

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 198
FÉVRIER 2019

Achevée de rédiger
le 08/02/19



MERCI LA FED...

Après l'un des pires mois de décembre pour les marchés financiers depuis plus de dix ans, voici maintenant l'un des meilleurs mois de janvier : +7,87 % pour le S&P500 après -9,18 % en décembre, +15,04 % pour le prix du baril de pétrole après -8,36 % en décembre, avec des comportements similaires pour la majorité des actifs risqués.

Le changement de ton de la part de la réserve fédérale américaine a joué un rôle prépondérant dans ce retournement du sentiment de marché, comme cela avait d'ailleurs été le cas en septembre et en décembre. Avec un peu de recul, certains pourraient d'ailleurs penser que la Fed a éteint le feu qu'elle avait elle-même allumé en septembre quand elle disait vouloir aller "bien au-delà du taux neutre".

Il n'empêche que la communication extrêmement accommodante de M. Powell et de l'ensemble des représentants de la Fed, en particulier en ce qui concerne la réduction du bilan de celle-ci, a largement contribué à rassurer les marchés. Ces derniers peuvent reprendre leur marche en avant tranquillement, la prochaine hausse de taux n'interviendra pas avant la fin du premier semestre, au plus tôt.

Un autre paramètre à prendre en compte pour comprendre le comportement des marchés sur le mois de janvier est sans doute la "sur réaction" de ces derniers durant le quatrième trimestre de l'année dernière, en particulier en fin d'année, dans des marchés devenus peu liquides. Impact des stratégies systématiques qui amplifient les mouvements de marchés ? Capitulation des investisseurs institutionnels et particuliers après une hausse historiquement longue des actions américaines ? Quelles que soient la ou les raisons, les indicateurs que nous suivons montrent tous que les flux à destination des actifs non risqués (obligations Etat "core", monétaire) ont été historiquement très importants en fin d'année, ce qui explique en partie le rebond du mois de janvier.

D'autres facteurs, plus fondamentaux, ont par ailleurs permis à ce rebond de se poursuivre.

Les publications de résultats, maintenant bien engagées aux Etats-Unis, sont rassurantes avec des bénéfices se situant généralement à 70 % au-dessus des attentes des analystes, soit un chiffre proche des moyennes historiques. Ce chiffre est à relativiser étant donnée la forte baisse des attentes constatée auparavant, mais il est tout de même globalement rassurant, éloignant le spectre de l'effondrement des bénéfices, ce que certains redoutaient.

De la même façon, les indicateurs d'activité publiés aux Etats-Unis dernièrement ont contribué à rassurer les investisseurs quant à la faible probabilité d'une récession aux Etats-Unis à court terme.

Maintenant que les marchés semblent avoir corrigé leurs excès, quelle attitude adopter ? La situation nous semble toujours propice aux investissements dans les marchés émergents. Les primes de risque demeurent élevées, le positionnement des investisseurs assez faible et le risque de voir le dollar fortement s'apprécier semble assez faible compte tenu des dernières déclarations de la réserve fédérale. Nous conservons par ailleurs une vision positive sur le Portugal et l'Espagne, ainsi que sur les anticipations d'inflation américaine.



LA FRANÇAISE
investing together



DU CÔTÉ DES TAUX

LA FED FAIT UNE PAUSE, LA BCE PATIENTE



En ce début d'année, la Fed a largement soutenu les actifs risqués qui ont, dans leur grande majorité, effacé les pertes de novembre et décembre. En effet, dans un discours début janvier puis lors du dernier FOMC, M. Powell s'est clairement montré flexible quant à l'assouplissement de la réduction de son bilan, actuellement sur un rythme de 50 milliards de dollars par mois. La Fed a infléchi son discours par rapport aux précédents comités en raison des incertitudes et malgré un moindre resserrement des conditions financières observable fin janvier. Dans son communiqué du 30 janvier, le comité monétaire a décrit l'activité américaine comme "solide" (et non plus "forte"). Il a par ailleurs souligné qu'il sera "patient dans la détermination de ses futurs ajustements monétaires". Une pause attendue à court terme sur l'indice d'inflation suivi par la Fed (Core PCE) milite pour un nouveau resserrement monétaire plus tard dans l'année.

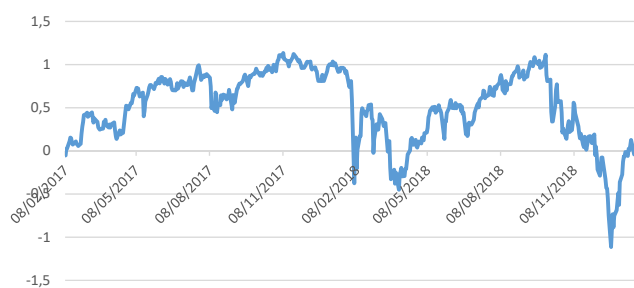
Les gouverneurs de la BCE ont opté pour une période d'attentisme jusqu'à l'estimation des nouvelles prévisions économiques en mars prochain afin de juger de la persistance des incertitudes économiques pesant sur l'activité de la Zone Euro désormais orientée à la baisse.

