

# LE POINT SUR L'ANNÉE ÉCOULÉE ET LES PERSPECTIVES 2019

2 janvier 2019 / Auteurs >>> **Florian D'AGOSTINI - Dominique MARCHESE - Jean Philippe VANDERBORGHT**, Analysts & Fund Managers

## 2018 DANS LE RÉTROVISEUR

Comment ne pas débiter cette revue de l'année boursière 2018 en mentionnant la guerre commerciale qui aura définitivement mis à rude épreuve les nerfs des investisseurs ? Dans un combat de coqs entre Etats-Unis et Chine, les coups ont volé dans tous les sens emportant dans leur sillage de nombreuses classes d'actifs. Malheureusement, d'autres sujets d'ordre économique, politique et géopolitique particulièrement virulents cette année n'ont pas aidé à restaurer la confiance des investisseurs.

En ce qui concerne l'économie mondiale, nous avons souligné l'année passée une dynamique globale retrouvée. En 2018, en analysant les chiffres bruts, le PIB mondial en volume s'est inscrit en hausse de 3.7%, ce qui est légèrement supérieur à 2017 (+3.6%). Cela étant, la différence notable par rapport à l'exercice précédent est que l'on constate une disparité importante des dynamiques de croissance. Aux Etats-Unis, l'économie continue de tourner à plein régime (+2.9%) et l'emploi se porte à merveille. En Europe, le tableau est bien différent puisque les indicateurs d'activité, à commencer par les enquêtes de sentiment dans l'industrie manufacturière, n'ont cessé de s'effriter. Conséquence de ce marasme ambiant, les prévisions de croissance pour la zone euro sont passées de 2.4% à 1.9% entre mars et décembre. De l'autre côté du globe, les économies émergentes ont également souffert à l'image de la Chine, coincée entre le plafonnement de la consommation domestique et la menace de guerre commerciale. Que dire des pays d'Amérique Latine ou de la Turquie, qui ont vu leurs devises s'effondrer au cours de l'année, relançant les débats sur leur stabilité économique à moyen terme ?

Dans cet environnement plus pesant, les banques centrales tentent de gérer au mieux la normalisation des politiques monétaires. La Fed continue d'augmenter graduellement ses taux directeurs (aujourd'hui entre 2.25% et 2.50%) même si certaines craintes de resserrement plus rapide ont ponctuellement agité les marchés financiers. En Europe, Mario Draghi a annoncé la fin du programme d'achat de titres, première étape de sa stratégie de sortie. Cela étant, la présence de la BCE sur le marché de la dette n'est pas totalement terminée puisque les titres détenus au bilan et arrivant à maturité seront réinvestis. L'Europe reste coincée dans une politique monétaire ultra-accommodante dont elle semble avoir structurellement besoin.

Sur les marchés boursiers, 2018 a été très difficile pour l'ensemble des zones géographiques puisqu'aucun indice majeur ne génère une performance positive (en devise locale). Même les valeurs technologiques, très en verve en première partie d'année, ont été très chahutées au second semestre, coincées entre scandales de vols de données (réseaux sociaux) et guidance rabaissée pour certains mastodontes (Amazon, Alphabet). C'est d'ailleurs sectoriellement que les déceptions sont les plus fortes, à commencer par l'automobile, qui a souffert de craintes sur le cycle économique, la guerre commerciale mais également l'évolution de la réglementation (nouvelles normes WLTP). Que dire des sociétés spécialisées dans les semi-conducteurs, mises sous pression par une baisse de la demande et une surcapacité dans les mémoires. Enfin, alors que les cours du brut avaient été particulièrement porteurs sur une bonne partie de l'année, l'or noir s'est effondré à partir du point haut d'octobre, conséquence d'un excédent d'offre globale mais également de craintes d'un ralentissement de la demande. La réunion de l'OPEP fin novembre devait apaiser ces craintes mais n'a eu d'effets qu'à très court terme, le schiste US remettant de l'huile sur le feu. In fine, à l'heure de dresser le bilan chiffré de l'année, l'Europe clôture fortement dans le rouge (Eurostoxx 50 : -14.34%) très proche des marchés émergents (MSCI Emerging Markets : 16.64% en USD), tous deux affectés par la volatilité liée à la guerre commerciale. En fonction des orientations sectorielles plus ou moins marquées ou de la corrélation au cycle, l'addition est encore plus salée pour certains indices nationaux (DAX : -18.26%). D'une manière générale, l'Europe a également fait les frais d'un populisme grandissant dans la région (cf. Italie, France, Brexit) et d'un manque criant d'unité. Deux symboles : Emmanuel Macron et Angela Merkel, qui devaient incarner les fers de lance d'une Europe 2.0, n'ont jamais semblé aussi peu crédibles dans leur pays respectif.

