédérale accélère la cadence de ses hausses de taux en 2017, le dollar, inversement, perd de sa valeur face à l'euro. Une inflexion est à noter à partir de mars 2018.

A cette date, l'euro entame un décrochage et la corrélation entre le cycle haussier des taux américains et la réappréciation du dollar se remet en place. Toutefois, ce décrochage de la monnaie unique s'observe contre les deux autres devises évoquées précédemment, ceci alors même que les argentiers suisses (BNS) et japonais (BoJ) mènent des politiques monétaires expansionnistes équivalentes à celles poursuivies par la BCE.

Une autre tentative d'appréhension de ce mouvement consisterait à observer les dynamiques de croissance. En effet, dans des économies ouvertes où les taux de change sont flottants et les politiques monétaires indépendantes, la devise a tendance à s'apprécier lorsque l'activité économique est robuste.

La pression forte de Donald Trump sur la Fed pour que celle-ci baisse ses taux et donc déprécie la devise face aux autres, par ricochet depuis deux ans, est une bonne illustration. Toutefois, cet argument est aujourd'hui totalement battu en brèche. En 2020, la croissance mondiale est attendue à 3,4%, celle des Etats-Unis à 2,1%, de la zone euro à 1,4% et celle du Japon à 0,5%. Or, alors même que la Banque Centrale Américaine a stoppé sa politique de resserrement monétaire depuis début 2019, le billet vert n'a cessé de remonter. Concomitamment, le Japon, qui affiche le taux de croissance le plus faible, voit également sa devise s'apprécier contre l'euro.

En revenant sur cette date de mars 2018, à partir de laquelle l'euro entame sa rechute, on trouve l'explication probable au reflux de l'euro face aux autres grandes devises internationales. Cette date correspond, en effet, à celle des élections législatives italiennes et à l'arrivée au gouvernement d'une coalition qui fut aussi improbable qu'éphémère entre la Ligue du Nord et le Mouvement 5 Etoiles.

Tout au long de leur court passage au Palais Chigi, les deux leaders de ces mouvements n'ont eu de cesse d'accabler Bruxelles de tous les maux dont souffre l'Italie, remettant en cause leur participation à la monnaie unique

et contestant la légitimité des institutions communautaires acquise grâce aux traités. Ils ont, ce faisant, contribué à saper la fragile crédibilité de Bruxelles d'une part mais aussi de la Banque Centrale Européenne de l'autre.

La plupart des Etats-membres connaît également des mouvements politiques qui assoient leur discours sur la critique de la monnaie unique et de l'Union Européenne en général.

Ces propos témoignent d'une zone monétaire asymétrique et inachevée. Aux Etats-Unis, une entreprise établie dans le Nebraska ou en Arizona pourra se financer à un taux équivalent au sein de la zone monétaire dollar. Il n'en va pas de même d'une entreprise néerlandaise, italienne ou grecque.

Dans une précédente lettre publiée début 2017, nous mettions déjà en exergue les faiblesses de la construction européenne et surtout de la monnaie unique. Nous basions notre réflexion sur l'ouvrage de Joseph Stiglitz *L'euro, comment la monnaie unique menace l'avenir de l'Europe*, publié fin 2016. Force est de constater trois ans plus tard, que peu de progrès ont été faits. Le premier ennemi de la monnaie unique, ce sont ses institutions politiques et monétaires. La faiblesse relative des marchés d'actions européens ces deux dernières années (+12.8% sur les exercices cumulés 2018 et 2019 pour l'Eurostoxx 50) face aux marchés américains (+32,90% en euros sur la même période pour le S&P 500) est une conséquence de cette défiance.

Les investisseurs internationaux et les agents à capacité d'épargne de manière générale demeurent méfiants face à une zone monétaire inachevée qui n'inspire pas confiance.

Christine Lagarde, qui vient de prendre les rênes de la BCE, aura fort à faire dans sa nouvelle mission : maintenir des conditions monétaires suffisamment souples pour soutenir l'activité économique tout en revalorisant la monnaie unique face aux grandes autres devises internationales en la rendant réellement crédible sur le long terme.