Dans cet environnement qui démontre la complexité pour les Banques Centrales à sortir de leur politique monétaire ultra-accommodante, la recherche de rendement reste plus que jamais d'actualité pour les investisseurs. Les classes d'actifs émergents, le crédit à haut rendement, la dette financière subordonnée, les dettes périphériques de maturité longue notamment sont favorisés.

Toutefois, de nombreux risques tempèrent cette ruée vers les rendements, au premier rang desquels le ralentissement macro-économique et le risque politique en zone Euro, ainsi que la publication le 17 février des recommandations de l'administration américaine sur un accord commercial de grande envergure couvrant les secteurs automobile et agricole et un traitement standardisé des investissements entrants... A suivre !

Indice des conditions financières US

(Source : Bloomberg)



DU CÔTÉ DES ACTIONS

UNE HAUSSE DANS UN ENVIRONNEMENT HOSTILE

Net rebond des actions après une fin d'année douloureuse ! Depuis le point bas du 24 décembre 2018, le marché américain (S&P500) enregistre une hausse de près de 17 %, les marchés européens (Stoxx600 ou Eurostoxx300), comme les marchés émergents, autour de +9 %. Le S&P500 n'est plus qu'à 7 % de son point haut de septembre dernier (2930,75).

Et pourtant, cette progression s'est faite dans un environnement contradictoire, voire hostile, ce qui justifie l'idée que la correction du 4^e trimestre 2018 était excessive. En effet, et outre le profit warning d'Apple (-9,7 % le 3/1), le contexte reste sévère :

i) l'économie mondiale ralentit, non seulement en Europe, mais également aux Etats-Unis (même si la durée du "shutdown" de l'administration américaine a limité la production des statistiques), cette tendance est reflétée par les derniers indicateurs avancés disponibles ;

ii) les attentes de progression des bénéfices des entreprises sont révisées à la baisse. Ces attentes ont été approximativement divisées par deux, passant de l'ordre de +10 % à +5 % pour 2019 pour l'ensemble des marchés développés ;

iii) les risques politiques continuent de menacer l'activité économique et les échanges mondiaux, qu'il s'agisse de l'issue du Brexit, de l'état politique de l'union européenne à la veille des élections ou des négociations commerciales sino-américaines.

Comme l'accélération de la baisse, le rebond des marchés - au moins technique - de ce début d'année s'est concrétisé par une attitude redevenue conciliante de la Réserve Fédérale américaine et le discours de son président Jay Powell le 4 janvier qui a souligné la faiblesse de l'inflation et la volonté de la Fed d'ajuster sa politique monétaire "avec rapidité et flexibilité". Il faut aussi noter que le poids des tensions politiques était largement reflété par la baisse des prix de marché et que les gouvernements chinois et américain sont entrés dans une phase de négociation plus "constructive".

Lorsque l'on regarde plus en détail les variations de ce début d'année en Europe, on constate que : les matières premières et le pétrole se redressent après les excès de fin 2018 ; Les taux d'intérêt sont en baisse et permettent notamment la bonne tenue du secteur immobilier (+10,7 %) ; Les secteurs cycliques rebondissent, qu'il s'agisse des matières premières (+12,4 %), de l'automobile (+11,6 %) ou des valeurs industrielles (+7,7 %) ; La distribution (+11,3 %) rebondit après sa chute du mois de décembre (-8 %) et après des ventes de Noël rassurantes. En revanche, les valeurs défensives sous-performent et les télécoms sont même en baisse de -2,4 % après la forte surperformance des 3 mois précédents.

L'ampleur du rebond de janvier, qui a pris nombre d'investisseurs par surprise, n'indique pas une tendance pour les mois à venir. Nous conservons la perspective d'un marché sans tendance et volatil pour l'ensemble de l'année. La saison de publication des résultats annuels 2018 est entamée et si l'on constate des performances logiquement contrastées, les réactions sont moins épidermiques qu'en fin d'année, ce qui montre que les marchés étaient, alors, dans un excès de pessimisme, voire de panique.

Dans ces marchés volatils et dans un contexte de ralentissement économique, nous continuons de privilégier les poches de croissance autour de la technologie, l'économie digitale, la consommation, comme les tendances longues liées à la mutation des économies vers l'électrification, la diminution de l'intensité énergétique et des émissions de carbone. En parallèle, nous limitons l'exposition des portefeuilles après cette phase de hausse, les marchés Actions pouvant manquer de carburant pour poursuivre cette forte dynamique haussière.



