



TENDANCES ET CONJONCTURE

« Un changement de climat financier notable en fin d'année 2018 »

Le premier semestre a été marqué par un retour inévitable de la volatilité sur les marchés actions (notamment en février et en mars), les tensions géopolitiques liées à la guerre commerciale que se livrent les États-Unis et la Chine, à l'incertitude liée au dénouement du Brexit et aux velléités du gouvernement italien, se sont communément amplifiées à partir du mois de juin. Jusqu'au troisième trimestre de l'année 2018, les indices boursiers sont restés, en façade, relativement stables dans un contexte incertain sans être alarmant, et somme toute proches de l'équilibre en termes de performances. **Néanmoins en parallèle, de nombreux secteurs d'activités cycliques ont vu leurs valorisations boursières baisser sensiblement tour à tour, sans pour autant impacter significativement la variation des indices des grandes capitalisations :** la construction, les matières premières, les banques, la plupart des industries ainsi que le secteur automobile ont reculé pour certains d'entre eux de l'ordre de -10% à -30% au cours des derniers mois. Au sein de l'indice CAC40 par exemple, le poids important de certaines valeurs telles que Total et LVMH dans le calcul de l'indice est tel que la bonne tenue de ces quelques valeurs a permis au CAC40 d'afficher une résilience certaine quand des secteurs moins représentés dans l'indice corrigeaient fortement en parallèle.

Néanmoins dès l'entame du quatrième trimestre, nous avons assisté à un repli important de l'ensemble des marchés boursiers dans le monde, y compris des valeurs qui s'étaient illustrées jusqu'ici par leur progression ou par leur résilience. Ainsi au cours de ce seul quatrième trimestre, le CAC40 s'est finalement replié de -14%, les petites et moyennes entreprises françaises de -21%, le S&P 500 (indice représentatif du marché actions américain) de -14% et le NASDAQ (indice des valeurs technologiques américaines comprenant les fameuses « GAFA ») de -18%. En territoire positif une majeure partie de l'année, les marchés américains auront donc abandonné l'intégralité de leur avance au cours du trimestre. Du côté des petites et moyennes entreprises françaises (définies par une capitalisation boursière comprise entre 300 millions d'euros et 2 milliards d'euros), celles-ci de par leur plus grande flexibilité et vélocité économique, affichent

historiquement des performances boursières annuelles supérieures aux grands indices 7 années sur 10, pour un risque toutefois plus important. Pourtant en 2018, le CAC Small affiche sa plus mauvaise performance annuelle depuis 2011 (-27%).

Un recul global, reflet des indicateurs de 2011

Face à ces variations importantes, il convient néanmoins de dresser un bilan historique des performances annuelles des principaux indices boursiers pour l'investisseur de long-terme en actions (ci-dessous : tableau de variation annuelle des indices en %, en devises locales et dividendes non-réinvestis).

Année	CAC40	CAC Small	DAX	S&P500	Monde
2018	-11,0	-26,8	-18,3	-6,2	-10,4
2017	+9,3	+21,1	+12,5	+19,4	+20,1
2016	+4,9	+9,9	+6,9	+9,5	+5,3
2015	+8,5	+27,2	+9,6	-0,7	-2,7
2014	-0,5	+7,1	+2,7	+11,4	+2,9
2013	+18,0	+26,4	+25,5	+29,6	+24,1
2012	+15,2	+9,1	+29,1	+13,4	+13,2
2011	-17,0	-18,0	-14,7	-0,0	-7,6
2010	-3,3	+10,9	+16,1	+12,8	+9,6
2009	+22,3	+58,7	+23,8	+23,5	+27,0
2008	-42,7	-54,2	-40,4	-38,5	-42,1
2007	+1,3	-4,9	+22,3	+3,5	+7,1
2006	+17,5	+16,4	+22,0	+13,6	+18,0
2005	+23,4	+38,6	+27,1	+3,0	+7,6
2004	+7,4	+28,1	+7,3	+9,0	+12,8

Grâce à cet historique succinct sur la période 2004/2018, nous nous apercevons qu'au cours de ces quinze dernières années, **seules trois d'entre elles ont vu l'ensemble des marchés actions mondiaux délivrer une baisse significative (2008, 2011 et donc 2018).** Concernant l'indice CAC40 à titre d'exemple, ce dernier a progressé 10 années sur 15 au cours de cette période, délivrant une performance annuelle moyenne de +12,8% ; il a en revanche baissé 5 années sur 15 pour un recul annuel moyen de -14,9% (*performances annuelles calculées sur l'indice exprimé en euros, dividendes non-réinvestis. Les performances passées ne présagent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.*)



■ TENDANCES ET CONJONCTURE

Comment expliquer le mouvement baissier de 2018 ?