ZEUS ET JUPITER



Grèce

Pays	Sous-continent	Continent	Monde

- **Capital:** Athènes
- **Population:** 10.722.287
- **Surface:** 131.960 km²
- **Devise:** l'euro
- **Religion:** Majorité Christianisme
- **Appartient à:** CoE, Zone euro, EEE, FMI, OTAN, OCDE, ONU, OSCE, UE

Italie

Pays	Sous-continent	Continent	Monde

- **Capital:** Rome
- **Population:** 60.359.546
- **Surface:** 301.340 km²
- **Devise:** l'euro
- **Religion:** Majorité Christianisme
- **Appartient à:** CoE, Zone euro, EEE, G20, G8, FMI, OTAN, OCDE, ONU, OSCE, UE

	Année	Grèce	Italie
PIB annuel	2018	184 Mds €	1 765 Mds €
PIB / habitant	2018	17 220 €	29 200 €
Dettes totale (Mds €)	2018	334 721	2 380 306
Dettes (% PIB)	2018	181%	134%
Dettes / habitant (€)	2018	31 217	39 435
Déficit (% PIB)	2018	1,0%	-2,2%
Rating S&P*	-	BB-	BBB
Indice de corruption	-	45	52
Taux de chômage	-	16,6% (10/19)	9,7% (11/2019)
Salaire moyen	-	21 214 €	31 292 €
Taux obligations à 10 ans	15/01/2020	1,36%	1,36%
Balance commerciale (% PIB)	-	-11,16%	2,22%
Taux de fécondité	-	1,35	1,32
CO2 tonne / habitant	2018	0,27	0,16

*Rating S&P : pour comparaison

L'Allemagne, le Luxembourg et les Pays-Bas sont notées AAA

L'Autriche et la Finlande sont notées AA+

La France et la Belgique sont notées AA

La Grèce (B+), Chypre et le Portugal (BB+) sont les trois pays les moins bien notés de la zone euro.

Anomalie de marché ou les marchés sont-ils plus clairvoyants que ce que l'on ne pense ? C'est la question que l'on peut se poser en observant qu'à la fin de l'année 2019, les taux 10 ans italien et grec sont identiques. En effet depuis décembre 2019, l'Etat italien et l'Etat Grec empruntent à 10 ans au même taux !

Comment l'un des membres fondateurs de la zone euro et troisième puissance économique

de cette même zone derrière l'Allemagne et la France peut-il être jugé par les marchés comme aussi risqué qu'un pays qui, il y a moins de 10 ans était en quasi-faillite ?

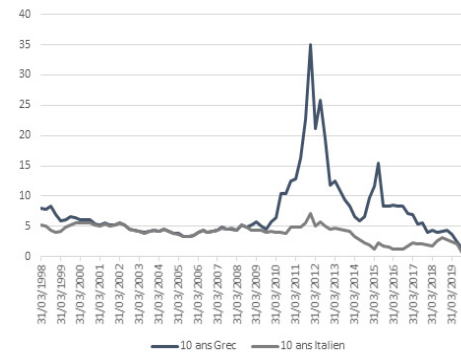
Et comment les investisseurs fortement échaudés en 2011 par le non remboursement par la Grèce de ses échéances, ont-ils pu souscrire aux nouvelles émissions obligataires de ce même émetteur ? Les investisseurs n'auraient-ils pas de mémoire ?

Ou disposent-ils d'une grande faculté d'oubli ? Un retour en arrière, les dernières données économiques ainsi que l'appréhension globale de l'environnement obligataire européen actuel nous aideront peut-être à répondre à la question.

Dès 2010, l'Union Européenne doit se mettre au chevet de la Grèce pour tenter de résoudre son problème d'endettement public colossal. Ainsi, plusieurs plans d'aide orchestrés par une triade institutionnelle appelée « Troika » qui comprend la Commission Européenne, la BCE et le FMI se succèdent pour un total de 380 milliards d'euros.