Sur le marché **obligataire**, difficile d'obtenir une performance satisfaisante même si la dette souveraine a finalement émergé en toute fin d'année dans le climat d'aversion au risque généralisée (+0.86% aux US et +0.98% en Europe). Le rendement des Treasuries US 10 ans est passé par tous les stades, atteignant 3.25% à son apogée pour retomber à 2.68% en clôture d'exercice. En Europe, contre toute attente, celui du Bund 10 ans flirte avec les plus bas annuels à 0.24%. La dette d'entreprise a longtemps résisté, profitant entre autres d'une raréfaction de papiers émis, mais la fin d'année a été plus compliquée dans la foulée

des tensions boursières. Les « senior loans US » sont les seuls à avoir tiré leur épingle du jeu grâce à la normalisation monétaire de la Fed.

Enfin, du côté des **devises**, 2018 a vu le retour d'un dollar plus fort, jouant son rôle de refuge mais surtout profitant d'une économie très

solide. Ce sont *a contrario* les devises émergentes qui ont été à la peine du fait du resserrement monétaire US et d'une série d'événements idiosyncratiques (Turquie, Argentine, Brésil, ...).

## PERSPECTIVES 2019

Le contexte macroéconomique mondial semble plus complexe aujourd'hui qu'il y a 12 mois, notamment en raison d'une plus grande disparité géographique et d'un ralentissement conjoncturel attendu de la part du moteur US. D'autre part, les diverses questions d'ordre politique qui ont émaillé l'exercice 2018 restent pour l'essentiel non résolues et pèsent donc sur la confiance des acteurs économiques. Pour autant, nous ne souscrivons pas aux craintes de ralentissement brutal, voire de récession imminente en 2019 vu l'absence de surchauffe et de déséquilibres majeurs – principales sources historiques d'un retournement cyclique. La croissance mondiale devrait effectivement décélérer. Ceci reflète le récent resserrement des conditions financières, le moindre soutien fiscal américain et une tendance naturelle pour un cycle bientôt âgé de 10 ans, où certaines économies majeures sont confrontées aux limites de leurs capacités de production. Toutefois, l'activité devrait continuer de croître de manière satisfaisante, légèrement supérieure à son rythme de croisière, grâce à des fondamentaux toujours solides sur le marché de l'emploi, à une relance fiscale en Europe et en Chine ainsi qu'à la correction récente du cours des produits pétroliers. Du côté de l'**inflation**, la tendance sous-jacente devrait s'inscrire en hausse modeste du fait de la poursuite de l'expansion et de l'impact du chômage bas sur les salaires. Une telle évolution n'aurait néanmoins rien d'alarmant vu le niveau actuel toujours contenu aux US et complètement atone en Zone Euro.

Les politiques **monétaires** mondiales ne devraient converger que de manière limitée en 2019. La Fed, la plus avancée dans son processus de normalisation, approche doucement du point neutre et peut donc se permettre de devenir plus flexible. Le rythme soutenu d'une hausse de taux par trimestre pourrait donc ralentir de moitié et permettre quelques pauses plus prolongées en fonction des circonstances. En Europe, si quelques pays ont déclenché leur cycle haussier récemment (Norvège, Suède), la BCE s'est contenté de mettre un terme à son programme d'achat d'actifs fin 2018. Face à une inflation déprimée et à une perte de dynamisme économique plus importante que prévu l'an dernier, elle devrait à nouveau se montrer patiente et attendre la confirmation d'une stabilisation avant d'envisager un premier relèvement en dernière partie de 2019. La Banque du Japon est désormais le seul acteur à s'inscrire dans une logique d'augmentation de la taille de son bilan.

