



- **Bourses: revers en décembre**
- **Conjoncture: craintes de récession en début d'année**
- **Quel positionnement de portefeuille pour 2019?**

Bourses: revers en décembre

En décembre, les principaux marchés des actions ont affiché des pertes de valeur en CHF comprises entre 4,5 et 11,5%. L'indice SPI a reculé de près de 7%. Le relèvement de taux par la Fed, intervenu le 19 décembre, ainsi que les commentaires de son président, J. Powell, ont fait naître une grande incertitude sur les marchés. Qui aurait pu anticiper des revers de cette ampleur? Heureusement, nous avons adopté un positionnement de plus en plus défensif ces derniers mois. Dans les éditions de l'Investment Letter parues depuis juin 2018, vous avez été témoin de notre choix de la prudence via la réduction tactique de la part d'actions. La cession de valeurs secondaires en novembre et la vente juste à temps, début décembre, d'obligations américaines à haut rendement ont notamment contribué à atténuer l'impact négatif des récentes corrections sur notre portefeuille.

Conjoncture: craintes de récession en début d'année

Plusieurs facteurs d'incertitude déjà présents en 2018 restent d'actualité début 2019: désescalade du conflit commercial avec la Chine, mise en œuvre de la décision de Brexit, et gel des dépenses de l'administration fédérale américaine («shutdown»). Ce qui nous préoccupe n'est pas tant l'incidence de ces facteurs isolés sur l'économie et les marchés financiers que la tendance à la détérioration conjoncturelle qui se profile dans le monde entier. Un certain nombre d'indicateurs avancés laissent présager un ralentissement de la croissance dans les principaux pays en 2019.

Au 3^e trimestre 2018, l'économie helvétique a, contre toute attente, accusé à son tour un repli de 0,2% par rapport au trimestre précédent. Nous ne disposerons des chiffres du 4^e trimestre que fin février. Nous ne savons donc pas, pour l'instant, si elle sera en mesure de maintenir la cadence soutenue des dernières années.

Les banques centrales des États-Unis, de la zone euro et de la Chine ont entre-temps pris conscience du risque accru de fléchissement de la dynamique conjoncturelle. Elles hésitent néanmoins à revoir en conséquence leur calendrier de normalisation de la politique monétaire. Les informations qui nous parviendront ces prochains mois à propos de l'évolution de la conjoncture et des bénéfices des entreprises seront déterminantes pour la suite des événements.

Malgré la mauvaise surprise de décembre, nous ne pensons pas observer en 2019 de tendances marquées à une récession mondiale. Il ne fait cependant aucun doute que la croissance économique marquera nettement le pas par rapport à 2018, et ce, dans le monde entier. En comparaison historique, les valorisations d'actions sont désormais bien plus modérées, ce qui atténue le risque de nouvelles fortes déconvenues.

Quel positionnement de portefeuille pour 2019?

Les marchés financiers, et en particulier les marchés des actions, continuent à dépendre de la conjoncture. Nous avons beau ne pas prévoir de récession malgré le ralentissement sensible de la croissance, nous n'excluons pas de nouvelles corrections boursières. Dans ce contexte, il est impératif d'adapter sa stratégie de placement à son profil de risque individuel et de s'assurer de présenter une tolérance aux pertes suffisante pour surmonter des périodes de turbulences. Compte tenu de l'environnement actuel, s'aventurer à se prononcer sur l'évolution des marchés financiers en 2019 ne rimerait à rien. Les prévisions peuvent tout au plus nous aider à synthétiser les faits pour nous guider dans le choix de la stratégie de placement à adopter. L'agilité tactique et le fait de suivre une stratégie mûrement réfléchie et axée sur le long terme seront deux éléments qui, fin 2019, pèseront bien plus lourd que les prévisions de rendement dans le processus de placement.

Nous maintenons pour notre part la pondération tactiquement neutre de nos actions, en privilégiant les valeurs défensives suisses. Nous évitons les obligations en CHF, dont les performances sont négatives, et misons plutôt sur les liquidités ainsi que sur les emprunts de pays émergents libellés en monnaie locale et mieux rémunérés. La mégatendance qu'est la numérisation conserve tout son attrait stratégique et peut être judicieusement exploitée par le biais de placements dans des fonds en actions du secteur technologique américain.

