

2019  
JANVIER  
#126

# PREMIER PLAN



**Nicolas Morvan,**  
Directeur Général

## ÉDITO

### ADIEU 2018 !

Chaque fin d'année, c'est l'heure du bilan. Il y a des années fastueuses qu'on aimerait voir se reproduire à l'infini et d'autres, plus délicates, qu'on préférerait oublier... L'année 2018 est assurément de cette seconde catégorie !

Si 2018 a marqué le retour de la volatilité au mois de février, elle a aussi marqué un net recul des indices. Alors que les marchés actions avaient beaucoup progressé depuis 10 ans, et notamment ces deux dernières années, nous avons subi sur le second semestre 2018 une phase de correction particulièrement sévère sur certaines géographies ou segments (marchés émergents, petites et moyennes valeurs européennes).

Dans un marché agité, marqué par des risques politiques et commerciaux et qui a souvent réagi plus fortement aux tweets de Donald Trump qu'à l'évolution des fondamentaux des entreprises, l'année 2018 a été une année éprouvante pour vous, investisseurs, partagés entre la tentation de vendre pour éviter de creuser les pertes et celle de profiter de la volatilité pour dénicher des opportunités d'investissement.

Comme le rappelait Pascal Boiteau, Directeur Général de Portzamparc Gestion, dans son édito il y a deux mois, ce contexte doit nous rappeler un élément fondamental de tout investissement : l'horizon de placement. La correction subie ne remet pas en cause la tendance de long terme des marchés actions qui restent orientés à la hausse. Et même si 2019 ne chassera pas tous les doutes à court terme, nous restons déterminés à être présents à vos côtés pour éclairer vos décisions d'investissement.

**Toutes les équipes Portzamparc se joignent à moi pour vous souhaiter, à vous et à tous ceux qui vous sont chers, une très belle année 2019 !**

---

**« IL Y A DES ANNÉES  
FASTUEUSES QU'ON  
AIMERAIT VOIR  
SE REPRODUIRE À  
L'INFINI ET D'AUTRES  
PLUS DÉLICATES,  
QU'ON PRÉFÉRERAIT  
OUBLIER... »**

---

Rédigé le 28 décembre 2018

# BILAN MACROÉCONOMIQUE DE L'ANNÉE 2018



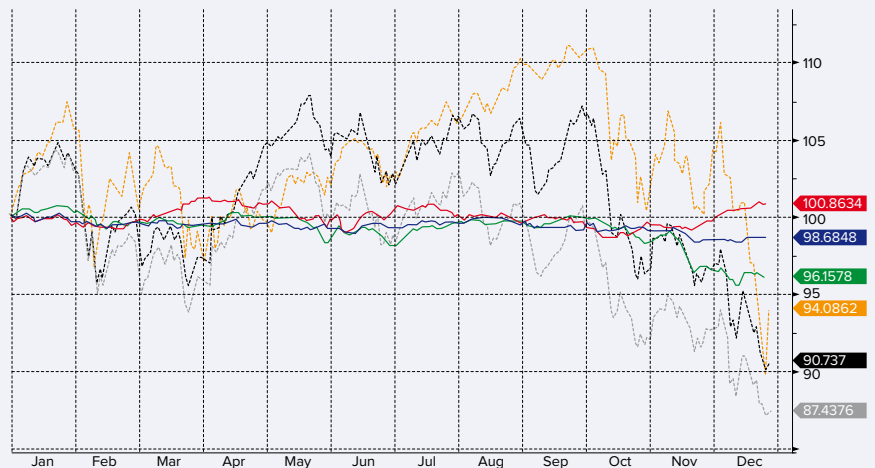
**Sébastien Sicot**  
Gérant de portefeuilles  
Portzamparc Gestion

**2018 aurait dû être une bonne année boursière, notamment aux Etats-Unis, soutenue par la réforme fiscale américaine. Malgré un dernier soubresaut au lendemain de Noël, l'ensemble des indices actions finissent dans le rouge. Comment expliquer cette contre-performance ? Comment se présente 2019 ?**

## PHOTO FINISH

### Evolution en 2018 (indices base 100 au 31/12/2017, coupons et dividendes inclus)

- > **actions** (en pointillés) : américaines (S&P 500, en orange), européennes (Eurostoxx 50 en gris) et françaises (CAC 40, en noir)
- > **obligations européennes** (en traits pleins) : d'Etats (en rouge), investment grade (en bleu) et high yield (en vert)