LES MOIS SE SUIVENT MAIS....

Janvier 2019 s'achève par un rebond majeur de l'ensemble des actifs risqués, effaçant quasiment la correction de décembre : la reprise des négociations sino-américaines, une solution temporaire pour le "shutdown", les discours très accommodants des banquiers centraux et les résultats des entreprises sur le quatrième trimestre 2018 ont été les principaux catalyseurs de la hausse des marchés financiers. Le S&P progresse de 7,87 %, le CAC 40 de 5,54 %, le Nikkei de 6,2 % et un indice Emergents de 8,8 %.

Au Royaume-Uni, après un premier rejet par la Chambre des communes, Theresa May a obtenu des parlementaires britanniques de renégocier la clause de sauvegarde empêchant le retour d'une frontière physique en Irlande.

En Chine, face au ralentissement de la croissance, les autorités ont annoncé des nouvelles mesures afin de stimuler la consommation domestique.

Du côté des publications micro-économiques du Q4 2018, les résultats des entreprises américaines et européennes sont pour l'heure sortis au-dessus du consensus (respectivement 60 % et 63 % des entreprises ont publié un chiffre d'affaires au-dessus des attentes).

Sur le marché des obligations d'Etat, le taux allemand à 10 ans a baissé de 9 pb à 0,15 %. Les taux à 10 ans portugais, espagnol, italien se sont nettement détendus, respectivement de 24 pb à 1,48 %, 21 pb à 1,20 % et 13 pb à 2,49 %. Le comité de la BCE n'a pas donné de détails supplémentaires sur la poursuite de la politique monétaire. Il a maintenu le taux

directeur à 0 % et le taux de dépôt à -0,40 %. Aux Etats-Unis, le taux américain à 10 ans est également en repli à 2,63 % (-5 pb). La Réserve Fédérale a laissé, comme prévu, ses taux inchangés mais a infléchi son discours face aux incertitudes actuelles.

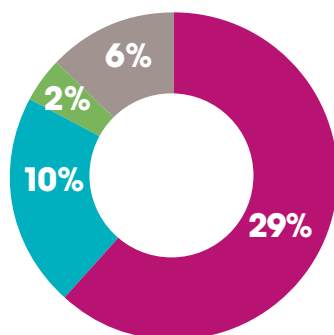
Sur le marché du pétrole, les références WTI et Brent ont progressé de 18 % et 15 %, respectivement à 53,81 \$ et 60,98 \$ le baril.

Sur le marché du crédit, les marges des indices de catégories Investissement et à Haut Rendement se sont resserrées sur la période, respectivement de 9 pb et 57 pb, respectivement à 1,14 % et 4,16 %. Aux Etats-Unis, la marge de l'indice à Haut Rendement s'est resserrée de 96 pb sur le mois à 437 pb, à 6,86 %.

Sur le marché des changes, le dollar s'est affaibli contre l'ensemble des devises des pays développés et des pays émergents. La parité euro-dollar s'est fixée à 1,1472 au 31 janvier. La devise chinoise contre dollar s'est appréciée de 2,66 % sur le mois.

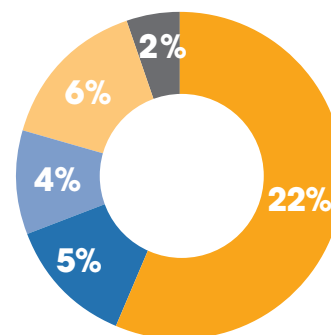
Sur les marchés émergents, l'indice JP Morgan 'Global Diversified Sovereign' s'est resserré de 57 pb sur le mois, à 358 pb.

Nous abordons février avec un sentiment partagé entre réelle accalmie sur les marchés et non résolution des problèmes de fond. Nous profitons du rebond pour réduire légèrement notre exposition actions à 47 % tout en réintégrant un peu de Japon. Côté taux, après la poursuite du rallye, nous maintenons notre faible sous-sensibilité. Nous conservons un socle diversifié entre dettes émergentes, titres à haut rendement et subordonnées financières. Nous conservons une diversification sur les obligations américaines indexées sur l'inflation.



EXPOSITION ACTIONS : 47 %

- ÉTATS-UNIS**
Nous prenons quelques profits sur les actions américaines.
- EUROPE**
Nous réduisons les actions européennes.
- JAPON**
Nous remettons des actions japonaises après la sous-performance relative.
- PAYS ÉMERGENTS**
Nous continuons de renforcer progressivement notre positionnement.



EXPOSITION TAUX : 39 %

- OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS**
Nous renforçons légèrement notre position pour équilibrage du risque global.
- OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION**
Nous réduisons 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 maintenons notre position.
- CRÉDIT HIGH YIELD**
Nous réintégrons la position / notre réduction globale des actions.



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