

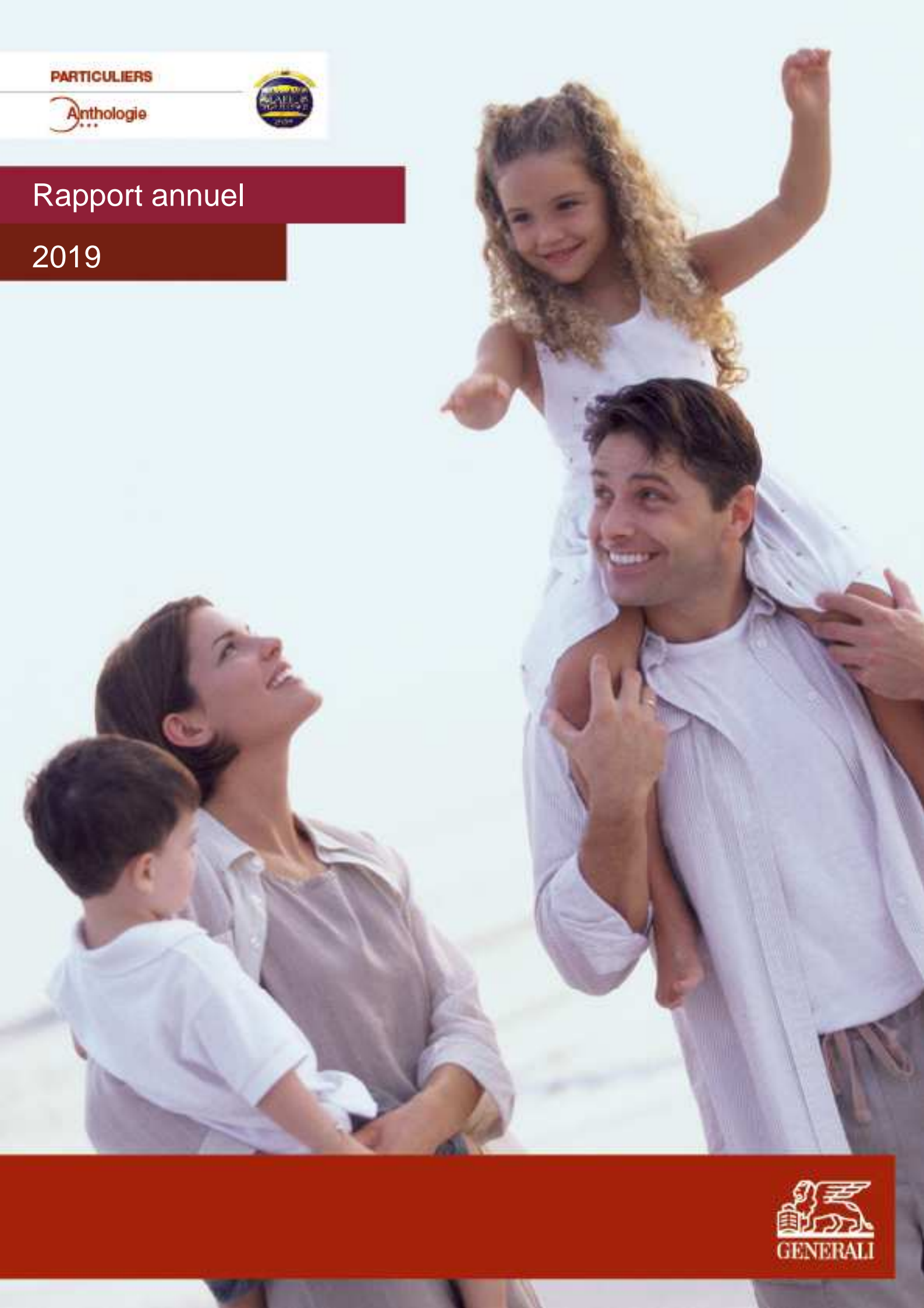
PARTICULIERS

Anthologie



Rapport annuel

2019



GENERALI

1. L'environnement économique et financier 2019

Les tensions commerciales de plus en plus vives entre la Chine et les États-Unis et les inquiétudes persistantes quant à un Brexit sans accord ont pesé sur l'activité mondiale durant la majeure partie de l'année 2019. Les nouveaux droits de douane annoncés en mai et en août ont miné le commerce bilatéral entre la Chine et les États-Unis et ont pesé sur les chaînes d'approvisionnement du monde entier, et sur les relations internationales de manière plus générale. Le taux de croissance annuel du volume mondial des biens échangés est passé en territoire négatif à la fin de l'été, se repliant à -2 % en rythme annuel en octobre. L'activité manufacturière mondiale a été le plus durement touchée. Le taux de croissance annuel de la production industrielle chinoise s'est replié à son plus bas niveau depuis 17 ans durant l'été, tandis que la production industrielle s'est contractée dans la zone euro tout au long de l'année.

À l'automne, les incertitudes commerciales ont commencé à s'atténuer et le Royaume-Uni est parvenu à éviter une sortie de l'Union européenne sans accord le 31 octobre, dans un contexte marqué par ailleurs par la perspective de plus en plus probable d'un accord commercial provisoire entre les États-Unis à la Chine.

Les grandes économies sont encore protégées par la résilience de leur marché de l'emploi. Le maintien du taux d'emploi et la hausse des salaires (en particulier aux États-Unis) soutiennent en effet la vigueur de la consommation. Les indicateurs globalement solides du secteur tertiaire, qui représente la majeure partie des économies développées, reflètent également cette tendance.

La dégradation des perspectives économiques et la recrudescence des risques liés à la guerre commerciale et à la révision à la baisse des prévisions d'inflation ont déclenché un revirement à 180° des politiques monétaires des grandes banques centrales en 2019, comme en atteste l'inversion du cycle de normalisation de la Fed. Dans les régions émergentes, de nombreuses banques centrales (Chine, Brésil, Russie, Turquie et Afrique du Sud, par exemple) ont par ailleurs assoupli leurs politiques monétaires pour faire face aux difficultés économiques de plus en plus fortes aux quatre coins du monde.