États-Unis: les perspectives s'assombrissent

Alors que les indicateurs avancés américains étaient largement expansionnistes ces derniers mois, l'indice des directeurs d'achat de l'industrie fait désormais grise mine. S'il évolue toujours nettement dans le vert à 54,1 points, il est toutefois retombé des sommets (plus de 60 points) auxquels il culminait (fig. 1). Le moral des consommateurs n'est plus au beau fixe, lui non plus. L'indicateur mesurant les attentes pour l'avenir, notamment, s'est contracté. Il devient de plus en plus compliqué, pour l'économie américaine, de bénéficier de stimulations supplémentaires. Le plein emploi ne parle pas en faveur d'une hausse de la production. Le rapport du 4 janvier sur le marché du travail a montré que la forte demande de main-d'œuvre ne cesse de tirer les salaires à la hausse. Bien qu'elle n'ait pour l'instant rien d'inquiétant, cette augmentation reflète tout de même la crise du facteur travail. Nous tablons par conséquent pour 2019 sur une progression du PIB de l'ordre de 2 à 2,5% aux États-Unis.

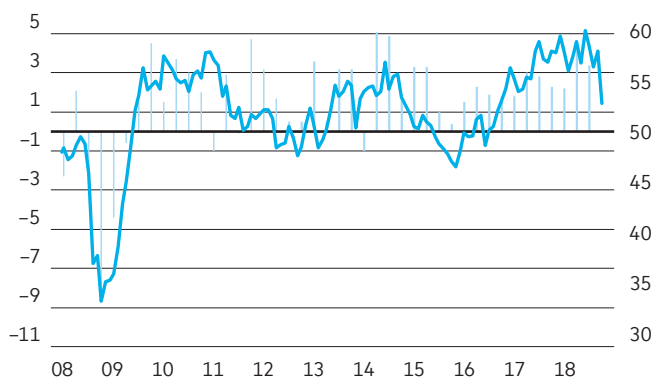
UE: le facteur de risque demeure politique

Il y a fort à parier que le fléchissement conjoncturel observé dans la zone euro se poursuivra en 2019. Les indicateurs anticipés continuent à céder du terrain. L'indice italien des directeurs d'achat de l'industrie est entré dans la zone de contraction, suivi récemment par celui de la France. En Allemagne et en Espagne, il est désormais à peine supérieur à la barre critique des 50 points. Et le moral des consommateurs ne fait hélas pas exception, malgré la robustesse du marché du travail (fig. 2). Les principaux facteurs de tension sont selon nous de nature politique, à l'exemple des débats autour du Brexit ainsi que des points d'interrogation qui planent sur la politique commerciale américaine. Impossible aujourd'hui de prédire la tournure que prendront les événements à ces deux égards.

Suisse: l'indicateur du KOF contredit l'indice des directeurs d'achat

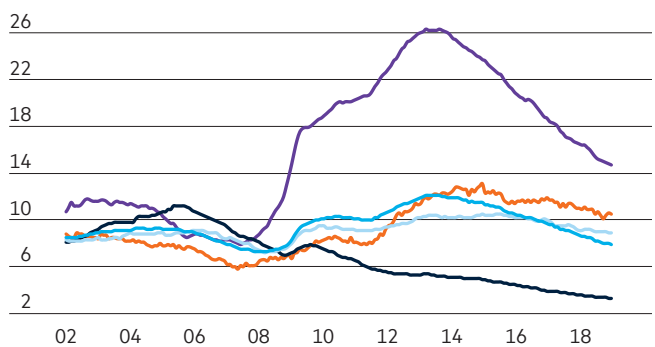
L'indice suisse des directeurs d'achat de l'industrie a fait preuve de robustesse ces derniers temps. Toujours nettement expansionniste, il témoigne de la clémence du climat dans l'industrie suisse (fig. 3). L'indicateur du KOF, en revanche, a poursuivi sa baisse et évolue actuellement en dessous de sa moyenne à long terme, un signe révélateur du fléchissement conjoncturel en Suisse. Rien de très étonnant en soi: étant donné sa profonde imbrication dans l'économie mondiale, il aurait été difficile pour l'économie helvétique de se désolidariser de la tendance mondiale. Un taux de croissance du PIB suisse de 1,5% pour 2019 nous paraît réaliste.