La défiance des marchés financiers sur lesquels, la Grèce ne peut plus se financer, s'est étendue aux autres « mauvais élèves de la zone euro » : Espagne, Portugal, Italie et Irlande, si bien que leurs notations attribuées par les agences de notation S&P, Moody's et Fitch ne cessent de baisser et leur taux d'emprunt d'atteindre des sommets fin 2011/début 2012 (14% pour le 10 ans irlandais, plus de 7% sur les 10 ans italien et espagnol et plus de 37% pour le 10 ans grec !)

Evolution des taux 10 ans grec et italien



Source : Bloomberg

Pour éviter une explosion de la zone euro, les autorités mettent en place dès mai 2010, un Fonds Européen de Stabilité Financière (FESF) doté de 440 milliards d'euros. En janvier 2011, suivra le Mécanisme Européen de Stabilité financière (MESF), abondé à hauteur de 60 milliards d'euros. Les deux seront finalement fusionnés en octobre 2012 sous le nom de Mécanisme Européen de Stabilité (MES), institution permanente capable de lever

700 milliards d'euros sur les marchés financiers afin d'aider, sous conditions, des États de la zone euro en difficulté et de participer à des sauvetages de banques privées pour essayer de limiter les taux d'intérêt de ces mêmes pays.

S'est ajouté à ces structures et à leur marge de manœuvre, un plan d'achats massifs d'obligations d'Etats et d'entreprises de premier ordre, par la BCE. Mais ces mêmes mécanismes, seront-ils capables de sauver de nouveau la zone euro en cas de fortes turbulences italiennes ? Pourront-ils faire face à un endettement dix fois plus élevé que celui de la Grèce et principalement détenu par les banques françaises et allemandes après les banques italiennes ?

En cas de crise, les besoins de financement italiens épuiseront les capacités du fonds de sauvetage dont dispose le mécanisme européen de stabilité en un an seulement...

En comparant les grands agrégats économiques de l'Italie et de la Grèce, on s'aperçoit de la différence de taille, et surtout d'enjeu, pour la zone euro : la Grèce représente moins de 2% du PIB de la zone euro alors que l'Italie en est un des piliers et représente, à elle seule, plus de 15 %.

Comparaison 10 ans italien et 10 ans grec



Source : Bloomberg

La mise en place de mécanismes européens et de plans d'austérité depuis 10 ans a permis la sortie de la Grèce du programme d'assistance financière, en août 2018, et son retour sur les marchés financiers. Sur la même période, une instabilité politique chronique n'a pas permis à l'Italie d'entreprendre les réformes nécessaires notamment à la réduction de ses déficits. **Ceci explique peut-être en partie l'évolution actuelle de la prime de risque des pays de Socrate et de Sénèque.**

INVESTIR SUR LES MARCHÉS ÉMÉRGENTS, MAIS LESQUELS ?

On doit à l'économiste néerlandais Antoine Van Agtmael, la création dans les années 1980 de l'appellation « émergents » pour désigner des pays qui comportent un PIB, par habitant, inférieur à celui des pays développés tout en connaissant une croissance économique rapide.

En 2001, l'économiste Jim O'Neill, de chez Goldman Sachs, donnera plus de précisions à ce groupe de pays en créant l'appellation **BRIC**, devenue ensuite **BRICS**, pour rassembler le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine et l'Afrique du Sud dans un groupe de pays qui enregistre une forte croissance et dont le poids dans l'économie mondiale augmente.

En 2008, l'écrivain très médiatisé outre-Atlantique, Fareed Zakaria, utilisait la formule « *The rise of the Rest* » pour un des titres de son best-seller *The Post-American World*. Pour l'auteur, il y a eu trois changements de pouvoir sur le grand échiquier mondial, le premier en faveur de l'Occident, pendant la Renaissance, le deuxième lors de l'avènement des Etats-Unis en tant que Superpuissance, après la deuxième Guerre Mondiale, et enfin le troisième pour l'essor des pays émergents qui met fin à la bipolarisation Europe/Etats-Unis du monde.

