

# LE POINT SUR L'ANNÉE ÉCOULÉE & PERSPECTIVES 2020

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

---

## 2019 DANS LE RÉTROVISEUR

---

Au lendemain de la crise internet, au début des années 2000, la mondialisation et les échanges internationaux devaient être les fers de lance d'un monde 2.0 qui nous tendait les bras. A cette époque, Donald Trump n'était qu'un homme d'affaires parmi tant d'autres, gérant son empire immobilier, sans influence sur le monde financier. Depuis 2016 et son élection, le paradigme mondial a changé, l'intérêt domestique étant repassé devant l'idéologie du nouveau monde. Ce qui est vrai pour les Etats-Unis l'est aussi pour d'autres économies où les soulèvements populaires au parfum de rejet de la mondialisation ne font que se multiplier (Chili, Argentine, Hong Kong, France, Allemagne, Italie, Espagne, etc.).

Néanmoins, comme en 2018, c'est en direction de Donald Trump que les yeux étaient rivés, et ce même si on peut discuter indéfiniment de l'ampleur de l'impact de la guerre commerciale sur l'économie mondiale. Quoi qu'il en soit, depuis deux ans, le sujet agite les marchés. Fort heureusement, la finalité de 2019 est bien différente de celle de l'année précédente. Alors que 2018 était l'année des menaces et des sanctions, l'année écoulée aura été celle de l'apaisement entre Xi Jinping et Donald Trump. Avec des négociations évoluant dans le bon sens (hormis l'affaire Huawei), les deux protagonistes nous ont gratifiés d'un « presqu'accord » de *Phase 1* en fin d'année.

Cette bonne nouvelle, combinée à des avancées du côté du Brexit avec la prise de pouvoir marquée de Boris Johnson, aura été le bouquet final d'un cru 2019 particulièrement porteur.

Dans cet environnement positif, mais ô combien imprévisible, les dégâts collatéraux sur les indicateurs économiques sont perceptibles. Alors que le volume du commerce mondial progresse au rythme le plus faible (base annualisée) depuis 2008, la contagion dans certains segments de l'économie est réelle. Le secteur manufacturier, en zone de contraction à travers le monde, a souffert. C'est d'ailleurs une réelle divergence de tendance avec le segment des services, qui pendant de longs mois a servi de support à l'activité. Les indicateurs avancés, globalement en bonne tenue, semblent quant à eux montrer que le point bas de l'activité pourrait être touché - sauf élément exogène perturbateur.

Plus globalement, la **croissance mondiale** a ralenti plus fortement qu'escompté en début d'année, et ce sur toutes les zones géographiques (même si la zone euro est la plus impactée). Néanmoins, le PIB mondial en volume reste dynamique, en hausse de +3,1%. Bien entendu, la Chine (+6,1%) et les Etats-Unis (+2,3%) continuent de tirer la tendance. Le marché de l'emploi affiche toujours une forme insolente, notamment aux Etats-Unis, où le taux de chômage flirte avec des plus bas historiques.

C'est du côté de **l'inflation** que quelques nuages apparaissent (l'inflation a notamment été tirée vers le bas par la comparaison défavorable avec des prix plus élevés de l'énergie en 2018), poussant les banques centrales à reprendre un biais accommodant. Alors que la Réserve fédérale américaine a réduit ses taux directeurs de 75 bp depuis le début d'année, la BCE a quant à elle annoncé un nouveau package à coup d'achats d'actifs, d'abaissement supplémentaire du taux de dépôt et de nouvelles modalités entourant les opérations de refinancement. Présentés comme des mesures non conventionnelles il y a quelques années, les nouveaux outils de support à l'économie semblent en passe de devenir une nouvelle norme pour les banques centrales.

