

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 197
JANVIER 2019

Achevée de rédiger
le 09/01/19



ENFIN UNE BONNE NOUVELLE : 2018 EST DERRIÈRE NOUS...

Le mois de décembre a clôturé de façon sanglante une année à oublier pour les marchés financiers : -9,18 % pour le S&P500, soit le pire mois depuis février 2009, -10 % pour le baril de pétrole, -30 points de base sur les taux américains à 10 ans, etc...

Nous évoquons le mois dernier la possibilité d'un rallye sur la zone émergente, et si celle-ci a bien surperformé les autres zones (-2,9 % pour le MSCI EM, indice obligataire en devises fortes positif, devises EM en hausse), elle n'a toutefois pas été immune.

Le climat délétère en place depuis quelques mois est donc toujours d'actualité ; avec des causes identiques ? Oui, pour la plupart, mais là où les préoccupations étaient en majorité politiques il y a quelques semaines (US/Chine, Brexit, Italie...), elles sont maintenant devenues principalement fondamentales.

La question principale semble en effet aujourd'hui être la suivante : quelle trajectoire de croissance pour 2019 ? Et surtout, quelle trajectoire pour la croissance américaine après une année 2018 record ?

Les inquiétudes des investisseurs portent sur trois sujets principaux :

- *"L'impact positif de la relance fiscale de M. Trump arrive à son terme et, sans elle, la croissance américaine va fortement ralentir"*. Nous ne souscrivons que partiellement à cette inquiétude ; en effet, selon nos estimations, l'impact fiscal a représenté une croissance supplémentaire de l'ordre de +0,7 % en 2018 et devrait être à nouveau positif en 2019, autour de +0,3 % (baisse d'impôts jusqu'en avril 2019 et augmentation des dépenses fédérales de 36 Mds sur 2019).
- *"L'aplatissement de la courbe américaine signale une récession à venir"*. Là encore, nous ne partageons pas les craintes du marché ; la courbe des taux peut rester plate pendant une période prolongée sans que cela ne pose problème. Il faut, selon nous, plutôt regarder la différence entre rendement du capital et coût du capital et cet indicateur ne signale pas de risques à court terme.
- *"La Fed a fait une erreur de politique monétaire en montant les taux alors que les conditions financières se tendent"*. Il est vrai que la Fed aurait pu faire une pause dans son cycle de hausse de taux au regard de la chute violente des marchés, mais il aurait fallu pour cela préparer le marché. Il aurait aussi sans doute fallu que M. Trump s'abstienne de commenter la politique monétaire. De notre point de vue l'erreur provient plutôt de la communication de M. Powell en octobre, lorsqu'il a dit que la Fed irait bien au-delà du taux neutre.

De manière générale, nous ne sommes pas fondamentalement inquiets en ce qui concerne la conjoncture mondiale et américaine pour 2019. Un ralentissement va avoir lieu, c'est très probable, mais pas un effondrement. La très forte baisse du pétrole depuis trois mois devrait d'ailleurs se faire sentir positivement dans les chiffres de consommation à horizon mi 2019. Certains risques politiques restent, eux, bien présents sur le marché : le Brexit en premier lieu, avec le vote à la Chambre des communes durant la semaine du 14 janvier, et les négociations commerciales sino-américaines. Nous ne croyons toujours pas à un "hard Brexit" en ce qui concerne le premier, et il nous semble que le ton est un peu plus constructif en ce qui concerne le deuxième.



LA FRANÇAISE
investing together



DU CÔTÉ DES TAUX

PERFORMANCES OBLIGATAIRES 2018 : UN BILAN QUI DÉFIE (ENCORE UNE FOIS) LES LOIS DU CONSENSUS

Le grand soir n'aura finalement pas eu lieu pour les emprunts d'Etat. Avec en toile de fond l'embellie de croissance que nous avons connue début 2018, nombre de pronostiqueurs, dont nous faisons partie, attendaient une année noire pour la classe d'actifs. Il n'en a rien été.