Source : Bloomberg Finance 2018



La première chose qui frappe à la vue de l'évolution des marchés actions cette année 2018 est la forte volatilité qui a régné tout au long de l'année, dont le premier pic a eu lieu dès le mois de février. En cause, le rapport sur l'emploi américain de janvier, publié début février, faisant état d'une hausse des salaires supérieure aux attentes : les craintes d'un dérapage de l'inflation, et donc d'une action plus ferme de la banque centrale américaine, avec pour conséquence un coup d'arrêt à la croissance, font flancher les marchés une première fois. Les analystes craignent par ailleurs que ces hausses de salaires, liées à une pénurie de main d'œuvre qui va s'accroître tout au long de l'année, ne finissent par peser sur les marges des entreprises. Or, la question des marges va redevenir centrale quelques mois plus tard... En effet, 2018 est marquée également par la déclaration de guerre commerciale de l'autoproclamé « Tariff<sup>1</sup> Man », c'est-à-dire Donald Trump, qui commence par remettre en cause le traité régissant le commerce entre Canada, Mexique et Etats-Unis. Le président américain s'est ensuite attaqué à la Chine en mettant en place des barrières douanières à l'importation afin de forcer ses dirigeants à améliorer leurs comportements en matière d'équité des échanges et de protection de la propriété intellectuelle et des brevets (ce qui ne semble pas choquant). Or, ces taxes douanières sont payées par les importateurs (et non par les exportateurs) et visent à forcer les entreprises américaines à produire sur le sol américain plutôt qu'en Chine : leurs marges seront donc affectées soit par les taxes, soit par le surcoût de la production aux Etats-Unis. Le dialogue de sourd qui s'est installé entre chinois et américains a fini par peser également sur les marchés qui ont chuté au troisième trimestre, les investisseurs craignant que cette guerre commerciale ne fasse que des perdants et se termine en récession. Les révisions en baisse des chiffres de la croissance par les grandes institutions internationales (OCDE, FMI,...) accréditent ce changement de perspective qui trouve un écho dans les évolutions de la courbe des taux américaine.

<sup>1</sup> Tariff = barrière douanière

---

## POLITIQUE MONÉTAIRE ET INVERSION

---

Le maître-mot de l'action menée par la Réserve Fédérale américaine depuis trois ans est la normalisation de la politique monétaire mise en place pour contrer les effets de la crise de 2008. La Fed remonte ses taux directeurs depuis fin 2015, alignant 9 hausses de 25 points de base à un rythme trimestriel en 2018, et considère que sa politique monétaire est, ou va bientôt devenir, neutre (elle ne freinera ni ne soutiendra l'économie américaine). Sa crainte actuelle est de voir cette dernière surchauffer, c'est-à-dire conduire à un dérapage de l'inflation, notamment par les salaires alors que le chômage est historiquement faible. La conséquence de cette normalisation a été une remontée des taux courts à 3 mois de 250 points de base depuis fin 2015, tandis que sur la même période, le 10 ans n'a progressé que de 50 points, conduisant à un aplatissement de la courbe des taux, voire à son inversion (le taux à 10 ans passant en-dessous de celui à 3 mois). Or, cette inversion est prétendument annonciatrice de récession : sur les dernières décennies, une inversion est « souvent » (ce n'est pas systématique) suivie d'une récession dans les 6 à 18 mois (soit une certaine marge d'erreur...), d'où la forte baisse des marchés actions sur la fin de l'année...

La BCE doit, elle aussi, gérer la sortie de sa politique monétaire ultra-accommodante, mais est « en retard » par rapport à son homologue américaine et en est juste à stabiliser son bilan, une première hausse des taux n'étant pas attendue avant 9 à 12 mois. Ce n'est donc pas de ce côté qu'il faut chercher la sous-performance relative des marchés européens par rapport aux marchés américains, mais plutôt du côté de la macro-économie. En effet, la croissance américaine, stimulée par la réforme fiscale, a fait un pic au milieu de l'année alors qu'en Europe elle n'a cessé de décliner tout au long de l'année.

