

POINT DE VUE

L'année économique et financière 2018 Perspectives 2019

L'année 2018, rappel des faits marquants

L'année 2018 aura été le miroir opposé de l'année 2017 qui avait été caractérisée par une reprise économique synchronisée entre les grandes économies mondiales. Les principaux événements économiques et financiers de l'année 2018 ont été le resserrement progressif de la politique monétaire américaine et le feuilleton lancinant de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine. Dans ce contexte, la volatilité sur les marchés financiers est revenue sur toutes les classes d'actifs avec des décalages de cours importants durant l'année et des mouvements de prix erratiques et violents. En définitive, aucune classe d'actifs n'aura tiré son épingle du jeu et toutes, à l'exception du cash, se seront, en définitive, inscrites en baisse à la fin de l'année. Sur le plan politique, on notera, en Europe, l'affaiblissement de la position de Madame Merkel et de Monsieur Macron face à leur opinion publique et la montée du populisme en Italie avec l'élection de Monsieur Salvini. On constate, face à ces mouvements politiques que le couple franco-allemand, moteur historique de l'Union européenne, peine à s'imposer et à engager des réformes structurelles nécessaires. Les négociations ardues, tout au long de l'année, sur les modalités du Brexit ont contribué à crispier la Commission européenne dans ses relations avec les Etats membres mais également avec la Suisse dont aucun accord cadre institutionnel n'aura pu être signé en 2018. La politique américaine menée par le président Trump, faite de déclarations intempestives et tapageuses, aura contribué à semer le doute et l'incertitude aux quatre coins de la planète

Il est un peu ironique de constater que les marchés financiers auront été pris à contre-pied plusieurs fois cette année. En effet, au mois de janvier, les intervenants tablaient sur une accélération de la croissance économique mondiale, un risque inflationniste, un resserrement des politiques monétaires et une reprise des cours des matières premières. En définitive, c'est le scénario inverse qui s'est produit puisque l'économie mondiale a commencé à montrer des signes de ralentissement vers la fin du troisième trimestre, induisant des corrections très fortes en bourse sur les valeurs sensibles à l'économie et une rotation sectorielle en faveur des valeurs défensives. A la guerre commerciale déjà évoquée, un facteur conjoncturel, lié à l'industrie automobile, a contribué à accentuer le ralentissement économique. L'obligation d'appliquer les nouvelles normes antipollution a créé un goulet d'étranglement dans toute la chaîne de production, retardant la mise sur le marché des nouveaux modèles. L'industrie automobile allemande et ses nombreux sous-traitants ont été particulièrement touchés par ce phénomène.

Dans ce contexte, le Fonds Monétaire International a quelque peu révisé à la baisse ses estimations pour la croissance économique mondiale. En définitive, celle-ci s'est inscrite en progression de 3,7 % l'année passée. Pour 2019, l'institution prévoit une croissance du même ordre (prévisions World Economic Outlook d'octobre 2018). L'année 2018 aura aussi été caractérisée par l'éclatement de la bulle spéculative sur les crypto-monnaies, un sujet sur lequel nous avons mis en garde les investisseurs ces deux dernières années. Nous invitons nos lecteurs à se référer à notre analyse du mois d'août 2017 sur le sujet et qui est disponible sur notre site internet : www.emcge.com.

