

POINT DE VUE

L'année économique et financière 2019 Perspectives 2020

L'année 2019, rappel des faits marquants

L'année 2019 aura été le miroir opposé de l'année 2018 qui avait été caractérisée par une forte volatilité sur les marchés financiers et au cours de laquelle aucune classe d'actifs n'avait généré de performances positives. Alors qu'en 2018, les banques centrales avaient pour objectif de normaliser leur politique monétaire, la dégradation des perspectives conjoncturelles, au dernier trimestre de cette année-là, ont conduit ces dernières à tourner casaque et à assouplir leurs conditions de crédit. Dans ce cadre de reflation monétaire, que nous avons mis en évidence dès le mois de janvier, les marchés financiers se sont repris vigoureusement. Sur le plan politique, le feuilleton lancinant de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine s'est poursuivi sur fond de menaces de représailles, de périodes d'apaisement et de reprises des négociations pour aboutir finalement à un accord commercial dit de phase un le 13 décembre dernier. Les tractations ardues, tout au long de l'année, sur les modalités du Brexit et l'imbroglio politique en Grande-Bretagne qui en a résulté 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 2019. Sur le front géopolitique, la situation tendue au Moyen-Orient continue d'occuper le devant de la scène entre l'Iran sous embargo qui menace de bloquer le détroit d'Ormuz et la confusion qui continue de régner sur les modalités de la reconstruction politique de la Syrie. Les événements du tout début de cette année continuent de laisser planer les craintes d'une escalade des provocations belliqueuses de part et d'autre. Dans ce contexte incertain, les investissements industriels se sont tassés dans l'attente d'une avancée notable des négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine. Néanmoins, le climat de consommation est demeuré élevé dans un environnement où le taux de chômage se situe globalement au plus bas de la décennie. En définitive, l'année 2019 aura été caractérisée par une consolidation de l'activité mondiale à un haut niveau, après des années de fortes croissances sans pour autant qu'elle ne sombre en récession. Au niveau sociologique, nous retiendrons de l'année 2019 la mobilisation universelle afin que des mesures drastiques soient prises en faveur du climat et de l'environnement, les mouvements citoyens à Hong-Kong, au Chili, en Iran, au Liban et en France pour défendre la démocratie et le pouvoir d'achat de la classe moyenne.

L'Organisation pour la Coopération et le Développement Economique (OCDE) a, l'année passée, régulièrement révisé ses estimations pour la croissance économique mondiale.

Selon les dernières projections, celle-ci s'est inscrite en progression de 2,9 %. Pour 2020 et 2021, l'institution prévoit une croissance de l'ordre de 3 %, révisée à la baisse par rapport à un objectif de croissance à moyen terme de 3,5 % par an.

Nous l'avons évoqué en préambule, dans cet environnement de reflation monétaire et de rattrapage où toutes les classes d'actifs ont terminé dans le vert, les marchés boursiers se sont rapidement redressés, effaçant dans un premier temps les pertes du dernier trimestre de l'année 2018, avant de s'envoler en direction de nouveaux sommets historiques. L'indice mondial des actions *MSCI World* a clôturé l'année en forte hausse, progressant de 25,2 % en dollars et de respectivement 23 % en francs suisses. 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*, s'est appréciée de 25,4 %. Les marchés européens ont également participé à la reprise boursière. L'indice *Euro Stoxx 50* a progressé de 24,8 % alors qu'en francs suisses, la hausse des marchés européens a été tempérée par le renforcement du franc suisse et s'est traduite par une progression de 21,2 %. Parmi les grands marchés, ce sont encore une fois les bourses américaines qui ont mené la danse et elles ont terminé l'année en forte progression : l'indice *S&P 500*, après avoir retrouvé les sommets du début de l'année 2018 à la fin du mois d'avril, a battu records sur records et a clôturé sur une note exceptionnelle de 28,9 % en USD et de 27,2 % ramenée en CHF ; l'indice *Nasdaq Composite* des valeurs technologiques s'est illustré avec une performance de 35,2 % en USD. L'indice japonais *Nikkei* a participé à la fête en se hissant de 21 % en JPY et de 18 % en CHF. Les marchés liés au cycle des matières premières, comme l'Australie (+18,4 %), le Canada (+19 %) ou la Russie, ont enregistré des performances positives ; en définitive, c'est la bourse russe qui a enregistré la meilleure performance avec une hausse de 46 % en rouble. Les marchés émergents, mesurés par l'indice *MSCI Emerging Markets*, ont progressé, de 15,4 % en USD et de 13,7 % en CHF. Ils ont été fortement impactés par le ralentissement de l'économie mondiale, la fermeté du dollar US ainsi que par une moindre propension des investisseurs à s'engager sur ces marchés. Après avoir fortement chuté en 2018, la bourse chinoise (indice *Shanghai Composite*) s'est sensiblement ressaisie, en hausse de 23,7 % en monnaie locale, favorisée par des mesures de relances monétaires, initiées depuis le tout début de l'année passée. L'indice *Hang Seng* de Hong Kong est monté de seulement 9 % en HKD, conséquence des manifestations des étudiants qui ont émaillé l'année dans l'ancienne colonie britannique.