Dans ce contexte mitigé, nous restons prudents sur l'**obligataire souverain** et les actifs à durée longue en général, bien que leur rôle de valeur refuge ait été quelque peu restauré ces dernières semaines. En parallèle, les valorisations sont redevenues très tendues alors même que l'équilibre offre/demande se détériore (financement du stimulus budgétaire US, bilan agrégé des banques centrales du G4 désormais en contraction). La hausse mesurée des rendements attendue en 2019

amènerait ce segment de la dette publique à sous-performer par rapport au cash. Le **crédit** a fortement souffert de l'aversion prononcée au risque en fin d'année. Ce segment, sensible à la volatilité des taux et des actions, se trouve dans un contexte fondamental plus complexe avec le ralentissement US, la fin des achats de la banque centrale en Europe et la compétition plus ardue du cash aux US. Toutefois, l'écartement des spreads rend les valorisations plus attractives et les risques de défaut et de refinancement restent faibles. Le crédit devrait donc générer des performances modestement positives mais nécessitera une attention accrue sur la sélection et la diversification des titres.

Sur le marché des **changes**, 2019 pourrait marquer un point d'inflexion pour l'euro et le dollar si le scénario macro relativement bénin se matérialise. La fin de la surperformance cyclique US et les fondamentaux structurels favorables de l'euro à long terme, comme la valorisation et la balance des paiements, suggèrent un potentiel d'appréciation de l'EUR/USD vers 1.20. Nous adopterons donc une politique d'allègement du billet vert dans le courant de l'année mais à court terme nous apprécions encore la protection qu'il offre contre les risques politiques et autres éléments d'incertitude macroéconomique et financière.

L'année 2019 s'annonce incertaine pour les actifs risqués. Les craintes de ralentissement de l'économie mondiale et de nombreux sujets géopolitiques tels que le Brexit, les tensions commerciales et la montée des populismes continueront d'alimenter la nervosité des investisseurs. La volatilité, de retour en 2018, restera sans doute de la partie. Néanmoins, les facteurs de soutien des **actions** sont nombreux. La valorisation des indices n'est aujourd'hui justifiable que dans le scénario d'une récession que nous ne retenons pas à ce stade du cycle. La valorisation des marchés émergents nous semble attrayante alors que nous y observons un début de stabilisation. Certes, la Chine restera un sujet d'inquiétude. Nous suivrons de près les mesures de relance monétaire et budgétaire des autorités de Pékin. Les actions européennes souffrent d'une forte décote (rendement des dividendes proche de 4%) qui ne pourra diminuer que si les risques politiques s'atténuent. Néanmoins, les investisseurs internationaux semblent oublier l'exposition significative des principales sociétés cotées européennes à l'économie mondiale. Grâce à une forte hausse des profits soutenue par la réforme fiscale (+20%) et à la correction récente des indices, la valorisation des actions américaines est à présent en ligne avec sa moyenne de long terme. L'évolution des taux d'intérêt ne semble plus vouloir menacer la bourse de New York. Parmi les facteurs favorables aux actifs risqués, nous notons la forte correction des prix pétroliers qui libère du pouvoir d'achat dans les pays importateurs, notamment en Europe, en Chine, en Inde et au Japon.

---

## DISCLAIMER

L'information contenue ci-dessus est donnée à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital SA ainsi que de donner des informations générales au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital S.A. (« Pure Capital »), est interdite. Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquiescer/vendre un produit financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de produit de gestion ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre de description et ne constituent en aucun cas des conseils de placement.

Les informations reprises dans cette brochure sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital. Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout portefeuille est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi. Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

**Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements.**