Dans cet environnement de forte volatilité où toutes les classes d'actifs ont terminé dans le rouge, les marchés boursiers ont évolué de manière erratique au cours de l'année avec des rotations importantes de secteurs avant de s'effondrer littéralement au mois de décembre. L'indice mondial des actions *MSCI World* a clôturé l'année en forte baisse de 10,4 % en dollars et de respectivement 9,6 % en francs suisses et 6,0 % en euro en raison de la force du dollar US. Il est important de préciser que l'Amérique du Nord représente désormais près de 65 % de la capitalisation boursière mondiale selon l'indice *MSCI World*. La bourse suisse, mesurée par l'évolution de l'indice *SMI*, a corrigé du même ordre de grandeur de 11,1 %. Les marchés européens ont particulièrement souffert en raison des incertitudes politiques. L'indice *Euro Stoxx 50* a chuté de 14,3 % alors qu'en francs suisses, la correction des marchés européens a été amplifiée à cause du renforcement du franc suisse et s'est traduite par une baisse de 17,6 %. Parmi les grands marchés, ce sont encore une fois les bourses américaines qui ont mené la danse et qui ont terminé l'année avec des baisses limitées : l'indice *S&P 500* a longtemps évolué en territoire positif et a battu records sur records avant de corriger fortement et de terminer l'année en baisse de 6,2 % en USD et de 5,4 % ramenée en CHF ; l'indice *Nasdaq Composite* des valeurs technologiques s'est illustré avec une performance négative de 3,9 % en USD et de -3,0 % en CHF. L'indice japonais *Nikkei* a déçu cette année en baissant de 12,1 % en JPY et de 8,9 % en CHF. Les marchés liés au cycle des matières premières, comme l'Australie, le Canada ou la Russie, ont enregistré des performances contrastées, et c'est la bourse russe qui a limité les dégâts avec une baisse de 7,7 % en USD. Ce sont les marchés émergents, mesurés par l'indice *MSCI Emerging Markets*, qui ont le plus baissé, de 16,6 % en USD et de 15,9 % en CHF. Ils ont subi la hausse des taux directeurs américains, la fermeté du dollar US ainsi qu'une moindre propension des investisseurs à investir dans ces marchés. Après avoir bien performé en 2017, la bourse chinoise (indice *Shanghai Shenzhen CSI 300*) a pris un coup d'assommoir avec une baisse de 25,3 % en CNY et de 28,9 % en CHF. L'indice *Hang Seng* de Hong Kong a également baissé mais dans une moindre mesure de 13,6 % en HKD et de 13,0 % en CHF.

Aux Etats-Unis, les marchés obligataires se sont tendus en début d'année, le rendement sur les obligations de l'Etat américain à 10 ans ayant atteint 3,1 % vers mi-mai puis 3,2 % en novembre pour se détendre en fin d'année pour clôturer à 2,7 %. En Europe, les rendements ont globalement évolué latéralement, dans un contexte de faible inflation et d'une politique monétaire toujours expansive menée par la Banque centrale européenne (BCE). La situation politique italienne et les négociations difficiles entre Bruxelles et le gouvernement Salvini sur le budget 2019 ont provoqué une forte tension sur la dette étatique dont les rendements ont atteint 3,7 % vers mi-octobre sur les échéances à 10 ans. En définitive, les obligations européennes de débiteurs étatiques ou privés de qualité ne sont toujours guère intéressantes pour l'investisseur et il n'est pas rare de trouver sur le marché des obligations souveraines ou des placements monétaires à court terme qui cotent sur la base de rendements négatifs. A titre

d'exemple, le rendement sur les obligations à 10 ans de la Confédération suisse a continué d'évoluer tout au long de l'année en territoire soit marginalement positif ou légèrement négatif pour clôturer l'année quasiment inchangé à -0.2 %. On peut se poser la question de savoir si le monde bancaire et financier pourra longtemps s'accommoder de taux d'intérêt négatifs, négation par essence des métiers de l'intermédiation financière.

Les marchés des devises, reflet des rapports des forces économiques et financières entre les pays, ont à nouveau réservé des surprises. Le dollar aura bénéficié de la hausse des taux d'intérêt directs et la liquidité mondiale qui était investie ces dernières années, particulièrement sur les marchés émergents, a été rapatriée sur la zone dollar, exerçant de fait de nombreuses tensions sur les devises périphériques. Ces mouvements ont été amplifiés lorsque certains pays montraient des signes de faiblesse économique, à l'instar de la Turquie, de l'Argentine, du Brésil et dans une moindre mesure de l'Afrique du Sud. L'euro, contrairement à l'année passée, s'est déprécié contre la plupart des grandes monnaies suite à la faiblesse conjoncturelle du vieux continent et au projet de budget italien présenté par le gouvernement populiste qui induit un accroissement non maîtrisé de la dette de la péninsule italienne.

Comme nous l'avons évoqué en introduction, les devises des marchés émergents ont enregistré des fluctuations importantes, à l'image de la livre turque, du peso mexicain ou du rand sud-africain. Le franc suisse s'est finalement apprécié de 3,9 % contre l'euro alors que le dollar se sera apprécié de presque 1 % contre notre devise. Quant à l'euro, il se sera déprécié de 4,9 % contre le dollar.