Aux Etats-Unis, les marchés obligataires se sont fortement détendus en début d'année, le rendement sur les obligations de l'Etat américain à 10 ans a atteint 1,46 % au début du mois de septembre pour se reprendre en fin d'année et clôturer à 1,8 %. En Europe, les rendements ont globalement évolué en parallèle, dans un contexte de faible inflation et d'une politique monétaire toujours expansive menée par la Banque centrale européenne (BCE). Le volume d'obligations étatiques et privées a atteint un record en terme de rendements négatifs ; les observateurs estimaient durant l'été 2019 que près de 16 trillions d'équivalent dollars se traitaient sur la base de rendements négatifs, soit presque 25 % du marché mondial, en Europe ce ratio atteint 69 % et en Suisse 80 %. Il est ironique de constater que quelques années après la crise grecque qui a menacé la cohésion de la zone euro, le gouvernement grec emprunte de l'argent à court terme sur les marchés quasiment à 0 %.

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 négatif, atteignant un plus bas à - 1,128 % au mois d'août pour finalement clôturer l'année à - 0,47 %. 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 évolué dans des marges de fluctuation relativement étroites. Le franc suisse a continué de s'apprécier contre l'euro, monnaie de notre premier partenaire commercial, malgré les interventions répétées de la BNS sur le marché des changes tout au long de l'année. En définitive, notre monnaie aura progressé de 3,6 %, correspondant peu ou prou à sa performance historique. Nous rappelons que, selon notre modèle de change, la valeur réelle du franc suisse devrait se situer sous la parité (voir notre étude : « Le franc suisse est-il condamné à s'apprécier ? », septembre 2019, disponible sur www.emcge.com). La politique monétaire orientée sur la fixation de taux d'intérêt négatifs a montré peu d'effets positifs et elle commence à être vivement critiquée dans les milieux de la finance. En définitive, le dollar se sera apprécié de 2 % contre l'euro ; il sera resté stable contre le franc suisse.

Les devises des marchés émergents auront enregistré peu de volatilité en 2019, contrairement à l'année précédente. On notera la forte appréciation du rouble, de plus de 10 % contre le franc suisse et, à l'opposé, la chute du forint hongrois (-6,6 %), du peso chilien (-9,3 %), de la livre turque (-12,6 %) et du peso argentin (-38 %).

Les marchés des matières premières, et particulièrement ceux liés à l'énergie, ont été relativement peu volatils. Dans un premier temps, les prix du pétrole se sont repris durant le premier trimestre avec la remontée des marchés financiers avant de se stabiliser entre 50 et 60 dollars le baril. Le marché de l'énergie penche toujours en faveur des acheteurs face à la surabondance de pétrole et le manque de cohésion au sein des pays formant l'OPEP, un cartel qui peine depuis des années à imposer sa loi. Il faut rappeler qu'aujourd'hui les Etats-Unis sont devenus les premiers producteurs mondiaux. 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 a déjà des conséquences importantes 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 hausse de 9,4 %. Les cours des métaux de base tels que le zinc ou le cuivre ont clôturé relativement inchangé, reflet d'une demande atone liée à une croissance économique mondiale en ralentissement. Enfin, l'or a retrouvé les faveurs des investisseurs et a progressé de 19 % à USD 1'523.-- l'once et de 16,8 % en francs suisses. L'argent métal s'est également redressé, suivant la tendance des métaux précieux, terminant l'année à 17,95 dollars l'once, en progression de 16 % en USD. Après de longues années de correction/consolidation depuis le sommet d'octobre 2011, nous estimons que les métaux précieux ont amorcé la première phase d'un cycle qui pourrait s'inscrire dans la durée.

