



## Joyeux Noël



Inutile de chercher la raison des récentes déconvenues du marché dans les signaux émis par l'économie mondiale. Celle-ci n'a rien perdu de sa vigueur, quoiqu'un peu en-deçà des deux trimestres précédents. Les indices PMI, qui sont fortement corrélés au développement économique réel, maintiennent tous le cap sur une croissance nette. Le litige budgétaire de l'Union européenne avec l'Italie a pu être résolu. Le gouvernement français a fait un pas en direction des «Gilets jaunes» qui battent toujours le pavé. En Allemagne, la succession d'Angela Merkel à la tête de la CDU a été réglée avec une clairvoyance qui confine à la possessivité. Toujours par tranchée, la question de la sortie de la Grande-Bretagne de l'Union européenne reste une source d'incertitude.

De l'autre côté de l'Atlantique, l'incertitude politique est autrement plus forte. Aux Etats-Unis, le comité d'open-market de la Fed, la banque centrale américaine, a de nouveau relevé les taux directeurs, se rapprochant encore un peu plus du niveau considéré comme neutre. On parle de taux neutres dès lors qu'ils ne stimulent ni ne freinent la croissance. Une situation tout à fait supportable par une économie dont la croissance réelle dépasse largement les 3% dans le cycle conjoncturel actuel.

La «Main Street» ne semble pas se laisser gagner par l'inquiétude quant aux perspectives économiques. L'emploi poursuit sa marche en avant, tandis que les salaires augmentent actuellement jusqu'à 3% par an. La baisse des prix de l'essence fait des heureux, en libérant un surcroît de pouvoir

d'achat pour d'autres dépenses de la vie. A en juger par son interprétation des courbes des rendements inversées, c'est plutôt «Wall Street» qui semble s'émouvoir de cette évolution de la croissance. Parce que les rendements à deux ans sont supérieurs à ceux à 5 ans, l'expérience ayant pourtant montré qu'il ne fallait y voir là qu'un signal peu fiable de l'imminence d'une récession. La perspective qu'Apple ne parvienne à écouler autant d'iPhones que prévu en cette période de Noël suscite également des inquiétudes.

Il n'y a pour nous rien d'étonnant à ce que le marché boursier américain connaisse actuellement les plus fortes turbulences. Il s'agit ni plus ni moins que d'une conséquence de la forte prolifération des fonds indiciels (ETF) ainsi que des stratégies de placement informatisées. Un constat que partage également Marko Kolanovic, chef des études de marchés quantitatives chez JP Morgan, pour qui le nombre croissant d'algorithmes réagissant aux gros titres pose problème. Son établissement est le premier nom qui vient à l'esprit parmi ceux qui ont développé des applicatifs de vente capables de réagir automatiquement à l'actualité – aussi véridique soit elle – comme aux fake news. Ce cercle vicieux de réactions tend à élargir encore le fossé qui sépare les annonces négatives de la réalité économique intacte caractérisée par la hausse des dépenses de consommation et la forte croissance des bénéficiaires. C'est pourquoi Kolanovic s'en tient à sa prévision de S&P 500 à 3100 points fin 2019, soit un gain de 29% par rapport à la période actuelle.

## Evolution des valeurs

Marchés d'actions	dep. 31/12/17	
SMI	8 417,3	-10,3%
SPI	9 812,6	-8,7%
DAX (€)	10 633,8	-17,7%
Euro Stoxx 50 (€)	3 000,6	-14,4%
S&P 500 (\$)	2 416,6	-9,6%
Dow Jones (\$)	22 445,4	-9,2%
MSCI EM (\$)	957,3	-17,4%
MSCI World (\$)	1 835,0	-12,8%

Marchés obligataires	dep. 31/12/17	
SBI Dom Gov TR	225,1	+0,6%
SBI Dom Non-Gov TR	139,1	-0,0%

Marchés immobiliers	dep. 31/12/17	
SXI RE Funds	358,8	-6,0%
SXI RE Shares	2 400,7	-1,6%

Matières premières	dep. 31/12/17	
Pétrole (\$/Bbl.)	45,4	-24,9%
Or (\$/oz.)	1 256,9	-3,5%

Cours de change	dep. 31/12/17	
EUR/CHF	1,1300	-3,4%
USD/CHF	0,9938	+2,0%
EUR/USD	1,1372	-5,3%

Taux d'intérêt à court terme			
	3M	Prév. 3M	Prév. 12M
CHF	-0,73	-0,8 - -0,7	-0,3 - ±0,0
EUR	-0,35	-0,4 - -0,2	+0,1 - +0,3
USD	+2,82	+1,5 - +1,6	+2,2 - +2,5

Taux d'intérêt à long terme			
	10A	Prév. 3M	Prév. 12M
CHF	-0,23	-0,1 - +0,3	+0,6 - +1,0
EUR	+0,27	+0,8 - +1,0	+1,1 - +1,4
USD	+2,79	+2,7 - +3,0	+3,3 - +3,6