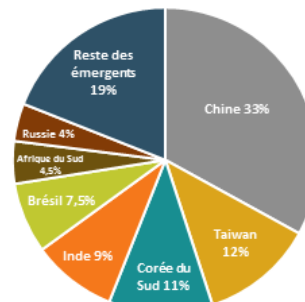
Le terme de pays émergents désignait, initialement, « les pays en développement offrant des opportunités pour les investisseurs » et cette question d'opportunité demeure toujours aussi complexe dans une économie plus mondialisée, tant elle ne dépend pas seulement du niveau de croissance économique, mais également de la stabilité de l'appareil économique dans son ensemble. Pour l'investisseur, il convient de s'émanciper de cette prétendue unité des pays émergents afin d'inspecter leurs différences et leurs similarités pour déterminer une opportunité d'investissement.

Investir sur les pays émergents de manière aveugle n'apporte pas le même rendement

Le principal indice actions qui mesure leurs performances boursières, le MSCI Emerging Markets, s'est apprécié de +21,7% en euro sur l'année 2019. Cette performance est partiellement biaisée par l'effet devise, mais elle révèle globalement une hétérogénéité de la zone. Pour rappel, la Chine représente 33% de l'indice, Taiwan 12%, la Corée du Sud 11%, l'Inde 9%, le Brésil 7,5%, l'Afrique du Sud 4,5%, la Russie 4%, viennent ensuite des pays avec des poids inférieurs tels que le Mexique, la Thaïlande, l'Indonésie.

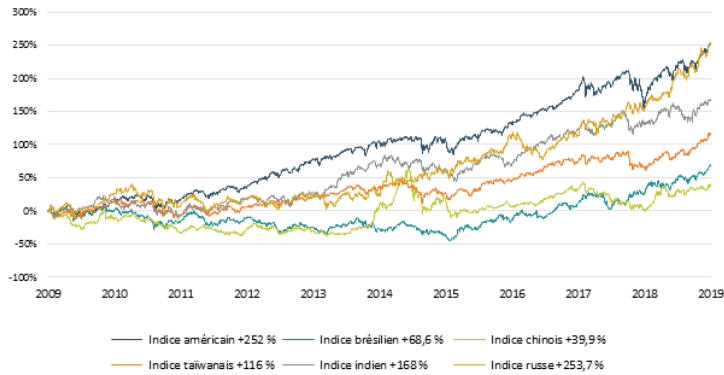
Les indices nationaux ont des performances disparates en devises locales. Sur 2019, l'indice chinois a progressé de +24,8% ; l'indice taiwanais de +30% ; l'indice sud-coréen de +8% ; l'indice indien de +14,3% ; l'indice brésilien de +30% et l'indice russe de +39%. Sur deux ans, les écarts sont encore plus importants avec un indice russe autour de +60% contre l'indice sud-coréen en recul de 11%. Il semble aujourd'hui compliqué, du point de vue de l'investisseur, de considérer ces pays comme une zone d'investissement homogène et cette situation est d'autant plus renforcée que ces pays ne sont pas équitablement impactés par les tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis.

Poids des pays dans le MSCI Emerging Markets



Source : Bloomberg

Performances des indices principaux dividendes réinvestis¹



Source : Bloomberg

Si les pays émergents enregistrent communément un retard en bourse par rapport aux pays développés, leurs performances économiques et boursières sont très hétérogènes.

Le poids des émergents dans la bourse mondiale est encore loin de refléter leur poids dans l'économie. **Les émergents représentent environ 50% du PIB de la planète mais seulement 12% de la capitalisation boursière mondiale**, d'après un récent travail de la London Business School. Les BRICS (Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud), seuls, représentent maintenant 26% du PIB mondial. Même si elles restent des zones de croissance fortes, les deux principales zones émergentes, l'Asie et l'Amérique du Sud, n'ont pas connu les mêmes performances économiques.