D'un point de vue technique, des flux vendeurs se sont matérialisés sur les marchés européens et américains donnant lieu à des mouvements extrêmes au cours de certaines séances de bourse (jusqu'à la demi-séance du réveillon de Noël le 24 décembre par exemple). Ces flux sortent des marchés actions pour aller se réinvestir dans d'autres classes d'actifs telles que certaines obligations ou des fonds monétaires qui rémunèrent aujourd'hui positivement l'investisseur. Les baisses engendrées sont donc parfois très soutenues, avant de connaître des phases de rebonds intermédiaires.

Un ralentissement économique anticipé dans les prix

D'un point de vue macroéconomique, la fragilité des marchés peut sembler également paradoxale dans le contexte d'une économie mondiale toujours en rythme de croissance à 3,7% en 2018 selon les prévisions du FMI, et dans la perspective d'une progression des bénéfices des entreprises tant aux États-Unis (aidé par l'impact positif de la réforme fiscale) qu'en Europe. De plus, ce qui inquiète les marchés financiers est, selon nous, clairement identifié depuis plusieurs mois.

De nombreuses questions se posent sur l'économie mondiale, tant en Chine, en Europe et outre-Atlantique. D'une part, l'économie européenne ralenti du fait du repli allemand essentiellement dû à l'industrie automobile. En effet, les nouvelles normes européennes WLTP entraînent des retards dans les processus de production et impactent temporairement les activités des constructeurs et des équipementiers.

En Chine, la décélération de l'économie depuis plusieurs trimestres est palpable dans bon nombre d'industries. Celle-ci provient en partie de la transformation du modèle économique, passant d'une économie exportatrice à un modèle de croissance intérieure. Néanmoins, l'ampleur de la décélération dépendra également de l'évolution du conflit commercial avec les États-Unis. L'accord entre les deux parties au mois de décembre constitue une première étape positive et laisse une fenêtre de trois mois au commerce mondial. **La poursuite des négociations est capitale pour poursuivre la désescalade des tensions.**

Un dernier facteur d'incertitude se situe au niveau monétaire par le biais des politiques des banques centrales. Celles-ci se situent à un tournant. Du côté de la Fed, la normalisation de la politique monétaire suit son cours à travers des relevés de taux directeurs progressifs (quatre relevés en 2018) et une réduction de la taille de son bilan visant à accompagner la croissance économique et à maintenir l'inflation à un niveau proche de 2%. L'enjeu majeur pour la banque centrale consiste à normaliser progressivement sa politique monétaire, sans compromettre l'expansion du cycle économique en devenant trop restrictive pour les conditions de financement des agents économiques. En Europe, le programme de rachat d'actifs a pris fin en décembre 2018 et les taux directeurs devraient rester ancrés à 0% à minima jusqu'au deuxième semestre 2019.

Des valorisations attractives sur les marchés actions

Du fait d'une baisse des cours de bourse et d'une augmentation des bénéfices par action en parallèle, la valorisation des marchés actions est aujourd'hui attractive et inférieure à sa moyenne de long-terme. Nous estimons qu'un ralentissement économique mondial est déjà intégré dans les cours actuels, et que toute surprise positive constituerait un catalyseur de reprise. Néanmoins à court-terme, nous restons modérément prudents dans l'attente, dans un premier temps, des résultats des entreprises afin de retrouver davantage de visibilité pour l'exercice 2019.

L'équipe de gestion



	--	-	=	+	++
ACTIONS				■	
Europe			■		
US				■	
Japon				■	
Asie (ex-Japon)				■	
Amérique Latine			■		
	--	-	=	+	++
TAUX SOUVERAINS			■		
Europe Core			■		
Europe Périphériques				■	
US				■	
Émergents			■		
	--	-	=	+	++
CRÉDIT		■			
Europe Investment Grade			■		
Europe High Yield		■			
US Investment Grade			■		
US High Yield		■			
Émergents		■			
	--	-	=	+	++
CONVERTIBLES			■		
Europe			■		
US				■	
Monde			■		
	--	-	=	+	++
MATIÈRES PREMIÈRES			■		
Or			■		
Métaux		■			
Pétrole			■		
	--	-	=	+	++
MONÉTAIRE			■		
Europe		■			
US				■	