Les marchés des matières premières, et particulièrement ceux liés à l'énergie, ont été également très volatils : dans un premier temps, les prix du pétrole ont poursuivi leur progression dans un contexte d'accélération de la demande mondiale et de craintes sur l'approvisionnement (Venezuela, Iran), permettant à l'offre qui avait été surabondante ces dernières années de s'équilibrer. Nous rappellerons la situation de guerre des prix dans le pétrole qui avait prévalu ces dernières années, exacerbée par l'OPEP qui cherchait à maintenir ses parts de marché historiques dans un contexte de montée en puissance du pétrole et du gaz de schiste en Amérique du Nord. La surabondance de l'offre, exacerbée par la reprise de l'exploitation des gaz de schiste aux Etats-Unis et par une demande atone, ont conduit à une forte baisse des prix du pétrole au deuxième semestre. Il faut noter qu'aujourd'hui les Etats-Unis sont devenus le premier producteur mondial. Ils sont autosuffisants et ils vont, à un horizon de deux ans, devenir exportateur net de pétrole. Cette situation inédite depuis la fin de la deuxième guerre mondiale aura des effets importants sur la géostratégie mondiale et explique en partie la politique isolationniste que les américains ont commencé à instaurer depuis l'arrivée de Monsieur Trump à la Maison Blanche. L'indice composite *CRB Commodity Index* (libellé en US dollar), représentatif de l'évolution du cours des matières premières, s'est inscrit en baisse de 12.4 % sur l'année, la chute s'étant matérialisée au quatrième trimestre. Le cours du pétrole brut (*crude oil WTI*), lui aussi libellé en US dollar, a clôturé à USD 45,4 le baril, en baisse de 24,8 % sur l'année, après avoir d'abord progressé de USD 60/b jusqu'à USD 76.90/b en octobre avant de subir une correction de l'ordre de 40 %. Les cours des métaux de base tels que le zinc ou le cuivre ont fortement baissé en 2018, reflet d'une croissance économique mondiale en ralentissement. Enfin, le cours de l'or n'a pas vraiment joué son rôle de valeur refuge en 2018 dans le contexte agité que nous avons évoqué précédemment, en légère baisse de 1,6 % à USD 1'281/once et - 0,7 % en francs suisses, mais

il s'est tout de même légèrement apprécié de 3,3 % en euro. L'argent métal a plutôt suivi la tendance des métaux industriels, terminant l'année à 15,54 dollars l'once, en baisse de 9,4 % en USD et de 8.5 % en CHF.

Perspectives 2019

Nous aborderons les perspectives pour l'année 2019, à l'instar de ces dernières années, en citant un certain nombre de facteurs d'opportunités et de risques qui pourraient influencer l'évolution des marchés. En 2018, les facteurs de risques l'ont clairement emporté.

Opportunités :

- L'économie mondiale, après avoir subi un trou de croissance au deuxième semestre 2018, poursuit sa sortie de la spirale déflationniste de cette dernière décennie, les taux d'intérêt réels redeviennent positifs (notamment en Europe), les banques commerciales jouent à nouveau leur rôle de courroie de transmission des mécanismes du crédit et la croissance économique mondiale maintient un taux de croissance aux alentours de 4 % sans risque d'un retour marqué de l'inflation.
- Les Etats-Unis continuent de jouer le rôle de locomotive économique mondiale, dans un contexte de synchronisation de l'économie mondiale.
- La politique fiscale votée au mois de novembre 2017 aux Etats-Unis, promulguant une baisse significative des impôts, stimule les investissements dans le domaine des infrastructures mais aussi la consommation des ménages, par une revalorisation des politiques salariales menée par les entreprises ayant bénéficié d'allègements fiscaux.
- La Banque centrale américaine arrive au terme de la normalisation de sa politique monétaire en annonçant qu'elle a atteint son objectif de neutralité. Dans ce contexte, les marchés financiers se stabilisent et les investisseurs internationaux reprennent confiance, notamment vis-à-vis des marchés émergents.
- Les banques européennes, après avoir épuré leur bilan de créances douteuses, jouent à nouveau leur rôle de courroie de transmission des mécanismes du crédit et prêtent enfin aux entreprises et aux particuliers, contribuant à restaurer un climat de confiance dans la zone euro.
- Les réformes structurelles mises en place par les Etats européens commencent à porter leurs fruits : un marché du travail dérégularisé et flexibilisé redonne de la compétitivité aux entreprises et permet à ces dernières d'engager du personnel. La France, sous l'impulsion des mesures prises par le gouvernement Macron, enregistre une forte accélération de sa croissance et voit enfin son taux de chômage reculer sensiblement.
- La Chine réussit sa transition d'une économie axée sur la sous-traitance manufacturière pour le reste du monde vers des produits et services incorporant davantage de valeur ajoutée, progressant ainsi dans la chaîne de création de valeurs. La croissance devient plus équilibrée et s'oriente progressivement vers la