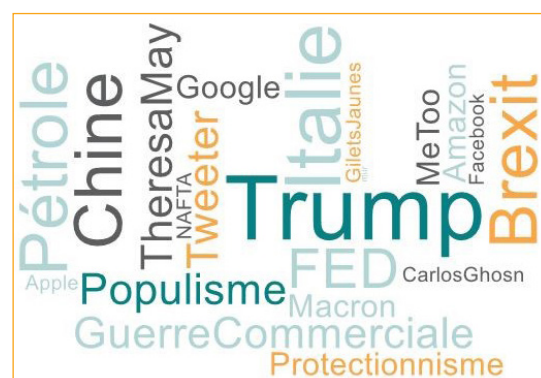
L'obligataire souverain enregistre finalement des performances positives en 2018. L'indice américain réalise une performance de +0,8 % en Dollar (indice ML-BOA) ; un paradoxe alors que l'économie accélère nettement et que la Fed a déroulé les quatre hausses de taux prévues. En Europe, malgré le tassement des indicateurs de croissance après le pic conjoncturel du dernier trimestre 2017, la fin du Quantitative Easing de la BCE laissait suggérer une normalisation des taux à venir. Pour autant, le gisement termine sur une performance de +1 % en euro (indice ML-BOA). Quels sont donc les grains de sable qui sont venus enrayer un plan que tout le monde pensait sans accroc ?

Une lecture facile et rapide pourrait résumer le parcours des emprunts d'Etats à un mouvement de repli vers la sécurité dans un contexte de défiance à l'égard des actifs risqués, les sujets de tension s'accumulant (D. Trump, Brexit, tensions commerciales avec la Chine, Italie, Pétrole, etc...). Toutefois, une analyse plus fine montre que la baisse des anticipations monétaires est la principale variable explicative des mouvements de taux sur la période.

Plombés par une accélération prononcée de l'offre, les cours du pétrole ont plongé. Ce mouvement a eu un impact notable sur les glissements de l'inflation, ce qui s'est traduit par un effondrement des anticipations d'inflation.

Au sein même de la zone euro, des constats assez clairs se dessinent, au premier rang desquels la nette sous-performance de l'Italie sur la période (-1,4 %) : force est de constater que le marché ne rémunère que rarement les mauvais élèves. La différence de performance est visible avec l'Espagne (+2,6 %) et le Portugal (+3,1 %). Un autre point qui interpelle est la performance des pays cœur de la zone euro, Allemagne (+2,3 %) en tête, qui ont bénéficié de leur statut de valeur refuge : le rendement de l'obligation nominale allemande à 10 ans clôture sur un niveau de 0,23 %.

On pourrait rapidement résumer le marché obligataire 2018 au mouvement d'un balancier qui a oscillé d'un extrême à un autre. Après avoir entrevu une forte accélération économique, le marché anticipe désormais un ralentissement brutal. La vérité se situe probablement quelque part entre ces deux antipodes. Gageons donc en cette nouvelle année, que le marché obligataire retrouve un peu de sérénité et que la valorisation des actifs reprenne prise avec les fondamentaux.



DU CÔTÉ DES ACTIONS

UN DÉBUT D'ANNÉE EN LIGNE AVEC LA FIN 2018

Si durant cette année 2018 les marchés émergents ont été précurseurs dans la phase de correction, ils furent suivis de près par les indices européens, puis la correction du marché américain amorcée le 3 octobre a été particulièrement violente (-24 % entre le 3 octobre et le 24 décembre). Au démarrage d'une nouvelle année boursière, la question cruciale est de savoir si nous sommes proches des points bas. A cet égard, les rebonds des journées du 26 décembre (NASDAQ +6,16 % et S&P +4,96 %) ou du 4 janvier sont illustratifs à la fois de l'exagération de la correction et du risque à adopter une attitude exagérément défensive. Malgré l'impact des algorithmes et des "momentum traders" sur les marchés actions amplifiant des mouvements au-delà de la rationalité fondamentale, quelles sont les pistes qui peuvent nous aider à évaluer la situation ?