Zone euro

L'activité économique dans la zone euro a fléchi durant la majeure partie de l'année, mais elle a montré des signes de stabilisation au dernier trimestre. La principale entrave provient du secteur manufacturier, très sensible aux exportations, qui a fortement pâti d'une conjoncture morose et des incertitudes de plus en plus fortes. Les inquiétudes liées à la guerre commerciale sino-américaine et la perspective d'un Brexit brutal, avec le lot d'incertitudes que cela entraînerait, expliquent en grande partie ce ralentissement. Le secteur manufacturier est entré en récession et la production a, selon toute vraisemblance, reculé de 1,5 % en 2019. Cela étant, la vigueur de l'activité à l'intérieur de la zone a permis d'atténuer l'impact du ralentissement de l'activité mondiale et a permis au vieux continent d'éviter une récession. Pour autant, l'activité économique de la zone euro a également pâti du ralentissement de l'économie mondiale. Les prévisions liées à la production ont également été révisées nettement à la baisse, ce qui a pesé sur l'investissement. En outre, la croissance du taux d'emploi a ralenti, ce qui a entravé la reprise dans la région. Le taux de croissance de la production globale est passé de 1,9 % en 2018 à 1,2 % en 2019, selon toute vraisemblance.

L'inflation globale a progressé de 1,2 % en moyenne en rythme annuel en 2019. C'est 50 pb de moins que la moyenne de l'année précédente et cela reflète à la fois le ralentissement de l'économie et l'atténuation de l'effet de base lié aux prix de l'énergie. Après la fin de son programme de rachats d'actifs fin 2018, la BCE conformément au discours de son président Mario Draghi à Sintra s'est engagée sur des mesures plus audacieuses. Le taux de dépôt a été abaissé de 10 pb (-0,50%), le Quantitative Easing a redémarré en novembre avec un volume mensuel de 20 milliards d'euros et les conditions du programme de refinancement à long terme (TLTRO) ont été assouplies. Plus important encore, les deux premières mesures ne seront déployées que lorsque les perspectives de l'inflation sous-jacente s'amélioreront de manière durable. En conditionnant sa politique à l'évolution de l'inflation, la BCE s'engage à soutenir l'inflation et à mener une politique ultra accommodante dans les prochains mois.

