

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 199
MARS 2019

Achevée de rédiger
le 08/03/19



DES RISQUES POLITIQUES EN BAISSÉ...

Mois de février relativement calme, permettant une poursuite du rebond observé en janvier avec des marchés actions en hausse, des taux gouvernementaux légèrement plus élevés et des marchés de crédit montrant un rebond marqué.

Aux Etats-Unis, le chiffre de croissance du T4 a surpris positivement à +2,6 % en glissement trimestriel et ce malgré la plus forte baisse depuis une décennie du chiffre des ventes au détail à -1,2 % en décembre. Les indicateurs pointent pour le moment vers un léger rebond au T1 grâce à une production industrielle robuste et une hausse de l'indice PMI Service.

Les chiffres de la zone euro montrent eux aussi un léger rebond, avec des indices PMI service et composite à 52,8 et 51,9. Début d'inversion de la tendance baissière en place depuis un an ? C'est encore trop tôt pour tirer des conclusions, mais il semblerait que le point bas de la conjoncture européenne soit maintenant derrière nous, en partie grâce aux différentes relances budgétaires mises en place dans différents pays européens.

Les chiffres chinois n'ont de leur côté pas rebondi mais ne se sont pas non plus détériorés. Les différents plans de relance annoncés par le gouvernement chinois commencent à porter leurs fruits (nouveaux prêts en hausse) mais les effets totaux devraient mettre un peu de temps à se concrétiser.

Rassurés par une conjoncture macroéconomique en léger rebond, les marchés ont aussi salué les avancées positives concernant certaines des problématiques politiques actuelles.

M. Trump a en effet annoncé qu'il décalait la mise en place de la hausse des droits de douane, sans pour autant donner plus d'information sur ce report. Des efforts significatifs « auraient » été faits sur la question des transferts de technologie et de la protection de la propriété intellectuelle. Info ou intox ? Le marché a choisi d'y croire et anticipe maintenant que les négociations aboutiront de manière positive avec comme conséquence une levée des différentes taxes mises en place.

Le panorama anglais s'est lui aussi légèrement éclairci avec l'annonce d'un vote le 12 mars sur l'accord négocié par T. May, vote qui serait suivi en cas de non accord par un second vote le 13 mars sur un « No deal ». Celui-ci serait à son tour suivi d'un 3ème vote en cas de non accord afin de prolonger la période de négociations. Comme il y a très peu de chances que l'accord actuel ou que le « No Deal » soient votés, une extension de la période de négociations paraît l'option la plus probable. Cette extension devrait toutefois être d'assez courte durée.

Enfin, et même si cela a aujourd'hui moins d'impact sur les marchés financiers, la situation politique italienne semble tourner en faveur de la Ligue après les résultats des élections en Sardaigne qui voient le mouvement 5 étoiles perdre beaucoup de terrain. Cette victoire de la droite suit de deux semaines une victoire semblable dans les Abruzzes. Il semble que la Ligue soit aujourd'hui très bien positionnée pour former un gouvernement, si l'actuel ne survivait pas aux prochains mois. Cela serait selon toute vraisemblance une nouvelle positive pour les actifs italiens.

Dans ce contexte, nous maintenons notre préférence pour les actifs émergents, même si nous prenons des profits sur les actifs chinois qui ont très fortement progressé depuis le début de l'année. Nous restons aussi positifs sur l'Espagne, le Portugal, ainsi que sur les subordonnées financières. Les anticipations d'inflation européennes nous semblent aussi toujours trop faibles au regard des mouvements récents du pétrole.



LA FRANÇAISE
investing together



DU CÔTÉ DES TAUX

PREMIERE AT1 NON RAPPELEE

Santander a finalement décidé de ne pas rappeler son AT1 émise en Euro en 2014 à la première date de call... une première !

La banque espagnole a probablement manqué d'anticipation : elle n'a pas refinancé par anticipation ses tombées de dettes AT1 de 2019, contrairement à la plupart des autres banques. Ce manque d'anticipation n'a probablement pas permis à la banque d'obtenir l'accord des régulateurs avant le rachat, accord obligatoire avant chaque exercice de call afin de s'assurer de la suffisante capitalisation de l'émetteur et que le coût du refinancement soit au moins égal au coût de la dette actuelle.