Fig. 1: indice américain des directeurs d'achat de l'industrie



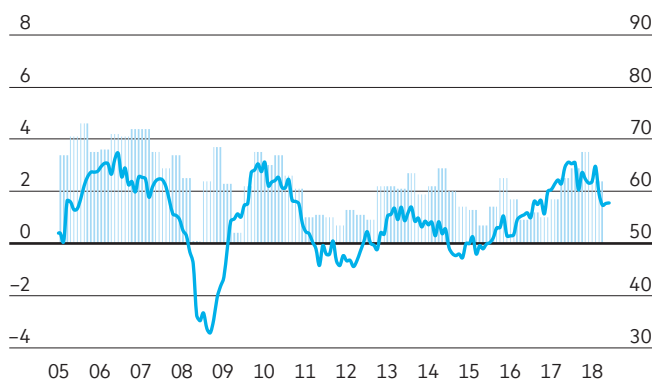
■ Indice américain des directeurs d'achat de l'industrie (éch. de dr.)
 ■ PIB américain en % (en glissement trimestriel annualisé, éch. de g.)
 Source: BKB (Bloomberg)

Fig. 2: taux de chômage dans la zone euro



■ Zone euro ■ Allemagne ■ Espagne
 ■ France ■ Italie
 Source: BKB (Bloomberg)

Fig. 3: indicateur avancé suisse



■ Indice suisse des directeurs d'achat de l'industrie (éch. de dr.)
 ■ PIB en % (en glissement annuel, éch. de g.)
 Source: BKB (Bloomberg)

Taux d'intérêt, monnaies et marché immobilier

La Fed donne des signes de flexibilité en matière de taux

Lors de sa réunion de mi-décembre, la Réserve fédérale américaine a pour la quatrième fois en 2018 relevé son taux directeur de 0,25 point, à une marge de fluctuation comprise entre 2,25 et 2,5 points. En dépit des signes de ralentissement qui ne cessent de se multiplier aux États-Unis, le marché du travail local affiche une forme éblouissante. J. Powell a annoncé deux autres hausses de taux en 2019, tout en précisant que la politique monétaire américaine était souple et capable d'adaptation. La Fed saura, selon lui, se montrer patiente et attentive à l'évolution de la situation économique. Elle pourrait modifier son cap si nécessaire. J. Powell a également rappelé que la politique n'intervenait pas dans les prises de décision de la Fed. Les marchés financiers ne tablent actuellement pas sur un relèvement des taux pour 2019.

La BCE reporte la hausse des taux

La Banque centrale européenne poursuit quant à elle sa politique expansionniste. La conjoncture actuelle permettrait de mettre fin à l'assouplissement quantitatif, mais le président de la BCE, M. Draghi, est conscient que, dans le même temps, les risques se sont accrus. Le fléchissement conjoncturel mondial, le conflit commercial qui oppose les États-Unis et la Chine, l'imminence du Brexit ainsi que les risques d'ordre politique en Italie et en France sont autant d'arguments qui plaident à l'encontre d'un prochain relèvement des taux directeurs. L'inflation se situe en outre nettement en dessous de l'objectif de la BCE. Au vu des inquiétudes conjoncturelles grandissantes, les investisseurs estiment que les taux ne seront pas revus à la hausse avant 2020.