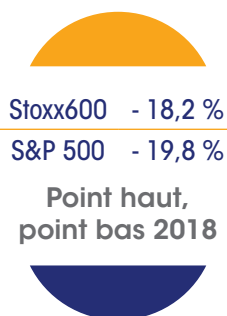
La croissance économique mondiale est attendue autour de 3,5 % et en ralentissement (contrairement au début 2018 qui était en phase d'accélération). Si la croissance mondiale a été à peine retouchée, celle de l'Europe a été significativement détériorée. Le plongeon de l'ISM manufacturier de la première semaine de janvier (sa plus forte baisse depuis octobre 2008) a confirmé le ralentissement de l'économie américaine pour 2019 et ravivé les anticipations de dégradation de l'économie globale en fin d'un long cycle de croissance attendu pour 2020. Ce ralentissement devrait ramener la croissance américaine autour de 2 %, ce qui n'est pas une récession.

La baisse des anticipations de croissance et des marchés a eu pour effet de faire baisser **les taux longs** (reflux des 10 et 30 ans). Toutefois, **la relation entre les taux d'intérêt et les actions s'est distendue durant cette longue période de taux autour de zéro**. Cette décorrélation s'est accentuée en janvier 2018 quand la baisse de la taxe sur les sociétés aux Etats-Unis a été financée par le Trésor à l'origine d'une prime fiscale incorporée dans les taux longs gouvernementaux. Ceci n'a pas empêché une nouvelle vague de baisse des marchés engendrée par la hausse de taux de la Fed lors de sa réunion de décembre. La Fed est ancrée dans une phase de "Quantitative tightening". Elle devrait rester pragmatique, mais dans cet environnement on ne peut pas attendre d'expansion des multiples pour les marchés actions.

Les profits des sociétés ont été revus à la baisse. Si les estimations de profits du consensus que nous utilisons affichent une croissance de l'ordre de 10 % pour 2019 aux Etats-Unis comme en Europe, notre estimation de croissance des profits pour 2019 est plutôt une hausse de 4 à 5 % en retenant l'hypothèse d'un ralentissement.

Enfin, **les flux restent obstinément négatifs** en ce début d'année, avec la poursuite d'une décollecte massive en actions et aucun signal de rachat sur les actifs risqués. L'accroissement du poids du cash illustre une claire aversion pour le risque.

Dans ces marchés redevenus extrêmement volatils, beaucoup de mouvements nous paraissent irrationnels ou à tout le moins exagérés. 2018 nous a clairement montré que les développements géopolitiques modifient les anticipations économiques sur lesquelles nous fondons nos décisions. Une croissance économique en ralentissement, mais positive, ainsi que la progression des profits des entreprises pour la 3^e année consécutive, devraient soutenir une progression des marchés en 2019 après avoir exagérément corrigé en 2018. Toutefois, la combinaison de ces fondamentaux positifs avec des questions politiques majeures non résolues maintiendront **un régime de volatilité élevée et des marchés probablement sans tendance marquée**. Nous adoptons une attitude prudente en termes d'exposition et de contrôle du risque, tout en maintenant une sélection de titres fondée sur la croissance et la qualité qui devrait permettre de tirer profit des opportunités issues des baisses du 4^e trimestre. Une inversion de la tendance apparaît difficile à envisager à court terme, même si le pessimisme généralisé offrira certainement quelques opportunités de repositionnement.



LA CROISSANCE 2019 INQUIÈTE

Le mois de décembre a vu les inquiétudes sur la croissance peser sur les classes d'actifs risquées : l'indice actions MSCI World AC chute de 7,2 %, soit son pire mois de décembre depuis 1988. Sur l'année, la baisse est de -11,2 %, la pire depuis 2008. Pour une fois, ce sont les valeurs US qui ont été les plus affectées (Energie et Technologie en premier lieu), le S&P500 perdant 9,2 %.