Renchérissement			
	2018P	2019P	2020P
Suisse	+1,3%	+1,3%	+1,2%
Zone euro	+1,9%	+2,3%	+2,2%
Etats-Unis	+2,5%	+2,4%	+2,4%

Economie (PIB real)			
	2018P	2019P	2020P
Suisse	+1,8%	+1,8%	+1,5%
Zone euro	+2,0%	+2,2%	+2,2%
Etats-Unis	+2,8%	+2,2%	+1,8%
Global	+3,8%	+3,6%	+3,4%



## Le 2018 à marquer d'une pierre noire pour les investisseurs



2018 restera un mauvais souvenir dans la mémoire des investisseurs. Jamais au cours des 100 dernières années on n'avait assisté à l'effondrement des cours d'autant de classes d'actifs. Actions, obligations, fonds immobiliers, hedge funds, pétrole, soja, or ou Bitcoin, tous ont cédé du terrain par rapport au début de l'année.

Si le Bitcoin flirtait encore avec les 16 700 dollars en janvier, il ne vaut désormais plus guère que 3800 dollars. Alors que le cours de l'or se situait aux alentours de 1350 dollars l'once les premiers mois de 2018, celle-ci s'échange à présent à environ 1 250 dollars. Les prix des matières premières agricoles n'ont pas été épargnés non plus: -7% pour le soja, 21% pour le sucre. Les métaux industriels ont eux aussi été malmenés: l'aluminium est en recul de 16%, le cuivre de plus de 17% en 2018. Les prix du brut enfin ont également flanché de façon très significative - à tout juste 21% (WTI).

Du côté des obligations, les cours ont connu des fortunes diverses. Les emprunts d'Etat ont essuyé des revers moins importants que les obligations d'entreprise. Cela

n'est vrai toutefois que pour une poignée de pays. La France et l'Italie, sans parler de la Chine, du Brésil, du Mexique ou de la Turquie, ont vu leurs emprunts d'Etat subir des pertes considérables. Dans des pays tels que l'Allemagne et la Suisse, les obligations à court terme affichent encore des rendements très clairement négatifs. Seuls les Etats-Unis parviennent à tirer leur épingle du jeu avec des taux à court terme en très nette hausse. Encore faut-il être prêt à déboursier environ 4% par an pour le dollar américain afin de se prémunir contre les caprices du taux de change.

Concernant les actions, les cours sont clairement tombés en zone négative en décembre. Aux Etats-Unis, l'indice S&P 500, très diversifié, se situe à -10% - au même niveau que le baromètre boursier suisse SMI. Pour peu que l'on écarte les 20 titres majeurs de la place suisse telles Nestlé, Roche, Novartis etc., l'indice «SPIEX» correspondant avoisine alors les -18%. Le DAX allemand lui aussi affiche un triste -18% depuis le début de l'année. A cela s'ajoute une perte de change de 3% par rapport à l'euro.

## Les principales dates de la nouvelle semaine

24/12/2018	Veille de Noël - SIX fermé
25/12/2018	Noël - marchés fermés
26/12/2018	USA: indice manufacturier Richmond Fed décembre
28/12/2018	Zone Euro: produit intérieur brut 3 <sup>e</sup> trimestre, balance des opérations courantes

## Commentaire Zugerberg

Une année extrêmement délicate au niveau des placements touche à sa fin. Toutes les classes d'actifs ont perdu du terrain - du jamais vu au cours des 100 dernières années. Une année à vite oublier pour les investisseurs. Il ne leur reste plus à présent qu'à tirer un trait sur l'année écoulée, à en tirer les enseignements qui s'imposent et à regarder vers l'avant.

Le secteur des placements est parfois bien ingrat. Quand un architecte conçoit une maison et accomplit son travail avec toute la diligence nécessaire, la maison va tenir debout et le client sera satisfait. Il n'en va pas de même de la gestion de fortune. Nous avons pourtant visé juste avec nos estimations économiques pour l'année qui s'achève. Comme attendu, le PIB mondial a atteint de nouveaux sommets historiques, la croissance est restée forte, l'inflation faible et les taux ont collé au plancher en Europe tandis qu'ils augmentaient aux Etats-Unis. Tout s'est passé exactement comme prévu. Maintes entreprises ont même vu leurs bénéfices augmenter plus qu'attendu. Un environnement on ne peut plus favorable à l'épanouissement des actions et des obligations d'entreprise. Et pourtant on est loin du compte. Ces classes d'actifs terminent pour la plupart l'année en forte baisse, plombées par la nervosité et l'incertitude des investisseurs. L'année 2018 restera dans les annales comme une mauvaise année pour les placements.

Une fois de plus, les cours semblent s'être affranchis des paramètres fondamentaux. Il convient alors de garder son sang-froid et de ne pas perdre de vue l'horizon de placement. Dès lors que la qualité est au rendez-vous dans le stock, le temps joue en notre faveur. Et de la qualité, ce n'est pas ce qui manque.

Nous vous souhaitons de très bonnes fêtes de fin d'année.

Meilleures salutations, Timo Dainese