Depuis 1960, la croissance du PIB de l'Amérique Latine est de +3,5% par an quand elle est de +5,7% pour l'Asie de l'Est (excluant Chine), ce qui explique une multiplication du PIB latino-américain à prix constants de 7,6x contre 25.2x pour l'Asie de l'Est hors Chine. Depuis la crise de la dette des années 1980, l'Amérique du Sud n'a pas réussi à s'inscrire durablement dans un modèle de croissance qui favoriserait sa consommation domestique ou ses exportations et *in fine* son développement. Le développement

économique de la zone a connu une forte volatilité, au cours des décennies, et a souffert du manque de réformes structurelles dans des domaines tels que la fiscalité, l'éducation, la corruption, le travail informel, la protection des investisseurs et un plan d'infrastructures ambitieux.

Si le manque d'institutions dans cette région ne condamne pas tout investissement, il contribue fortement à la faiblesse de la visibilité sur ses marchés finaux et accentue le risque.

La Chine et l'Asie, en général, font face à des enjeux économiques différents. La première doit piloter des avancées sociales à sa population afin de faire baisser le niveau d'épargne et de développer la consommation domestique.

Ce nouveau modèle de croissance chinois intègre la hausse des salaires mais devra engendrer une réforme de son système bancaire afin de moins concentrer le financement sur les entreprises publiques, au détriment des PME. L'endettement excessif et opaque, notamment des provinces, la corruption dans certains cas et les enjeux environnementaux constituent des défis certains pour le parti communiste chinois. L'Inde doit réformer son pays tout en considérant sa diversité ethnique, religieuse et linguistique et doit s'attaquer à l'aggravation des inégalités de richesse pour que sa forte croissance démographique ne devienne pas

¹ Indice américain : S&P500 ; indice brésilien : Ibovespa ; indice chinois : CSI 300 ; indice taiwanais : TAIIEX ; indice indien : Nifty 50 ; indice russe : MOEX

une bombe à retardement. Les nouveaux Tigres asiatiques – Vietnam, Philippines, Thaïlande et Malaisie – enregistrent des niveaux de croissance comparables avec la Chine (hors Thaïlande) et sont dépendants d'un fort niveau d'investissement, largement financé par des importations de capitaux étrangers, et d'un niveau d'exportations vers la Chine assez important. La consommation intérieure est cependant moins en retard (aux Philippines, elle représente 70% du PIB contre 35% en Chine) mais la partie compétitive de leur économie reste peu diversifiée. Ces pays ne sont donc pas à l'abri d'un essoufflement de leurs économies, comme le connaît la Thaïlande depuis 2013 avec des niveaux de croissance autour de +2.5-3%.

Non seulement les performances économiques sont disparates, mais il semble très difficile d'identifier un modèle de développement de référence parmi les pays émergents : un modèle qui permettrait d'avoir une forte visibilité dans l'amélioration des fondamentaux économiques. Chaque zone doit faire face à des enjeux économiques assez distincts. Même le modèle chinois, le plus en avance et le plus prometteur, est confronté à de multiples défis internes.

La population brésilienne aurait une croissance de +0,8% sur 2018 alors que celle de la Chine progresserait deux fois moins vite d'après la Banque Mondiale.

Pour l'Inde et l'Indonésie, les chiffres sont supérieurs à +1% et pour l'Afrique du Sud, il est même au-dessus de +1,5%.

Ces rapports, de un à trois, dans les différences de croissance démographique engendrent des pyramides des âges différentes. De même, le coût du travail et les avancées sociales ne progressent pas de manière similaire. **Ces éléments ne sont pas inédits mais les écarts entre pays s'aggravent.**

Les risques liés à leurs modèles de croissance ne dépendent pas des mêmes composantes, pour n'en citer que quelques-unes : la Chine et l'Inde ont des balances commerciales excédentaires

qui nécessitent des besoins importants en matières premières et une demande soutenue des exportations quand l'Afrique du Sud et le Brésil sont davantage dépendants des capitaux étrangers pour soutenir leur croissance économique.

Chaque région possède ses propres caractéristiques structurelles et, à cette complexité, s'ajoutent des conjonctures économiques propres à chaque pays.

L'hétérogénéité des émergents réside également au sein même de leurs territoires. En Chine, la population littorale atteint un niveau de richesse comparable aux pays développés et concentre 62% du PIB.