Le recul des prix du pétrole, les difficultés à faire voter l'accord sur le Brexit et la paralysie de certaines administrations américaines faute d'accord sur le budget « shutdown » ont également pesé.

Du côté des institutions monétaires, la **BCE** a maintenu son taux directeur à 0 % et son taux de dépôt à -0,40 %. La **Fed** enregistre sa quatrième hausse de taux sur 2018, portant son taux directeur dans une fourchette [2,25 % ; 2,50 %]. Elle prévoit un rythme de hausse de taux pour 2019 moins important, avec 2 hausses contre 3 précédemment.

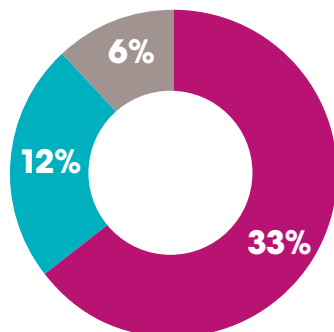
Sur le marché des obligations d'Etat, aux Etats-Unis, le recul des taux américains (10 ans : 2,68 % ; -30 pb) a entraîné celui des taux européens (10 ans allemand -7 pb à 0,24 %) en dépit de l'amélioration de la situation en Italie (accord sur le projet de budget 2019). Le taux italien à 10 ans a clôturé à 2,74 % (-47 pb sur le mois).

Sur le marché du crédit, les rendements IG et Haut rendement se tendent respectivement à 1,28 % et 4,24 % en Europe.

Sur le marché des changes, le yen, valeur refuge, s'est apprécié contre l'ensemble des devises. La parité euro/dollar a progressé de 1,3 % à 1,1467.

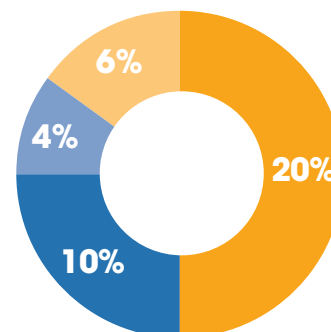
Sur les marchés émergents, l'indice JP Morgan 'Global Diversified Sovereign' s'est écarté de 20 pb sur le mois, à 415 pnb.

Nous abordons ce début d'année avec le sentiment d'une accalmie sur les marchés. De ce fait, nous maintenons une exposition sur les marchés d'actions à 50 %, avec une position majoritaire sur le marché américain et un peu plus d'émergents. Côté taux, après le rallye de décembre, nous maintenons notre sous-sensibilité. Nous conservons un socle diversifié entre indexées inflations, dettes émergentes et subordonnées financières.



EXPOSITION ACTIONS : 51 %

- ÉTATS-UNIS**
Nous maintenons une importante position sur les actions américaines.
- EUROPE**
Nous maintenons quasi inchangées les actions européennes.
- JAPON**
Nous soldons notre position résiduelle.
- PAYS ÉMERGENTS**
Nous renforçons progressivement notre positionnement.



EXPOSITION TAUX : 40 %

- OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS**
Nous conservons notre position pour équilibrage du risque global.
- OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION**
Nous maintenons notre pari sur les indexées inflation avec un recentrage sur le marché américain.
- DETTE FINANCIÈRE / SUBORDONNÉE**
Pas de changement sur la position.
- DETTE PAYS ÉMERGENTS**
Nous passons à 6 % sur cette classe d'actifs.
- CRÉDIT HIGH YIELD**
Nous soldons notre position pour renforcer les émergents.



LA FRANÇAISE
investing together

128, bd Raspail 75006 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00
Fax +33 (0)1 44 56 11 00
480 871 490 RCS PARIS

www.la-francaise.com

Publication éditée par La Française,
Société anonyme à directoire
et conseil de surveillance au capital
de 78 836 320 € - RCS : 480 871 490
Directeur de la publication :
Laurent Jacquier Laforge et Jean-Luc Hivert
Responsable de la rédaction :
Caroline Babouillard
Chef d'édition : Marion Lévêque
Maquette : Wanda Le Sauze

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française.