Dans cet environnement, les marchés financiers ont été particulièrement générateurs de performance avec un MSCI World en hausse de +28,44%<sup>1</sup> sur l'année écoulée. Les Etats-Unis, soutenus par les valeurs technologiques, ont une nouvelle fois surperformé (+31,48%). Les marchés émergents, quant à eux, ont été pénalisés par un rebond plus restreint et plus disparate des plus grandes capitalisations boursières chinoises (Tencent +19,95%) et des soubresauts rencontrés en Amérique latine (Argentine).

Sectoriellement, les différences de performances sont parfois impressionnantes, et certaines valeurs chahutées en 2018 ont très fortement rebondi en 2019, à commencer par les semi-conducteurs. ASM International (+184,50%), Applied Materials (+89,88%), Lam Research (+119,31%), STMicroelectronics (+94,45%) en sont de parfaits exemples. Toutefois, dans les valeurs technologiques, Apple (+88,97) continue de montrer une forme insolente à l'heure où le groupe est en pleine phase de transformation, notamment vis-à-vis de sa dépendance aux ventes d'iPhones. Les « Blue Chips » américaines continuent quant à

<sup>1</sup> Les performances des indices et actions sont indiquées en total return, dividendes compris, en devise locale, au 31/12/2019.

elles de surfer sur une vague haussière à l'image de Visa, Mastercard, Microsoft ou encore Accenture. Dans d'autres segments, comme l'aviation, les déboires du 737 MAX de Boeing ont eu raison de plusieurs chaînes de valeur sur lesquelles une crise de confiance s'est établie.

En Europe, le segment des « small & mid caps », irrationnellement survenu en 2018, a également repris de la hauteur, à l'heure même où la prime de valorisation du segment vis-à-vis des « large caps » a totalement disparu. Au niveau des grandes capitalisations boursières, notamment *value*<sup>2</sup>, certaines valeurs automobiles ont enfin redémarré (Daimler +14,92%, Michelin +30,23%). D'autres segments, déjà en verve depuis des années, ont continué sur leur lancée, à commencer par le luxe. Malgré les heurts à Hong Kong, Kering, LVMH et consorts continuent d'afficher une croissance insolente en Asie et notamment en Chine.

Sur le marché **obligataire**, l'année a été essentiellement marquée par une détente prononcée des rendements, avec un Bund 10 ans s'installant durablement en territoire négatif (-0,19%). Aux Etats-Unis, le Treasury 10 ans a également atteint au plus bas un rendement de 1,46%

## PERSPECTIVES 2020

Le contexte macroéconomique mondial présente quelques signes encourageants de stabilisation. Malgré sa longévité record, ce cycle d'expansion pourrait donc bien perdurer grâce à une légère ré-accélération de la **croissance**. Les incertitudes politiques ne disparaîtront pas du jour au lendemain, d'autant qu'un nouveau front va s'ouvrir à l'approche des élections US de novembre. Mais la tournure récente sur les dossiers Brexit et guerre commerciale suggère au moins une accalmie dans les prochains mois. Par ailleurs, le mélange de politiques monétaire et fiscale globalement généreuses, les conditions financières favorables et la résistance du secteur privé constituent un socle fondamental supportif. Il est difficile d'imaginer un retour à une croissance très forte, à l'heure où certaines économies majeures sont confrontées aux limites de leurs capacités de production et où la Chine ralentit structurellement. Toutefois, un rebond d'ampleur limitée vers un niveau légèrement supérieur au rythme de croisière semble accessible et maintiendrait des conditions solides sur le marché de l'emploi. L'**inflation** reste étonnamment basse à ce stade du cycle et la désescalade sur le sujet des droits de douane US supprime l'un des principaux risques haussiers. L'impact du chômage bas devrait permettre une légère pression supplémentaire sur les salaires, mais le lien entre hausse des salaires et hausse des prix semble particulièrement lâche dans cette expansion. Nous tablons donc sur une modeste hausse de l'inflation sous-jacente en 2020 vers des niveaux toujours bénins.