Atouts

- Poursuite de la dynamique positive de l'économie américaine (croissance de 2,9% aux US).
- Bonne tenue du sentiment du consommateur US
- Discours plus accommodant de la part de la Fed et potentielle fin de la hausse des taux longs US
- Valorisations attractives sur les actions mondiales
- Reprise des deals commerciaux en provenance des US
- Retour potentiel du buy-back aux US



Risques

- Maturité du cycle économique aux États-Unis à surveiller et potentielles révisions à la baisse des estimations de BPA dans les pays développés
- Risque sur les chiffres de l'inflation aux US
- Fort niveau des dettes publiques en zone euro et au Japon, endettement chinois à des niveaux élevés
- Tensions potentielles sur le High Yield suite au renchérissement du coût de l'emprunt, etc.
- Diminution progressive des liquidités sur les marchés mondiaux (arrêt du QE de la BCE ; réduction en cours du bilan de la Fed ; projet de modification graduelle de la politique monétaire de la BoJ).
- Différentiel de taux entre US et Europe et flux des liquidités en conséquence
- Rejet potentiel du soft Brexit par le parlement britannique
- Croissance chinoise en deçà des attentes pouvant provoquer un ralentissement de la zone
- Risque sur la trajectoire des taux d'intérêts de certains pays émergents
- Possibilité de contagion sur l'Europe du risque français

INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES

US	2018e	2019e	2020e
PIB (%)	2,9	2,5	1,9
Inflation (PCE %)	2,0	1,9	2,1
Inflation core (PCE %)	1,9	2,0	2,1
Taux de chômage (%)	3,9	3,6	3,7
Fed Funds rates (%)	1,50	2,50	2,90
Inflation core (PCE) : hors énergie et alimentation			

Eurozone	2018e	2019e	2020e
PIB (%)	1,9	1,5	1,5
Inflation (%)	1,8	1,6	1,6
Inflation core (%)	1,0	1,0	1,0
Taux de chômage (%)	8,2	7,9	7,7
Taux directeurs BCE	0,00	0,10	0,40

Source : Bloomberg

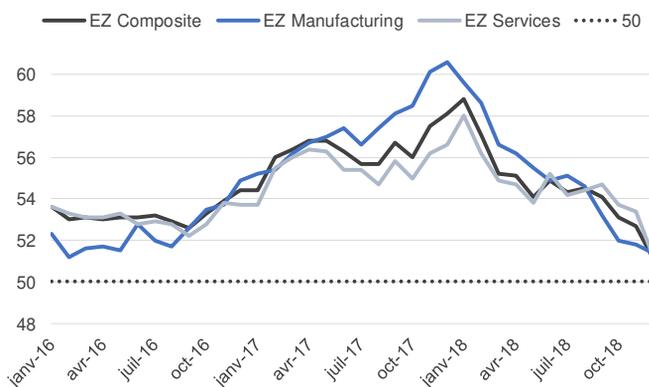
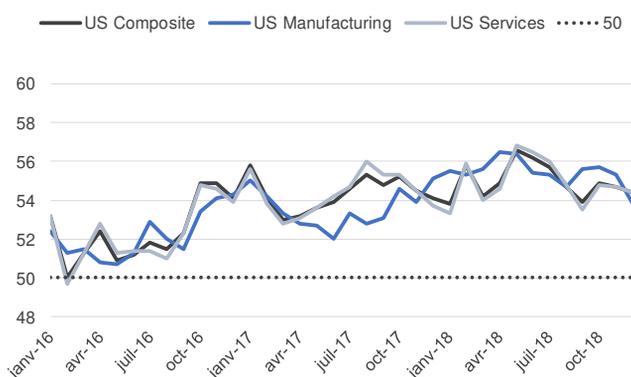
Markit PMI

Les PMI (Purchasing Managers Index) sont des indicateurs avancés des activités manufacturières et de services, publiés mensuellement par Markit. Un indice **supérieur à 50** indique une expansion de l'activité, tandis qu'une valeur **inférieure à 50** en traduit une contraction. L'indice PMI Composite est représentatif de l'activité globale de la zone.