consommation interne des ménages dont le revenu augmente ; les déséquilibres du commerce mondial s'atténuent.

- Les Etats-Unis et la Chine parviennent à un accord tarifaire satisfaisant, conduisant à un retour de la confiance. Le processus de globalisation des échanges commerciaux reprend son cours.
- Les britanniques finissent par voter une seconde fois sur le Brexit qui est cette fois-ci rejeté. La Grande-Bretagne reste ainsi dans l'Union européenne.
- La reprise des prix des matières premières permet aux économies des pays émergents de renouer avec la croissance, d'équilibrer les budgets et de redonner du pouvoir d'achat aux consommateurs de ces pays.
- L'économie mondiale entre dans un cercle vertueux composé de taux d'intérêt structurellement bas, de prix de l'énergie bon marché, d'une croissance économique en reprise dans un contexte d'inflation basse. Ce cocktail rappelle le cycle des années 80, baptisé « la désinflation », très favorable pour les actions ; les bourses reprennent leur ascension, aidées par l'afflux de liquidités disponibles auprès des investisseurs, la reprise de la croissance organique, l'amélioration des bénéfices des entreprises et une réallocation des actifs financiers en faveur des actions.

Risques :

- Le ralentissement économique observé au deuxième semestre 2018 s'accroît et induit une récession mondiale dans un contexte où les banques centrales n'ont que très peu de marges de manœuvre pour réagir. L'économie mondiale retombe dans la déflation à cause d'un excès d'offre de biens et services que le consommateur, au pouvoir d'achat exsangue, n'arrive pas à absorber. « L'ubérisation de l'économie » exacerbe ce phénomène. Cette situation contribue à creuser davantage les déficits publics et empêche les Etats de mener des politiques budgétaires anticycliques de relance par des réductions d'impôt et une augmentation des dépenses publiques. Le scénario du pire se concrétise avec une reprise de l'inflation dans un contexte de récession.
- Dans le cadre d'un scénario récessionniste, le spectre d'une crise du crédit refait surface. Alors que le système bancaire a été assaini depuis dix ans, les défauts de paiement pourraient provenir du côté de certaines entreprises ou d'Etats qui se sont endettés ces dernières années de manière excessive et qui ont profité du bas niveau des taux d'intérêt. Dans un scénario de remontée du chômage aux Etats-Unis, une crise éclate avec les « student loans » (1500 milliards de dollars de prêts).
- Les négociations sur un accord commercial entre les Etats-Unis et la Chine s'enlisent, dans ce climat d'incertitude qui perdure, les industriels diffèrent leurs projets d'investissement et le commerce mondial ralentit fortement.

- Les politiques monétaires divergentes entre les Etats-Unis et le reste du monde entraînent un regain de tension sur le marché des changes, source d'instabilité et de forte volatilité sur les autres marchés financiers.
- Le manque de main d'œuvre qualifiée freine la reprise économique et une spirale coûts/salaires est amorcée dans certains secteurs, un phénomène que nos économies n'ont plus connu depuis des décennies. On observe déjà cette tendance chez les pilotes de ligne, les ingénieurs, dans l'industrie de la construction en Allemagne, dans l'audit et la sécurité informatique, par exemple.
- L'Italie demeure le maillon faible de l'Eurozone et représente de plus en plus un risque systémique pour l'Europe tant que des réformes structurelles ne sont pas entreprises. La France suit de près avec un déficit budgétaire à l'« italienne », suite aux concessions faites aux Gilets Jaunes et aux réformes avortées.
- La montée du nationalisme dans un certain nombre de pays et, corollaire, le recul de la démocratie freine l'investissement transfrontalier et le commerce mondial par la mise en place de mesures protectionnistes.
- La suprématie d'un certain nombre de grands groupes technologiques conduit à la création d'un oligopole numérique à l'échelle mondiale que les gouvernements et les agences supranationales n'arrivent plus à contrôler et à réglementer.
- La révolution digitale devient un outil puissant pour les Etats et leur permet de contrôler les moindres faits et gestes de la vie quotidienne des citoyens. En conséquence, les libertés individuelles et la liberté d'expression sont attaquées et la démocratie recule partout. Nous assistons à l'émergence de dictatures douces.