Les principales **banques centrales** mondiales devraient donc observer un statu quo sur l'année. La Fed, qui a abaissé à trois reprises ses taux directeurs en 2019, a probablement achevé son ajustement dans un contexte d'incertitudes réduites et de rebond des secteurs cycliques. Mais la faiblesse de l'inflation réalisée et attendue rend Jerome Powell et ses collègues assez prudents, si bien qu'un retour au resserrement monétaire semble très improbable. En Europe, Christine

(1,92% fin 2019). Ces mouvements sur les taux, impactés par les politiques monétaires et les incertitudes globales, ont fortement contribué à la belle performance de segments à durée plus longue. Les obligations à plus gros beta comme les hybrides ou le High Yield ne sont cependant pas en reste.

Enfin, du côté des **devises**, la GBP (+6,32% contre euro) fait partie des grandes gagnantes de l'année, profitant de bonnes nouvelles du côté du Brexit. Le dollar, qui avait servi de refuge en 2018 dans un environnement très volatil, a continué sur sa lancée, grimant de +2,26% contre euro. Le JPY et le CHF sont également dans la même lignée, profitant des soubresauts commerciaux de l'année. Enfin, un petit mot sur l'or qui a, pendant de longues semaines, tiré son épingle du jeu, l'once atteignant 1.552 dollars. Ce mouvement, souvent apparenté à une crainte accrue sur les marchés, semble, pour le coup, résulter notamment de la volonté des pays actuellement en conflit avec les Etats-Unis de dédollariser leurs économies (cf. Chine, Turquie et consorts). Oui, les dogmes historiques à l'échelle mondiale sont bel et bien en pleine mutation ...

Lagarde reprend les rênes de la BCE et hérite d'une économie faiblarde et d'une inflation déprimée. L'amélioration conjoncturelle globale devrait suffire à éviter de nouvelles initiatives après le train de mesures de septembre dernier, mais le régime monétaire restera extrêmement accommodant avec un taux de dépôt figé à -0,50% et des achats d'actifs à hauteur de EUR 20 milliards par mois.

Nous ne voyons que peu d'attrait pour l'**obligataire souverain** après un millésime 2019 de très bonne qualité. Le rebond cyclique et la dissipation de risques politiques extrêmes devraient contribuer à une hausse modérée des taux longs compte tenu de valorisations toujours assez tendues. L'action des banques centrales à travers l'ancrage ferme de la partie courte de la courbe des taux et l'absorption de papier de qualité limite clairement le potentiel de hausse des rendements dans un contexte d'inflation basse. Mais une hausse même mesurée des rendements amènerait ce segment de la dette publique à sous-performer par rapport au cash et à présenter des returns attendus nuls à légèrement négatifs. Le **crédit** clôture l'année 2019 dans une situation tout à fait inverse par rapport à la fin 2018. Les primes de risque ont été fortement comprimées après cet épisode de panique, et ce malgré le ralentissement conjoncturel et une légère dégradation de la qualité des bilans. L'environnement macroéconomique prévu pour 2020 est néanmoins favorable, de même que le rôle d'acheteur systématique de la BCE et la recherche intense d'actifs au rendement absolu positif. Au total, le crédit devrait battre les emprunts étatiques et générer des performances modestement positives mais nécessitera une attention accrue sur la sélection et la diversification des titres.

Sur le marché des **changes**, le dollar US a très bien digéré le revirement monétaire de la Fed vers des baisses de taux, notamment du fait d'une résistance cyclique relative de l'économie américaine et de

<sup>2</sup> Faible croissance des revenus reflétée dans la valorisation de marché.

son rôle de refuge dans les phases de tensions. Une reprise globale telle qu'anticipée pourrait signifier la fin de ce facteur de soutien pour le dollar. De plus, les fondamentaux structurels de long terme – telles les mesures de valorisation intrinsèque et robustesse de la balance des paiements – sont favorables à l'euro. Les rendements négatifs constituent un repoussoir à court terme, mais nous pensons que l'euro peut s'apprécier vers une zone de USD 1,15-1,20. Nous poursuivrons donc une politique d'allègement du billet vert dans nos portefeuilles dans le courant de l'année, lorsque la visibilité de notre scénario macroéconomique sera mieux établie.