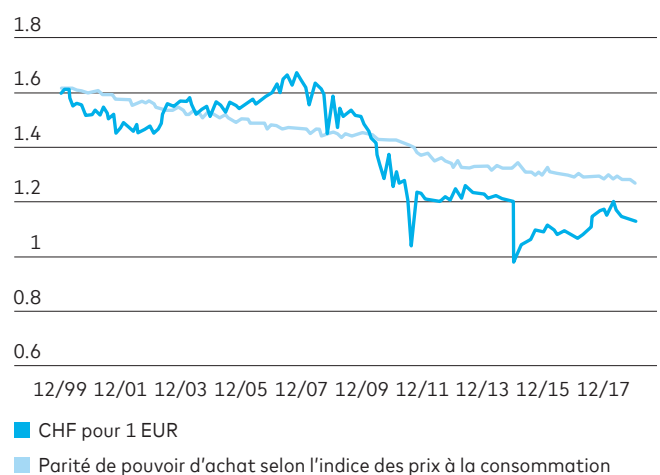
La Banque nationale suisse (BNS) s'en tient elle aussi à son cap expansionniste. L'économie a beau être florissante, l'incertitude se propage. Du point de vue de la BNS, le franc demeure encore surévalué, et la situation sur le marché des devises reste précaire. Selon la parité de pouvoir d'achat fondée sur les prix à la consommation, le «juste» taux de change s'établirait à 1,26 CHF/EUR (fig. 1). Nous ne pensons cependant pas que le franc s'affaiblira beaucoup en 2019: notre prévision de taux de change est donc de 1,15 CHF pour 1 EUR.

Marché suisse de l'immobilier

Les placements immobiliers suisses cotés en bourse n'ont pas été à la hauteur des attentes en 2018. Nous avions prévu pour les fonds immobiliers une évolution légèrement positive tenant compte des distributions. Au final, l'indice SWIIT (fonds immobiliers) a enregistré une moins-value de 5,32%. Il faut dire que les nombreuses augmentations de capital ont pesé de manière non négligeable sur le marché des fonds. La performance des actions immobilières a elle aussi laissé à désirer: fin août, alors que l'indice REAL (actions immobilières) s'établissait à -2,08%, une évolution positive était encore possible, mais, au cours du 2^e semestre, les actions immobilières ont à leur tour été victimes du climat boursier défavorable. Par rapport au SMI et au SPI, les pertes ont néanmoins été limitées. Conséquence de ces corrections: les agios des fonds immobiliers se sont retrouvés sous pression. En comparaison historique, les fonds immobiliers ne sont donc plus surévalués. On arrive à la même conclusion lorsque l'on met en parallèle les agios avec les rendements des emprunts d'État suisses à 10 ans.

Nous maintenons notre pondération neutre autour de 5% sur le segment des placements immobiliers indirects, en partie en raison de l'attrait des rendements sur distribution et de la relative faiblesse des agios par rapport aux obligations helvétiques.

Fig. 1: taux de change EUR/CHF et parité de pouvoir d'achat



Source: BKB, Bloomberg

Des pertes sensibles en fin d'année

Les investisseurs n'ont pas vu leurs placements s'envoler en fin d'année, bien au contraire. Les préoccupations conjoncturelles et la crainte de voir les bénéfices diminuer ont également eu raison de la performance annuelle du marché des actions américain, qui était encore positive en novembre. Selon le MSCI, la perte mensuelle enregistrée par les actions US (-10,5% en CHF) a été élevée en comparaison internationale. Les revers boursiers survenus sur les marchés des actions – déjà fort malmenés en 2018 – des pays émergents (-4,2%) et de la zone euro (-6,5%) ont été un peu moins sévères. L'indice MSCI Suisse n'a pas été épargné non plus (-6,7%).

Les titres cycliques ont une nouvelle fois été plus durement sanctionnés que les valeurs défensives. Les actions du secteur des fournisseurs (utilities) sont encore celles qui ont le mieux tiré leur épingle du jeu, et ce, partout dans le monde.

Recul des valorisations

L'analyse de la contribution (fig. 1) à la médiocre performance annuelle montre que les pertes s'expliquent par une baisse du niveau des valorisations. Alors que les bénéfices des entreprises ont poursuivi leur progression significative en 2018, les investisseurs ne leur accordent plus la même importance qu'auparavant. Les rapports cours/bénéfice sur les différents marchés boursiers ont considérablement baissé courant 2018 et sont désormais proches des valeurs moyennes à long terme.