La classe moyenne devient propriétaire de sa résidence principale, elle paie via WeChat et constitue un des plus gros marchés de la planète pour les entreprises. En se mélangeant avec les millionnaires rouges, ils constituent les principaux consommateurs de produits de luxe et représentent le plus grand nombre de touristes à travers le monde.

La mégapole chinoise a permis l'essor de multinationales telles que Tencent, Alibaba, Huawei ou encore Baidu. A l'inverse, l'autre moitié de la population demeure encore à la marge du décollage de l'Empire du Milieu, ces zones majoritairement rurales, ont un besoin significatif en infrastructures et ne sont pas encore rentrées dans la mondialisation.

L'écart de richesse entre les deux parties se creuse et elles ont toutes les deux des revendications démocratiques. Hong Kong en est le symbole pour la zone la plus mondialisée, l'assouplissement du Hukou, ce permis de résidence et de circulation au sein du territoire chinois, a été déterminant pour les travailleurs pauvres, souvent issus de milieux ruraux.

Ces diversités se reflètent dans les niveaux de valorisation des marchés émergents, pour 2020 les investisseurs n'auront pas les mêmes attentes.

Le Price Earning Ratio² médian pour l'année N+1 est supérieur à 15x pour la bourse indienne

² Ratio qui divise la valeur boursière d'une entreprise par ses profits. Le PER est destiné à évaluer la cherté d'une action.

quand celui de la Russie est légèrement au-dessus de 5x, la bourse chinoise est valorisée environ 18x et la bourse brésilienne 16x.

Ces niveaux de valorisation reflètent des conjonctures bien différentes. La santé boursière de l'indice indien dépendra des mesures de relance budgétaire, fiscales et d'investissement public. La Banque Centrale dispose de peu de marge de manœuvre compte tenu d'une inflation supérieure à sa cible. Le marché brésilien est revenu sur des niveaux de valorisation élevés mais les investisseurs seront attentifs au programme de réformes engagé par le gouvernement. Le marché russe reste très lié aux prix des matières premières, notamment du gaz et du pétrole. Les valeurs chinoises dépendantes de la consommation domestique profitent d'un marché final en croissance, soutenu par l'action gouvernementale.

A l'inverse, un grand nombre d'entreprises chinoises sont dépendantes de la résolution de la guerre commerciale avec les Etats-Unis. Les pays asiatiques impliqués dans la filière exportatrice chinoise offrent un potentiel de hausse certain, en cas de résolution du conflit, mais la visibilité à court terme reste faible.

En termes d'investissement, l'heure est à la sélectivité sur la zone émergente. L'essor brésilien est une promesse donnée depuis plus de quarante ans, pourtant le pays n'a pas été un long fleuve tranquille pour les investisseurs. L'appellation de pays émergents,

popularisée par la sphère économique, semble quelque peu obsolète.

En tant qu'investisseur long terme, il est cohérent d'investir dans ces pays pour profiter d'une croissance économique forte mais appréhender cette hétérogénéité revient à poser la question de la visibilité et de la pérennité de cette croissance.

Le poids des émergents dans l'économie mondiale est en constante progression mais nous impose une rigueur supplémentaire dans l'analyse et la sélectivité des opportunités d'investissement.

Investir dans des entreprises européennes et américaines telles que LVMH, Nike ou L'Oréal, qui tirent profit de cette croissance, est également une approche cohérente et génératrice de performance. La mondialisation des économies et du capital ont révélé que la croissance économique n'était pas, seule, une condition suffisante pour évaluer une opportunité d'investissement dans le monde émergent.

A l'aspect de rattrapage de ces économies doit s'ajouter une réelle progression des aspects sociaux, un gain de productivité et une stabilité des institutions pour justifier les investissements.

Enfin, il semble hautement probable que les émergents seront communément et de manière inédite confrontés aux défis démocratique et environnemental qui accompagnent naturellement le processus de développement.

Poids des actions par zone géographique dans le MSCI World All Countries



Sources : MSCI, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

L'ARGENT VOUS INTERESSE !