Perspectives 2020

Nous aborderons les perspectives pour l'année 2020, 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 2019, les facteurs d'opportunités l'ont clairement emporté.

Opportunités :

- Le premier volet d'un accord tarifaire satisfaisant signé entre les Etats-Unis et la Chine conduit à un retour de la confiance des investisseurs financiers et industriels. Le processus de globalisation des échanges commerciaux reprend son cours.
- Les politiques monétaires menées par les banques centrales associées à des mesures de politique budgétaires ciblées, notamment en Europe, contribuent à stimuler la croissance économique mondiale.
- L'économie mondiale, après avoir subi un trou de croissance au deuxième semestre 2018 et durant l'année 2019, se ressaisit et poursuit sa sortie de la spirale déflationniste de cette dernière décennie, les taux d'intérêt réels redeviennent progressivement 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 3,5 % 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 à nouveau de l'économie mondiale.
- 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 dérégulé 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.
- 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

après des investisseurs, la reprise de la croissance organique, l'amélioration des bénéfices des entreprises et une réallocation des actifs financiers en faveur des actions.

- A l'aube de la décennie 2020-2030, une nouvelle vague d'innovations technologiques va déferler, destinée à améliorer le confort et la qualité de vie de la population mondiale. Nous citerons : la généralisation du séquençage du génome humain et les thérapies individualisées qui pourront en résulter, l'informatique quantique, l'intelligence artificielle, l'Internet des objets connectés et les applications industrielles des imprimantes dites 3D.

Risques :

- Malgré l'accord commercial signé entre les Etats-Unis et la Chine, l'économie mondiale continue de stagner à la limite de la récession, certains pays membres de l'OCDE connaissant des récessions techniques. L'investissement industriel continue d'être réduit au minimum.
- Le climat de consommation s'assombrit face aux incertitudes évoquées précédemment et à la détérioration des perspectives sur le marché de l'emploi. Le salarié-consommateur augmente son épargne dite de précaution dans ce contexte.
- « L'ubérisation de l'économie » se poursuit, exerçant une pression déflationniste sur la rémunération du travail et en conséquence sur la consommation. 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 paiements 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 » (1'500 milliards de dollars de prêts).
- 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 mécaniciens de locomotives, les ingénieurs, les ouvriers spécialisés dans l'industrie de la construction en Allemagne et les spécialistes dans l'audit et la sécurité informatique, par exemple.

- L'Italie demeure le maillon faible de l'Eurozone et représente potentiellement un risque systémique pour l'Europe tant que des réformes structurelles ne sont pas entreprises. La France emboîte le pas 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.
- Le réchauffement climatique prend de telles proportions qu'il perturbe les activités humaines, entraîne, en conséquence, une décroissance économique irréversible et devient source de famine, de disette et de guerres pour l'accès aux ressources vitales telles que l'eau.

* * *

En 2019, nous avons continué de privilégier, dans un contexte de reflation monétaire, les actions par rapport aux obligations, notamment les actions de sociétés internationales et peu cycliques. Nous nous attendions à un scénario de reprise boursière qui s'est effectivement matérialisé dans les faits, mais dans des proportions nettement plus fortes qu'attendues. Nos portefeuilles, bien garnis en actions, ont pleinement profité de la hausse des marchés qui ont favorisé principalement les secteurs dits de « croissance-défensive » qui représentent le corps de nos dossiers. Notre approche consistant à privilégier les entreprises, principalement occidentales, actives sur les cinq continents, leader dans leur domaine respectif et à même de générer de la valeur ajoutée a pleinement porté ses fruits.

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, fortement déçu les investisseurs l'année passée. Enfin, nous avons maintenu, en fonction des clients, une certaine position en or physique qui a contribué positivement aux performances. 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 2020, 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 toujours 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 2019, nous avons maintenu un biais orienté sur les valeurs de croissance défensive et de consommation tout en recommandant de considérer des valeurs cycliques, industrielles et certaines moyennes capitalisations. En ce début d'année 2020, 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 2020