Etats-Unis

Le PIB a progressé de 2,1 % en rythme annualisé au troisième trimestre 2019, une croissance plus lente qu'au premier semestre, mais toujours supérieure au taux tendanciel. La consommation résiste bien grâce à la vigueur du marché de l'emploi (le taux de chômage ressortait à 3,5 % au quatrième trimestre, soit son plus bas niveau depuis 50 ans) et la faible inflation a soutenu les salaires réels. Les dépenses d'investissement sont restées faibles, pâtissant de l'incertitude entourant la politique commerciale du gouvernement américain et de l'érosion de la rentabilité des entreprises, malgré des conditions de financement particulièrement favorables. Le fort endettement des entreprises reste un sujet de préoccupation mais l'extrême faiblesse des taux d'intérêt permet d'alléger le poids de la dette.

Les derniers mois de l'année 2019 ont été marqués par une actualité plus encourageante sur le front du commerce mondial puisque la Chine et les États-Unis sont parvenus à un accord a minima, ce qui a incité le gouvernement américain à réduire certains droits de douane. Pour autant, les deux pays doivent encore trouver un compromis sur les différences stratégiques importantes qui les opposent en ce qui concerne leur politique respective relative aux technologies. Les négociations s'annoncent houleuses. Cela n'aidera pas à dissiper les incertitudes à court terme. En octobre, la Fed a abaissé ses taux d'intérêt pour la troisième fois de l'année. Le président de la Fed, Jerome Powell, a déclaré que la banque centrale américaine n'interviendrait pas à court terme car les risques d'un ralentissement de l'économie ont diminué et que la situation du marché de l'emploi est satisfaisante. Cela étant, le taux d'inflation sous-jacente s'est une

fois de plus révélé inférieur à l'objectif de 2 % fixé par la Fed et les prévisions d'inflation calculées à partir des prix des actifs restent faibles.

Marchés émergents

Le conflit commercial sino-américain a eu des répercussions sur les marchés émergents et a pesé sur la production manufacturière. La production industrielle a continué à se contracter en Asie, tout comme la croissance des PIB. La hausse des prix à la consommation a ralenti, à l'exception de certaines denrées alimentaires. Enfin, le revirement de la Fed en matière de politique monétaire a permis à la quasi-totalité des pays d'Asie d'abaisser leurs taux directeurs. En Amérique latine, l'Argentine est une nouvelle fois engluée dans une crise de la dette. En août, le pays a imposé des contrôles sur les capitaux et annoncé une restructuration de sa dette. Cette décision implique des défis considérables pour le gouvernement du nouveau président, Alberto Fernández. Le PIB a continué à se contracter, quoiqu'à un rythme moins rapide qu'auparavant et l'inflation reste très forte. Face au ralentissement de l'économie mondiale, les exportations brésiliennes ont également baissé, tout comme la production industrielle du pays. Le taux de croissance du PIB est cependant resté stable et l'inflation a pu être maîtrisée. La banque centrale a elle aussi abaissé son taux directeur. Le Mexique a suivi l'exemple, la croissance de son PIB ayant tendance à stagner, tandis que l'inflation a ralenti. En Turquie, le PIB a légèrement progressé au troisième trimestre alors que l'inflation a ralenti tout au long de l'année. Enfin, en Russie, dans un contexte de resserrement de la politique monétaire et de la politique budgétaire, l'inflation a commencé à ralentir, alors que le PIB a légèrement progressé au troisième trimestre.

Evolution des principaux indices de marché en 2019

TAUX	3 mois	10 ans			
	USA	USA	Japon	France	Allemagne
31/12/2018	2,81%	2,69%	-0,01%	0,71%	0,24%
31/12/2019	1,91%	1,92%	-0,02%	0,12%	-0,19%
Variation (En point de base)	-90 bps	-77 bps	-2 bps	-59 bps	-43 bps

ACTIONS	S&P 500	Nikkei 225	CAC 40	Dax 30	EuroStoxx 50
31/12/2018	2 506,85	20 014,77	4 730,69	10 558,96	3 001,42
31/12/2019	3 230,78	23 656,62	5 978,06	13 249,01	3 745,15
Variation (En %)	28,88%	18,20%	26,37%	25,48%	24,78%

DEVICES	EUR/USD	USD/JPY	EUR/JPY
31/12/2018	1,15	109,69	125,65
31/12/2019	1,12	108,61	121,82
Variation (En %)	-2,22%	-0,98%	-3,05%