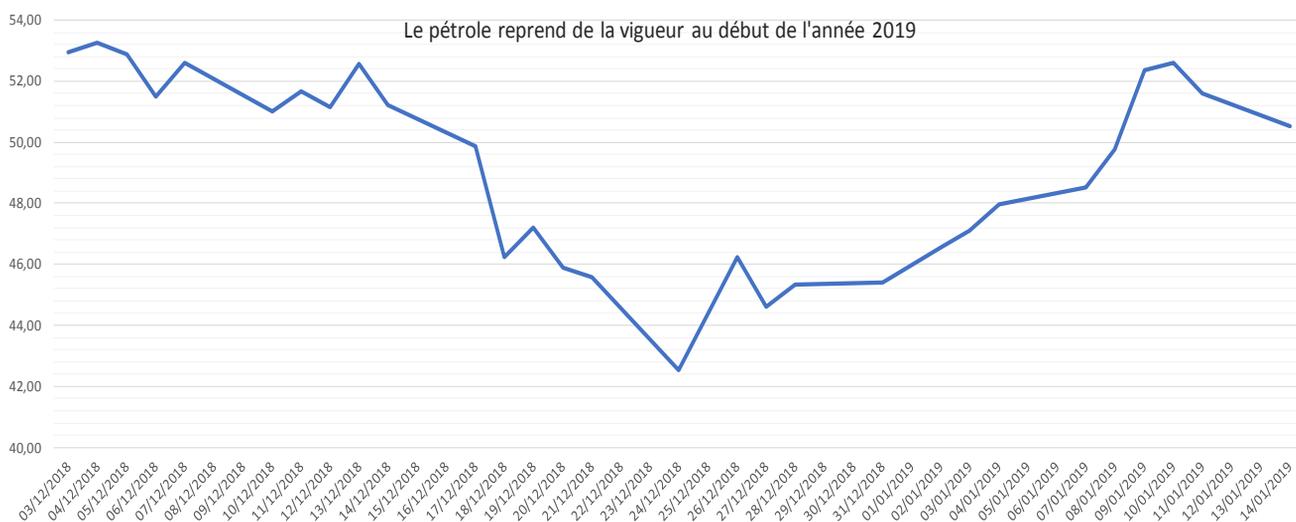
US	déc 18	nov 18	oct 18
Composite	54,4	54,7	54,9
Manufacturing	53,8	55,3	55,7
Services	54,4	54,7	54,8

Eurozone	déc 18	nov 18	oct 18
Composite	51,1	52,7	53,1
Manufacturing	51,4	51,8	52,0
Services	51,2	53,4	53,7

Source : Markit, Bloomberg



Le graphe du mois



Source : Bloomberg

PERFORMANCES DES CLASSES D'ACTIFS

Chaque mois, retrouvez les performances mensuelles et annuelles actualisées des principales classes d'actifs.