* * *

En 2018, nous avons continué de privilégier, dans un contexte de reprise économique mondiale modérée et dans un environnement de taux d'intérêts bas, les actions par rapport aux obligations, notamment les actions de sociétés actives sur les cinq continents. Nous nous attendions à des marchés plus heurtés qu'en 2017 et, corollaire, à une volatilité plus forte. Ce scénario s'est effectivement matérialisé dans les faits mais dans des proportions nettement plus fortes qu'attendues. Néanmoins, nos portefeuilles, plutôt défensifs, axés sur les grandes monnaies et les actifs de qualité avec très peu d'exposition sur les marchés émergents, ont nettement mieux résisté que la moyenne du marché.

Dans l'environnement de taux d'intérêt bas que nous connaissons depuis des années, la contribution de la partie obligataire au rendement global des portefeuilles a été très faible et nous avons continué de privilégier des émissions obligataires d'entreprises et des échéances plutôt courtes. Nous nous sommes, en revanche, tenus à l'écart des matières premières et des investissements alternatifs tels que les « hedge funds », investissements traditionnellement non corrélés mais qui ont, à nouveau, déçu les investisseurs l'année passée. Enfin, nous avons maintenu, en fonction des clients, une faible position en or physique. L'allocation s'est également vue complétée, dans certains cas spécifiques, par de l'exposition dans le « private

equity » et l'immobilier coté. Globalement, cette stratégie a ainsi permis aux portefeuilles et aux fonds de placement que nous gérons de surperformer les indices de référence.

En ce début d'année 2019, nous estimons que le domaine obligataire continue d'offrir peu de perspectives intéressantes de rendement, c'est même la classe d'actifs qui incorpore le plus de risques en cas d'accélération prononcée et durable de l'économie mondiale. A l'inverse, nous conservons notre biais positif sur les actions qui continuent de représenter, à notre avis, l'actif financier le plus attrayant pour les investisseurs. La combinaison des conditions-cadres : « politique monétaire encore très accommodante » et « amélioration des perspectives de croissance, y compris en Europe », reste en effet favorable à cette classe d'actifs. Les incertitudes qui continuent de planer sur la conjoncture et que nous avons évoqué dans cette chronique de début d'année nous incitent à continuer de préconiser une grande sélectivité dans la construction des portefeuilles. Nous privilégions toujours des sociétés possédant une forte franchise et une capacité d'innovation, capables de générer de la croissance organique, présentes mondialement et qui bénéficient de la tendance séculaire liée à la globalisation des échanges et à l'élévation du niveau de vie dans les nouveaux marchés. Les sociétés générant des dividendes réguliers et généreux devraient continuer à être recherchées, notamment dans des marchés volatils comme l'année passée. Nous attachons également une grande importance à la valorisation des entreprises cotées en bourse afin d'éviter de surpayer des affaires, même si le modèle d'affaires est attrayant.

Durant l'année 2018, nous avons maintenu un biais orienté sur les valeurs défensives et de consommation tout en recommandant de considérer des valeurs cycliques, industrielles et certaines moyennes capitalisations. En ce début d'année 2019, partant d'une forte assise en valeurs défensives, nous recommandons, du point de vue sectoriel, toujours de panacher les portefeuilles d'entreprises industrielles et financières afin de se repositionner sur les valeurs plus sensibles à la conjoncture et qui devraient bénéficier d'une reprise de l'économie globale. Nous recommandons de maintenir, voire de renforcer ce positionnement en fonction des conditions des marchés.

OR/Janvier 2019