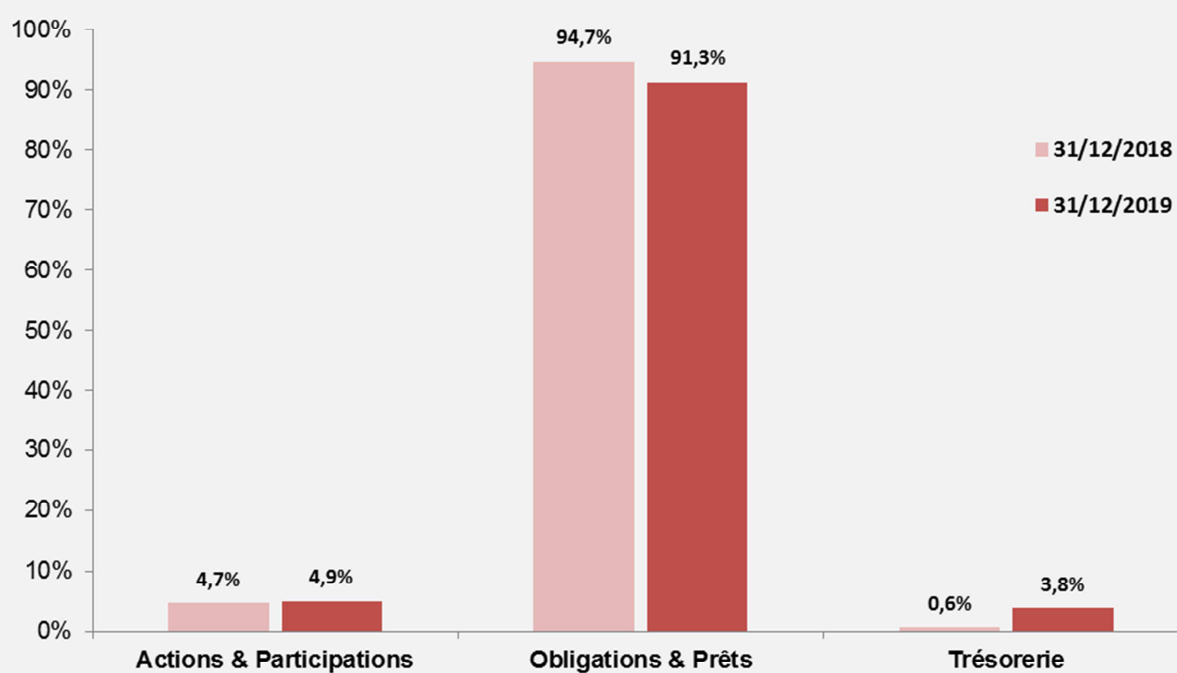
Source : Bloomberg

2. Notre politique d'investissement

Encours sous gestion au 31/12/2019

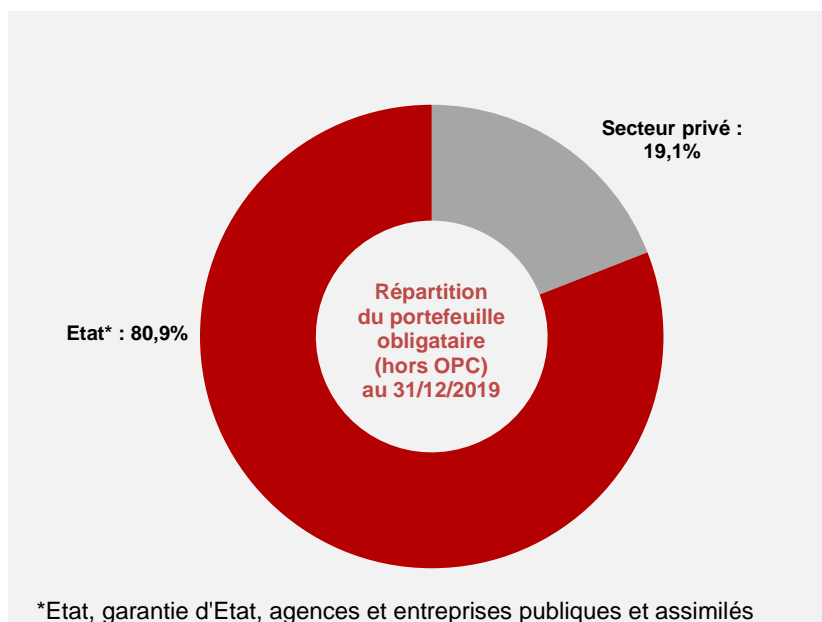
106,4 millions d'euros (valeur boursière)