---

## RISQUE POLITIQUE EUROPÉEN... ET FACTEURS « TECHNIQUES »

---

Une autre explication à cette chute des marchés européens est à chercher du côté politique. Au printemps, l'arrivée au pouvoir en Italie de l'improbable alliance des populistes du M5S et de la Liga conduira à des discussions très houleuses autour du budget italien en fin d'année. En Allemagne, l'échec relatif du parti de Mme MERKEL à des scrutins régionaux a fragilisé la coalition de la chancelière qui a perdu de son aura pour la fin de son quatrième mandat. En France, la fin d'année a été marquée par le mouvement des « gilets jaunes » qui aura conduit à des pertes importantes pour le commerce notamment, remettant en cause le rebond de la croissance qui commençait à être observé au début du dernier trimestre... Et bien sûr, n'oublions pas le Brexit : au terme de négociations tendues, Theresa May a obtenu un accord avec l'Union Européenne pour organiser la sortie du Royaume-Uni. Mais cet accord ne rassemblera probablement pas la majorité nécessaire au parlement lors de son vote en début d'année. Si la baisse est conséquente sur les indices des grandes valeurs, il faut souligner que la chute est vertigineuse pour l'univers des petites et moyennes valeurs. Cette forte sous-performance s'explique par les flux qui ont déserté les actions en général. Sur les petites et moyennes capitalisations, cette absence de flux conduit à une faiblesse de la liquidité qui pèse sur les cours, comme cela a été le cas sur les marchés obligataires en fin d'année, notamment sur le haut rendement.

---

## QUELLES PERSPECTIVES POUR 2019 ?

---

Le risque politique va rester important en Europe avec l'épilogue (peut-être) du Brexit, des élections probables en Italie et possibles en Espagne, et surtout les élections européennes en mai où l'on craint une poussée des extrêmes eurosceptiques. De l'autre côté de l'Atlantique, la perte par les Républicains de la majorité au Congrès risque de paralyser l'Etat, comme cela a été le cas à la fin de l'année où D. Trump a provoqué un « shutdown » (la fermeture des services non essentiels de l'Etat par manque de financement) parce que les démocrates n'ont pas voté les crédits pour son mur entre le Mexique et les Etats-Unis. Ajoutons à cela la guerre commerciale en cours, le risque géopolitique (Russie, Iran, Corée du Nord,...) le ralentissement économique... La volatilité risque d'être encore élevée ces prochains mois !

***Dans ces conditions, nous maintiendrons une allocation prudente dans nos portefeuilles dans l'attente de voir le brouillard se dissiper.***



**Tous les matins, à partir de 9h15, vous pouvez retrouver le debrief matinal de nos experts sur la chaîne YouTube. Pour vous aider à mieux comprendre nos commentaires, ce glossaire reprend les principales définitions que vous êtes susceptibles d'entendre.**

<b>CA</b>	Chiffre d'Affaires : Niveau de ventes publié par l'émetteur
<b>BNPA</b>	Bénéfice net pdg divisé par le nombre de titres
<b>Croissance organique</b>	Variation des ventes n/n-1 hors effet périmètre (et effet change si disponible)
<b>Marge Brute</b>	Secteur industriel, production - achats de matières premières et produits finis. Secteur communication : CA - coûts des ventes
<b>VA</b>	Valeur ajoutée : Marge brute ou commerciales - autres achats et charges externes
<b>EBE</b>	Excédent brut d'exploitation : VA - impôts et taxes et frais de personnel (y compris participation, charges intérimaires)
<b>Ebitda</b>	Excédent brut d'exploitation + loyers (y compris charges locatives)
<b>PER</b>	Price Earning Ratio : Cours de l'action divisé par le bnpa corrigé
<b>ROC</b>	Résultat opérationnel corrigé des éléments non courants
<b>RNpdg</b>	Résultat net consolidé part du groupe publié
<b>Gearing</b>	Dettes financières nettes divisées par les fonds propres 100%
<b>Cash flow</b>	Capacité d'autofinancement après déduction de la part des intérêts minoritaires

## PREMIER PLAN

Responsable de Rédaction  
Benoît Thubert

NANTES (Siège social)  
13, rue de La Brasserie  
44100 Nantes  
Tél. 02 40 44 94 00

PARIS  
16, rue de Hanovre  
75002 Paris  
Tél. 01 40 17 49 00

Portzamparc Société de Bourse  
Société Anonyme au capital  
de 4 500 000 €,  
RCS Nantes 786 001 339

contact@portzamparc.fr  
[www.portzamparc.fr](http://www.portzamparc.fr)

Les informations figurant dans ce document proviennent de sources dignes de foi, mais aucune attestation ou garantie, expresse ou tacite, n'est donnée quant à la fiabilité ou au caractère complet de ces informations qui ne doivent pas être exploitées comme telles. Elles ne doivent ni faire autorité ni se substituer au jugement propre des investisseurs et ne sont pas censées être l'unique base d'évaluation des stratégies ou instruments financiers présentés. Les placements sur les marchés financiers peuvent s'avérer risqués. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et elles ne sont pas constantes dans le temps. Communication à caractère promotionnel.