Nos prévisions pour 2019

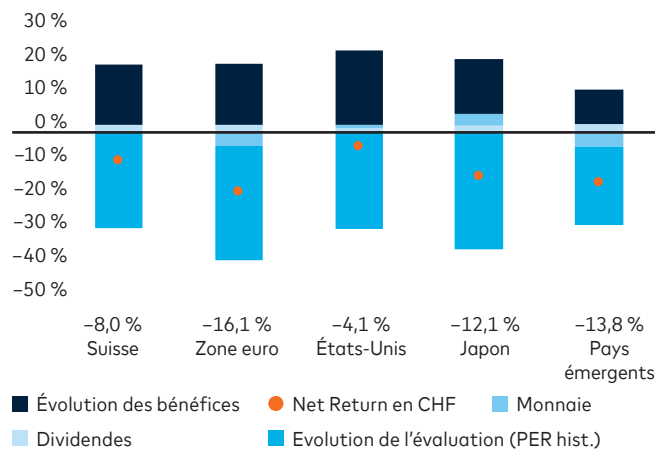
Nous tablons cette année sur une évolution modérée des marchés des actions. Le ralentissement économique et l'éventualité d'un recul des marges bénéficiaires, historiquement élevées (fig. 2), seraient susceptibles de venir enrayer la dynamique de profits. Les marchés boursiers devraient en conséquence afficher des rendements inférieurs à la moyenne, mais encore légèrement positifs dans notre scénario principal – qui exclut le spectre de la récession. Ils oscilleraient entre 0 et 5%. Compte tenu de son positionnement défensif, nous estimons que le marché des actions suisse est le plus prometteur.

Stratégie de placement

Nous avons procédé en décembre à une augmentation opportuniste de notre part d'actions suisses et avons démarré la nouvelle année avec une pondération neutre en actions de notre portefeuille. Dans cette catégorie, notre positionnement est surpondéré pour les marchés émergents et la Suisse, mais sous-pondéré pour l'Europe et l'Amérique du Nord.

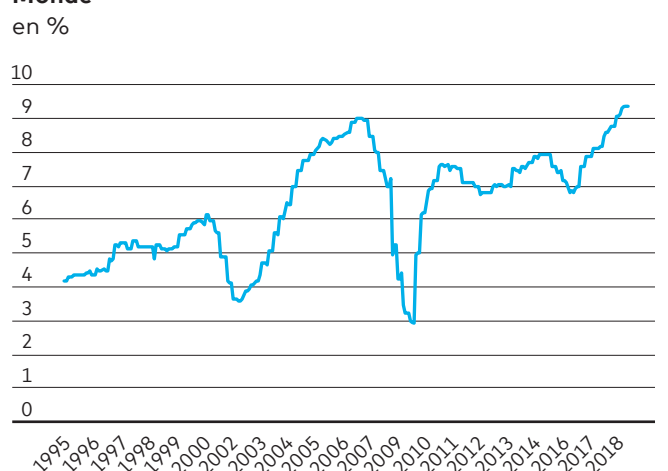
Fig. 1: contribution à la performance des actions en CHF du 1^{er} janvier au 31 décembre 2018

Échelle graphique avec rendements logarithmiques



Source: BKB (Bloomberg/MSCI)

Fig. 2: évolution de la marge bénéficiaire des actions Monde



Source: BKB, Bloomberg

© Banque Cler / Sans engagement. Nos recommandations se fondent sur des informations publiques que nous considérons comme fiables, mais pour lesquelles nous ne prenons aucune responsabilité. Nous ne pouvons pas non plus en garantir l'intégralité et l'exactitude. Nous nous réservons le droit de modifier en tout temps sans préavis l'opinion exprimée ici. Les recommandations de placement développées dans la présente publication pourraient ne pas être applicables à certains investisseurs – selon les objectifs et l'horizon de placement ou le contexte global de la position financière. Aux investisseurs, nous conseillons qu'ils se procurent l'avis d'un spécialiste de leur banque avant de procéder à un engagement. Cette publication est le fruit de la coopération entre la Banque Cler et la BKB.