EVOLUTION DE L'ALLOCATION D'ACTIFS

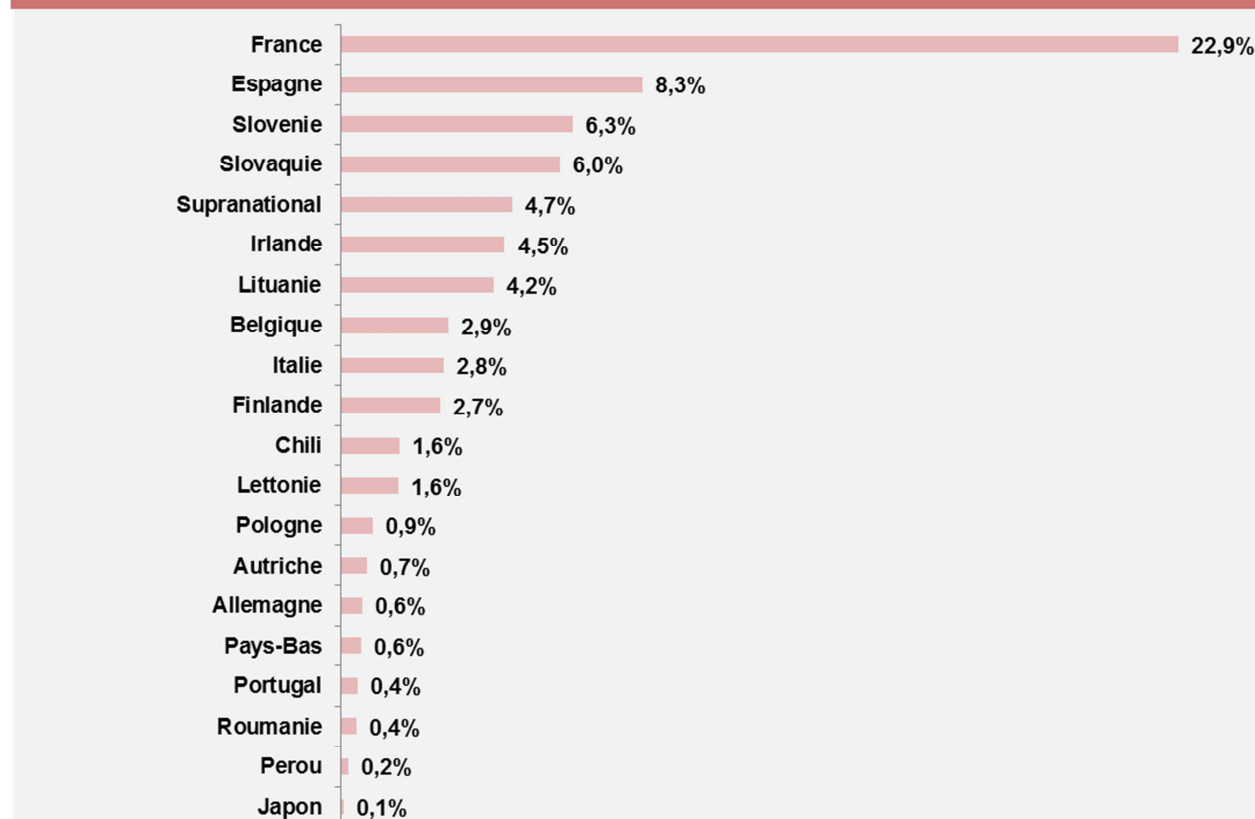


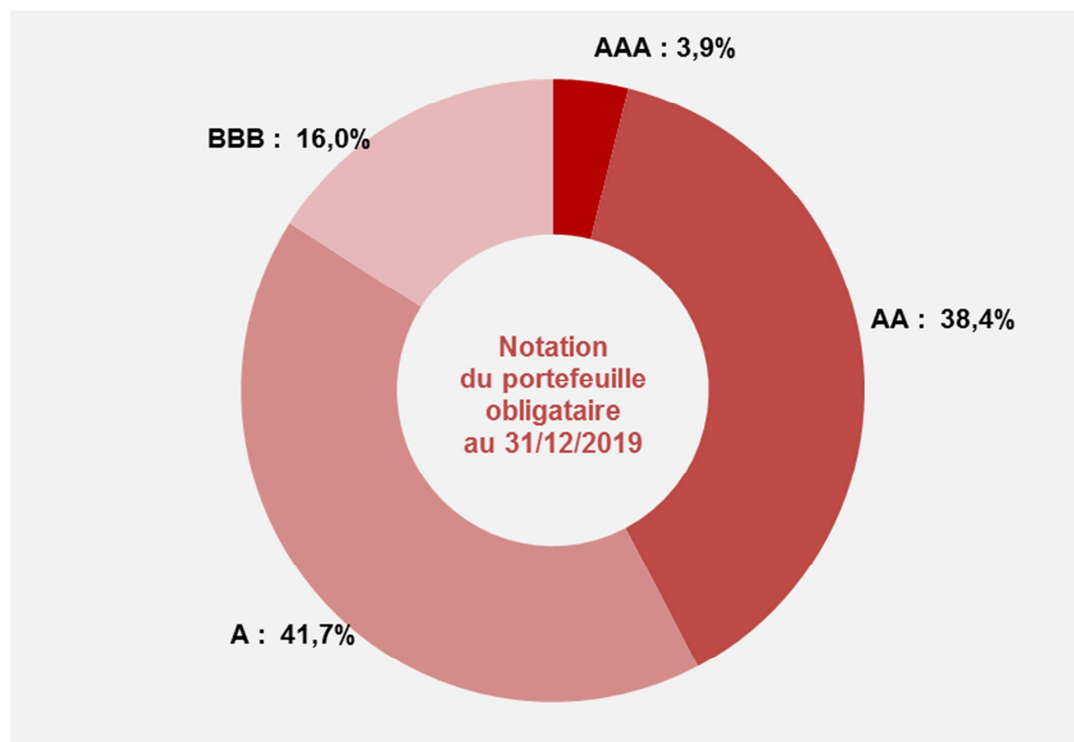
Les principales lignes du portefeuille obligataire (hors OPCVM) au 31/12/2019

OBLIGATIONS
REP OF SLOVENIA 1 1/2 03/25/35
SLOVAKIA GOVT 3 5/8 01/16/29
FRANCE O.A.T. 2 3/4 10/25/27
FRTR FUNG STRIP 0 05/25/66
SPGB4.25 16-PRIN 0 10/31/46
FINNISH GOV'T 2 5/8 07/04/42
FRTR FUNG STRIP 0 04/25/55
LITHUANIA 2 1/8 10/22/35