Prendre pour argent comptant

Expression du XVI^{ème} siècle : de prendre pour argent comptant. A l'époque, le règlement des marchandises en espèces rendait le contrat parfait après comptage de l'argent. Par extension, cela signifie faire trop facilement confiance aux discours ou aux promesses d'autrui considérant qu'il n'y a pas lieu de vérifier.

L'argent n'a pas d'odeur

Cette expression fait référence à l'empereur Romain Vespasien qui avait mis en place des toilettes publiques payantes. Alors que son fils Titus lui rapportait des propos désobligeants de la population sur cette taxe, l'empereur lui tendit une pièce pour lui faire remarquer qu'elle n'avait pas d'odeur et donc qu'on ne pouvait pas l'attribuer à cette taxe. Cette expression signifie aujourd'hui qu'on ne peut pas forcément expliquer l'origine de la fortune d'un individu.

Etre né avec une cuillère d'argent dans la bouche / *Born with a silver spoon in his mouth*

L'expression apparaît au XVIII^{ème} siècle en Angleterre, aux Etats-Unis et en France. Si les cuillères ont d'abord été en bois, puis en étain, dans les familles riches il était de tradition que le parrain offre à son filleul une cuillère en argent à l'occasion de son baptême. Ce signe laissait espérer que le bébé n'aurait probablement pas de souci financier dans le futur.

Vouloir le beurre, l'argent du beurre, le sourire de la fermière et les remerciements du fermier

Expression rencontrée à la fin du XIX^{ème} siècle. Le bon sens paysan veut qu'on ne puisse, honnêtement, vendre le beurre qu'on vient de fabriquer, garder l'argent et aussi le beurre. C'est vouloir le beurre et l'argent du beurre. Elle s'applique aujourd'hui à tous les comportements où l'on veut tout sans contrepartie et où on veut gagner sur tous les plans.

Jeter l'argent par les fenêtres

Cela remonte au moyen-âge où l'on jetait facilement tout ce dont on n'avait pas besoin par la fenêtre en l'absence d'égouts. On jetait également des pièces aux troubadours ou aux demandeurs d'aumônes. Aujourd'hui, par extension, on applique cette expression aux personnes extrêmement dépensières.

Point d'argent, point de suisse

Il faut remonter au XV^{ème} et XVI^{ème}, à l'époque où la Suisse n'entretenait pas de troupes sur le pied de paix, et autorisait ses jeunes soldats à se mettre au service des puissances étrangères. Ces compagnies négociaient une solde et il leur est arrivé parfois d'exiger cette solde au moment de la bataille menaçant de s'éloigner si on ne leur donnait pas satisfaction sur le champ. La France sous Charles VII, Louis XII et François 1^{er} perdit des batailles pour cette raison. Expression aujourd'hui utilisée pour avoir un règlement comptant.

La parole est d'argent, le silence est d'or

C'est dans le Talmud (V^{ème} siècle), un des textes fondamentaux du judaïsme rabbinique, que l'on trouve l'origine de ce proverbe. Mieux vaut parfois se taire que parler. On dit aussi qu'il faut tourner sept fois sa langue dans sa bouche avant de parler. Cette citation est aujourd'hui très controversée par les utilisateurs des réseaux sociaux !

Rouler sur l'or / *Im geld schwimmen*

L'origine remonte au XVII^{ème} siècle et serait l'altération d'une expression où rouler signifiait littéralement rouler d'un côté et de l'autre. Elle faisait allusion à celui qui était riche au point de disposer d'un stock tellement important d'or qu'il pouvait en faire un matelas confortable pour s'y rouler à son aise. Aujourd'hui elle signifie être très riche.



Retrouvez toute l'actualité de Dubly Transatlantique Gestion sur LinkedIn !