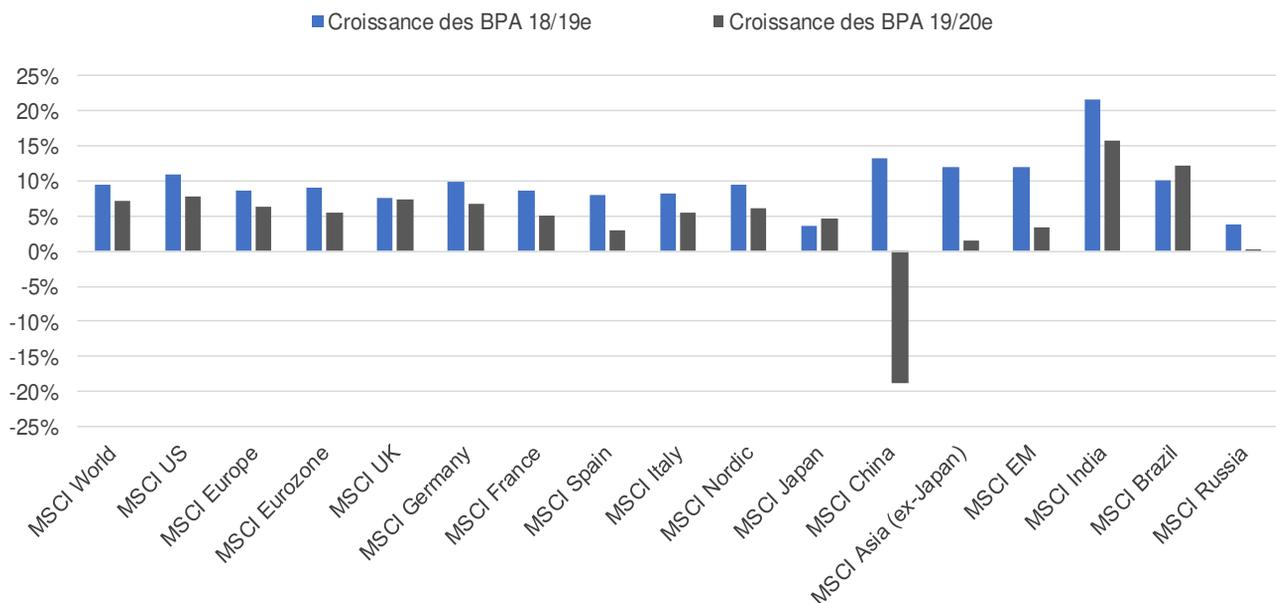
Indices		31/12/2018	Décembre	2018	2017
MSCI World	Monde	1 884	-7,7%	-10,4%	+20,1%
Actions Europe					
Euro Stoxx 50	Europe	3 001	-5,4%	-14,3%	+6,5%
FTSE 100	Royaume-Uni	6 728	-3,6%	-12,5%	+7,6%
DAX 30	Allemagne	10 559	-6,2%	-18,3%	+12,5%
CAC 40	France	4 731	-5,5%	-11,0%	+9,3%
IBEX 35	Espagne	8 540	-5,9%	-15,0%	+7,4%
FTSE MIB	Italie	18 324	-4,5%	-16,1%	+13,6%
SMI	Suisse	8 429	-6,7%	-10,2%	+14,1%
Actions US					
S&P 500	US	2 507	-9,2%	-6,2%	+19,4%
Dow Jones IA	US	23 327	-8,7%	-5,6%	+25,1%
NASDAQ Composite	US	6 635	-9,5%	-3,9%	+28,2%
Actions Asie					
Nikkei 225	Japon	20 015	-10,5%	-12,1%	+19,1%
Hang Seng	Hong Kong	25 846	-2,5%	-17,8%	+36,0%
Shanghai Composite	Chine	2 494	-3,6%	-13,6%	+6,6%
Actions Emergents					
MSCI Emerging Markets	Emergents	966	-2,9%	-16,6%	+34,3%
Ibovespa	Brésil	87 887	-1,8%	+15,0%	+27,8%
Mexico Index	Mexique	41 640	-0,2%	-15,6%	+8,1%
Russian RTS \$	Russie	1 066	-5,3%	+3,2%	+28,6%
Taux/Crédit					
BBG US Treasury	US	128,14	+2,2%	+0,9%	+2,3%
BBG Eurozone Sovereign	Europe	235,14	+0,9%	+1,0%	+0,1%
BBG USD EM Sovereign	Emergents	355,21	+1,5%	-4,2%	+9,3%
BBG USD IG Corporate	US	175,03	+1,5%	-2,5%	+6,4%
BBG USD HY Corporate	US	1 909,36	-2,1%	-2,1%	+7,5%
BBG EUR IG Corporate	Europe	1 055,17	+0,2%	-1,2%	+2,4%
BBG EUR HY Corporate	Europe	135,19	-1,0%	-6,0%	+9,1%
BBG USD EM Corporate	Emergents	47,39	-0,0%	-7,1%	+3,4%
Matières Premières					
WTI Crude Oil (USD)	Pétrole	45,41	-10,8%	-24,8%	+12,5%
Brent Crude Oil (USD)	Pétrole	53,80	-8,4%	-19,5%	+17,7%
Silver Spot (USD/Oz)	Argent	15,50	+9,1%	-8,5%	+6,3%
Gold Spot (USD/Oz)	Or	1 282,49	+5,1%	-1,6%	+13,5%

Source : Bloomberg. Valeurs des indices en date de clôture, performances calculées dividendes non-réinvestis.

■ VALORISATION DES MARCHÉS ACTIONS

Retrouvez ci-après la valorisation des marchés actions mesurés par les ratios **PER**, **Price/Book**, **EV/EBITDA** et **EV/Sales** estimés pour les 12 prochains mois. Le ratio EV/EBITDA est le rapport entre la valeur d'entreprise et l'excédent brut d'exploitation. Le P/Book permet de comparer la valeur comptable des fonds propres à leur valeur de marché. Enfin, le multiple EV/Sales met en relation la valeur d'entreprise avec le chiffre d'affaires des sociétés.