IRISH GOVT 1.7 05/15/37
VERIZON COMM INC 2 7/8 01/15/38

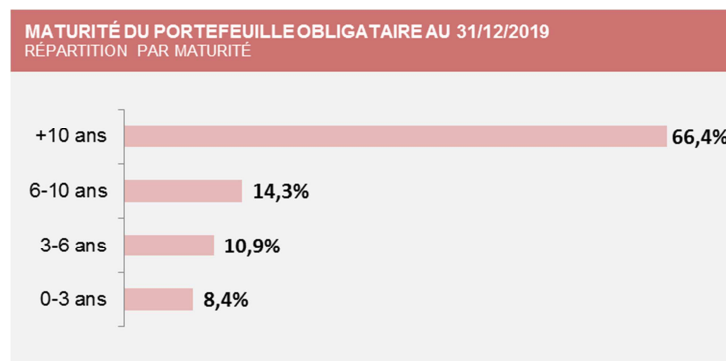


RÉPARTITION GÉOGRAPHIQUE DES EMPRUNTS D'ÉTATS ET DES GARANTIES D'ÉTAT (HORS OPC TAUX ET DÉRIVÉS) EN % DU TOTAL D'ACTIFS





La notation moyenne du portefeuille ressort à **A**



DURATION* DU PORTEFEUILLE OBLIGATAIRE

Duration au 31/12/2018	12,9
Duration au 31/12/2019	14,9

* Effective duration hors trésorerie