► NOTRE GAMME DE FONDS - PERFORMANCES EN %

	2020	2019	2018	2017	2016
Brongniart Varifonds ¹ Euro MTS 3-5 ans	0,66 0,69	2,27 2,47	-0,99 -0,37	0,13 0,16	1,72 1,46
Cipec Obligations ¹ Bloomberg Barclays Series E Euro Govt 1-3Y	0,17 0,11	1,43 0,67	-1,54 -0,27	2,45 -0,42	-0,90 0,32
Liberté Oblige ² Bloomberg Barclays Series E Euro Govt 1-3Y	0,06 0,11	0,79 -	-0,63 -	-0,27 -	0,29 -
Brongniart Patrimoine (C) ¹ Eonia capitalisé + 1,90%	1,36 0,12	5,06 1,12	-5,52 -0,21	4,43 5,20	-2,67 5,17
Brongniart Rendement ¹ 80% MSCI EMU Large Cap (dividendes réinvestis) + 20% Eonia	0,98 -1,53	15,14 12,50	-12,01 -9,79	10,39 9,15	-4,80 3,72
Cipec International Dynamique ¹ 70% MSCI World en € + 30% EONIA Capitalisé	1,54 0,46	20,83 14,62	-7,38 -2,99	6,73 5,14	-3,83 7,40
Brongniart Monde ¹ MSCI World en € (dividendes réinvestis)	2,60 0,67	26,72 21,00	-7,64 -4,11	8,08 7,51	0,77 10,73
Liberté Amériq ² S&P 500 Net TR (dividendes réinvestis)	3,46 1,28	23,42 25,64	-1,21 0,37	3,97 5,64	5,31 14,73
Euromutuel Brongniart Valeurs Européennes ¹ 70% Eurostoxx 50 + 30% CAC 40	-0,32 -1,90	9,92 15,85	-21,98 -13,33	5,86 8,50	-5,62 0,83
Liberté 50 ² MSCI Daily TR Gross World (dividendes réinvestis)	2,52 0,73	20,51 22,48	-1,30 -3,64	6,88 7,10	4,67 10,98
Brongniart Avenir ¹ MSCI EMU Mid Cap (dividendes réinvestis)	0,05 -0,99	16,48 16,74	-18,31 -14,94	18,62 17,51	-9,09 5,03
Liberté Santé ² MSCI Daily TR World Gross Health Care (dividendes réinvestis)	-1,04 -0,09	10,50 13,99	-1,15 8,17	-1,71 4,86	-7,30 -3,91
Liberté Euro PEA ² Stoxx 50 Gross Return (dividendes réinvestis)	-1,50 -1,13	16,86 18,21	-5,14 -9,60	11,56 10,11	0,86 0,76

Source Dubly Transatlantique Gestion au 31 janvier 2020.

¹ Indice de référence - ² Indice de comparaison

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Investir dans un OPCVM comporte des risques, notamment de ne pas récupérer les sommes investies. Retrouvez toutes les informations sur nos fonds sur www.banquetransatlantique.com

DUBLY
TRANSATLANTIQUE

GESTION

Dubly Transatlantique Gestion - Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'AMF - SA au capital de 15 294 400 euros - 50 boulevard de la Liberté B.P. 1084 - 59012 Lille Cedex.T +33 3 28 36 14 36. Nancy - 62 rue Stanislas B.P. 425 - 54001 Nancy Cedex.T +33 3 83 17 32 32 ; Paris - 26, avenue Franklin Delano Roosevelt - 75372 Paris Cedex 08 - T +33 1 56 88 76 00 ; Strasbourg - 42 Route de Bischwiller - 67300 Schiltigheim - RCS Lille ; 352 220 313 - N°TVA intracommunautaire FR 84 352 220 313 - Pour toute demande sur la bonne exécution du contrat ou réclamation d'un consommateur : 09 69 32 06 06 (appel non surtaxé) - Médiateur du CIC : 63 chemin Antoine Pardon 69160 Tassin la Demi Lune - www.lemediateur-cic.fr - Teneur de compte conservateur : Banque Transatlantique - Groupe Banque Transatlantique. Source : Dubly Transatlantique Gestion à défaut d'autres indications. Document d'information non contractuel. Pour plus d'information veuillez vous référer à la documentation légale, DICI, note détaillée, règlement ou statuts disponibles en français sur le site www.banquetransatlantique.com. Les informations contenues dans ce document ne constituent en aucune façon un conseil en investissement et leur consultation est effectuée sous votre entière responsabilité.