MSCI | Croissance annuelle estimée des bénéfices par action des entreprises par zone géographique



MSCI | Multiples de valorisation anticipés et historiques des indices

	P/E	Moy.	P/Book	Moy.	EV/EBITDA	Moy.	EV/Sales	Moy.	Div. 18e
MSCI World	13,9x	14,3x	2,0x	1,9x	9,5x	8,9x	1,8x	1,6x	2,8%
Pays développés									
MSCI US	15,1x	15,1x	2,8x	2,4x	10,5x	9,2x	2,2x	1,9x	2,2%
MSCI Europe	12,3x	13,0x	1,5x	1,6x	8,1x	7,9x	1,4x	1,4x	4,3%
MSCI Eurozone	11,5x	12,2x	1,3x	1,3x	7,5x	7,1x	1,3x	1,2x	4,2%
MSCI UK	11,7x	12,6x	1,5x	1,7x	7,3x	7,3x	1,3x	1,3x	5,2%
MSCI Germany	11,2x	12,0x	1,3x	1,5x	6,8x	6,7x	1,0x	0,9x	3,8%
MSCI France	12,3x	13,0x	1,4x	1,4x	8,1x	7,4x	1,3x	1,2x	3,9%
MSCI Spain	10,7x	11,9x	1,1x	1,2x	7,7x	7,5x	1,8x	2,0x	5,0%
MSCI Italy	9,1x	11,4x	0,9x	0,9x	5,3x	5,5x	1,1x	1,2x	5,4%
MSCI Nordic	14,5x	13,8x	2,1x	1,9x	8,6x	8,3x	1,9x	1,7x	4,1%
MSCI Japan	11,3x	13,6x	1,1x	1,1x	7,1x	8,6x	0,9x	1,1x	2,6%
Pays émergents									
MSCI EM	10,9x	11,1x	1,4x	1,5x	7,5x	7,3x	1,5x	1,4x	3,3%
MSCI Asia (ex-Japan)	11,4x	11,8x	1,3x	1,5x	8,3x	8,4x	1,6x	1,5x	3,1%
MSCI China	10,2x	10,5x	1,3x	1,5x	8,9x	8,4x	1,6x	1,6x	2,9%
MSCI India	17,2x	15,6x	2,5x	2,4x	10,7x	10,7x	2,1x	2,1x	1,6%
MSCI Brazil	11,8x	11,1x	1,8x	1,4x	6,5x	6,7x	2,0x	1,8x	4,0%
MSCI Russia	5,6x	5,8x	0,8x	0,7x	3,7x	3,7x	0,9x	1,0x	7,1%

Source : estimations Bloomberg. Ratios anticipés pour les 12 prochains mois.
Historiques et moyennes sur 10 ans en données mensuelles.

■ VALORISATION SECTORIELLE ACTIONS EUROPE

Retrouvez ci-après les performances et les niveaux de valorisation des secteurs européens issus de l'indice large STOXX Europe 600, regroupant environ 600 entreprises européennes majeures.