Enfin et non des moindres, sur le segment des **actions**, les trois moteurs allumés sur les derniers mois de 2019 devraient continuer de porter les marchés dans les prochains mois, dans la mesure où ils excluent pour longtemps la récession tant redoutée :

**Moteur n°1** – *l'environnement ultra-favorable des taux d'intérêt et des politiques monétaires des principales banques centrales, rendu possible grâce à la grande modération de l'inflation :*

Comme évoqué plus haut, les banques centrales hésiteront à normaliser leurs conditions financières, d'autant plus après les soubresauts de 2018 ;

**Moteur n°2** – *la trêve commerciale entre Washington et Pékin :*

La proximité de l'élection présidentielle américaine devrait conduire la Maison-Blanche à davantage de prudence dans ses négociations commerciales ;

**Moteur n°3** – *la fin du cycle de ralentissement de l'économie mondiale (stabilisation des indicateurs manufacturiers et du secteur automobile, relance budgétaire, stabilisation voire rebond des émergents) :*

La dynamique de l'activité mondiale s'améliore.

Certes, après les redressements spectaculaires de l'ordre de 20 à 30% selon les indices, tous les marchés n'offrent pas le même potentiel. Les indices américains sont plutôt généreusement valorisés avec un rapport cours sur bénéfices estimés à douze mois proche de 18 pour le S&P 500, contre une moyenne historique autour de 15 ces dix dernières

années. Dans les périodes de grandes incertitudes, les actifs américains, portés par les programmes de rachat d'actions et la réforme fiscale de Donald Trump, ont régulièrement joué le rôle de valeurs refuges au détriment des actifs étrangers. Mais ce sont surtout les valeurs de croissance (technologie, consommation, luxe) qui ont bénéficié pleinement de l'impact actuariel de la baisse des taux d'intérêt. Elles surperforment largement les marchés depuis la crise de 2008. Néanmoins, les occasions d'achat existent encore sur les marchés européens, plus particulièrement dans le segment des petites valeurs comme nous l'évoquions déjà (contraction de la prime de risque politique liée au Brexit et à l'Italie) et dans les pays émergents, notamment en Asie. Les secteurs réputés *value*, tels que le secteur financier et les valeurs industrielles plus cycliques offrent également des opportunités attrayantes dans un contexte d'amélioration de la visibilité économique. La faiblesse générale de la volatilité des marchés est également un facteur de soutien important des marchés. Elle reflète une diminution significative de la nervosité des investisseurs.

Si la visibilité connaît une franche amélioration, toutes les hypothèses ne sont pas levées pour autant, notamment concernant les sujets qui ne manqueront pas d'avoir une influence décisive sur le comportement des marchés à long terme. La transition énergétique (coûts induits de la lutte contre le réchauffement climatique), les tensions géopolitiques récurrentes (lutte pour le leadership mondial entre les Etats-Unis et la Chine), l'avenir de la zone euro (réformes indispensables pour garantir la pérennité de l'union monétaire), et pour finir la remise en cause par les populations de la mondialisation et du capitalisme (dérive des partis de gouvernement vers la gauche de l'échiquier politique sous la pression du populisme, remise en cause du fonctionnement du marché du travail et du partage de la valeur ajoutée, lutte contre les inégalités de revenu et de patrimoine) sont autant de questions et de sujets qui menacent l'équilibre des marchés financiers. Si leurs impacts sur la valorisation des actifs sont délicats à estimer, il n'en est pas moins exact que de nombreuses problématiques sont de nature à menacer la croissance de l'activité économique et la rentabilité des entreprises à long terme. Elles nous invitent aussi à la plus grande vigilance et à profiter aujourd'hui des faibles niveaux de volatilité pour couvrir les portefeuilles les plus exposés aux risques contre les pertes extrêmes (stratégies de couverture au moyen d'options de vente sur indices boursiers).

## 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.**