	Performances			Multiples de valorisation						Rendements	
	Beta	1 mois	YTD	P/E	Moy.	P/B	Moy.	EV/EBITDA	Moy.	Div.	Moy.
Conso. Discrétionnaire											
Automobile	1,14	-7,2%	-28,1%	6,0x	9,5x	0,7x	1,0x	2,8x	4,1x	5,1%	3,1%
Biens/Services Personnels	0,89	-4,1%	-15,7%	13,8x	15,3x	2,6x	3,1x	10,1x	10,3x	3,8%	3,1%
Distribution	0,94	-8,0%	-11,1%	14,8x	14,3x	2,0x	2,0x	7,7x	7,5x	3,2%	3,2%
Médias	0,81	-5,3%	-4,2%	14,0x	13,3x	2,6x	2,3x	9,9x	8,7x	3,5%	4,1%
Voyages & Loisirs	0,85	-4,9%	-16,2%	11,9x	13,1x	0,7x	2,2x	6,7x	7,0x	3,1%	2,8%
Consommation de Base											
Alimentation & Boissons	0,80	-6,1%	-8,9%	17,1x	16,8x	2,9x	2,8x	12,3x	11,4x	2,8%	2,9%
Energie											
Pétrole & Gaz	0,99	-5,9%	-4,6%	10,4x	11,1x	1,2x	1,3x	4,6x	4,6x	5,1%	4,6%
Finance											
Assurances	0,96	-6,3%	-10,1%	9,1x	9,0x	1,1x	1,0x	-	-	5,8%	4,8%
Banques	1,04	-7,7%	-28,0%	7,8x	9,5x	0,7x	0,8x	-	-	6,2%	4,1%
Immobilier	0,83	-5,7%	-13,1%	15,5x	18,2x	0,9x	1,0x	22,6x	20,9x	4,6%	4,4%
Services Financiers	1,04	-5,3%	-13,7%	15,2x	12,1x	1,3x	1,3x	5,9x	10,5x	3,5%	4,3%
Industrie											
Biens/Services Industriels	1,13	-6,1%	-14,6%	13,4x	13,8x	2,3x	2,3x	8,2x	8,0x	3,2%	3,0%
Matériaux de Base											
Chimie	1,09	-4,7%	-15,6%	14,6x	13,8x	1,9x	2,2x	8,4x	7,9x	3,2%	3,0%
Construction & Matériaux	1,12	-5,9%	-18,8%	11,8x	13,5x	1,5x	1,4x	7,6x	7,7x	3,7%	3,4%
Ressources de Base	1,13	+0,6%	-16,4%	9,7x	11,3x	1,2x	1,2x	5,4x	6,0x	5,5%	3,2%
Santé											
Santé	1,01	-6,0%	-2,7%	14,4x	13,8x	3,0x	3,0x	11,2x	10,0x	3,2%	3,4%
Services aux Collectivités											
Services aux Collectivités	0,90	-0,2%	-2,1%	12,5x	12,2x	1,4x	1,3x	7,2x	6,9x	5,5%	5,5%
Technologie											
Technologie	1,19	-4,8%	-10,6%	14,8x	13,7x	2,6x	2,1x	9,6x	9,0x	2,1%	2,2%
Télécommunications											
Services Télécoms	0,90	-6,3%	-13,0%	12,1x	12,8x	1,5x	1,5x	5,7x	6,0x	5,8%	5,8%

Source : Bloomberg. Beta sectoriels relatifs à l'indice STOXX Europe 600. Classification selon les secteurs ICB.

Les performances mensuelles et annuelles sont calculées en EUR. Performance Year-To-Date : depuis le 1^{er} janvier.

Les multiples de valorisation Price/Earnings, Price-to-Book et EV/EBITDA sont exprimés pour les 12 prochains mois.

Les moyennes historiques des multiples et des rendements du dividende sont calculées sur une période de 10 ans.

Informations

Les données et indicateurs économiques contenus dans ce document sont présentés à titre informatif. Les valeurs et estimations citées ne constituent pas une recommandation d'achat ou d'investissement de la part de Financière Galilée ou de ses gérants. Ce document ne constitue pas un conseil personnalisé. Les opinions et vues exprimées dans ce document sont propres à Financière Galilée et sont susceptibles d'être révisées régulièrement. Les risques associés à un investissement doivent être connus de l'investisseur grâce aux informations disponibles sur le site www.figalile.com, dans les documents réglementaires, ainsi que par la consultation préalable de l'un de nos conseillers avant toute prise de décision d'investissement. Les performances et volatilités passées ne présagent pas des performances et volatilités futures et ne sont pas constantes dans le temps.

Rencontrez notre équipe



Edmond Michaly
Fondateur, Gérant

Création de Financière Galilée en 2000
D.U. en gestion de patrimoine
20 ans d'expérience
Macroéconomie et allocation d'actifs.



Roni Michaly
Multigérant OPCVM

Master spécialisé en Finance,
ESCP Europe
5 ans d'expérience (Fidelity
Investments, EDAM).



Damien Ledda
Gérant Actions

Master en Sciences de Gestion
Membre titulaire de la SFAF
5 ans d'expérience
Analyse financière et stock picking.



Florian Christmann
Gérant Junior

Master en Finance, ISEG
2 ans d'expérience
Analyse financière, valorisation
et sélection de valeurs.



Sandra Vinci
Conformité & Contrôle Interne

Maitrise en Droit
11 ans d'expérience
Middle Office, contrôle interne et
conformité.



Dominique Rossini
Gestionnaire Back Office

Maitrise en Droit des Affaires
18 ans d'expérience en tant que
juriste au sein de la Société
Générale.



FINANCIÈRE GALILÉE



Découvrez nos solutions d'investissement