Cependant, ce non-rappel était largement anticipé par le marché par l'écartement des spreads de 2018 (qui rendait moins attractif ce rappel) et suite aux déclarations préalables du directeur financier. L'impact a donc été négligeable à la fois sur l'obligation de Santander non rappelée (-1 % suite à l'annonce puis +0,5 % sur les jours suivants) et sur le marché des AT1 qui a progressé de 0,2 %

Quelles suites à l'annonce de ce premier non-rappel ?

L'obligation Santander émise en 2014 en question est callable tous les 3 mois, la prochaine date de call étant fixée au 13/03/2019. Bien que la banque ne soit pas autorisée à communiquer sur son intention de rappeler d'un point de vue réglementaire, nous anticipons un rappel à cette occasion, l'obligation nous paraissant décotée en rapportant 12,10 % (rendement au call annualisé) et 6,7 % à perpétuité (rendement à maturité) et Santander ayant décidé d'émettre précipitamment une nouvelle obligation début février.

Ce non-rappel n'est pas à généraliser aux dettes subordonnées financières AT1 des autres banques et nous recommandons une gestion au cas par cas, en particulier sur la thématique des calls courts, bien que nous considérions ce risque comme modéré. Il conviendra d'être particulièrement attentif aux banques britanniques dont les obligations arriveront à maturité au 2^e semestre 2019, en pleine incertitude sur le Brexit... à moins qu'un accord ne soit trouvé auparavant.

En définitive, cet évènement n'aura pas eu de conséquence significative dans un marché des dettes subordonnées financières qui continue de progresser fortement depuis le début d'année, aidé par les fondamentaux solides des banques, par le biais accommodant des banques centrales et par la réduction de certains risques politiques.



Santander 6 1/4 perpétuelle



DU CÔTÉ DES ACTIONS

TRANSITION ET PERFORMANCE, LE CAS AUTOMOBILE

Février 2019 est à nouveau un mois positif pour les actions mondiales. La progression des principaux indices depuis le début de cette année est ainsi de l'ordre de 11 à 12 %. La hausse est homogène, elle efface quasiment la correction de la fin 2018. Une hausse constatée alors que les investisseurs s'étaient activement sous-exposés aux actions dans la phase de baisse de fin 2018 et le restent aujourd'hui. Il est vrai que nous nous sommes éloignés du point paroxystique de décembre 2018 concernant les risques politiques qui menaçaient l'activité économique et les échanges mondiaux. La possibilité de gagner du temps (Brexit et négociations sino-américaines), associée à des banques centrales plus permissives, sont des soutiens aux marchés. La question qui se pose alors est celle du risque de voir les investisseurs sous-exposés poussés à revenir sur le marché en raison de sa performance positive.

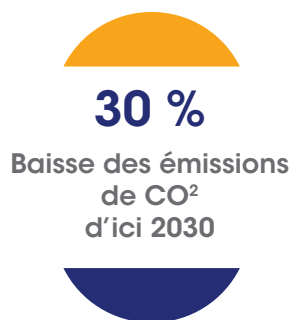
Nous pensons ce risque faible : la détente observée quant aux questions géopolitiques est prise en compte par le marché ; la saison des résultats de l'année 2018 confirme la détérioration des anticipations de croissance et n'est pas encore intégrée par le consensus ; enfin, les conditions macroéconomiques ne devraient pas s'améliorer avant le début du 3^e trimestre.

Après un plus haut historique atteint début 2018 suivi d'une baisse de 25 %, il est intéressant de se pencher sur le cas du secteur automobile comme une illustration du comportement du marché en général.

Un alignement des planètes a tiré le secteur jusque début 2018. Depuis un point bas (début 2009), l'automobile a profité d'une croissance de près de 12 % par an, soutenue par l'amélioration des marges via : des conditions de crédit favorables, une déflation des coûts, un sous-investissement et un effet change positif en faveur des européens. L'amélioration des conditions de crédit grâce aux politiques monétaires accommodantes des banques centrales a permis la hausse du 'pricing power' de l'industrie automobile, avec un effet positif de 2 % à 3 %. Cet effet, couplé à la faiblesse de l'inflation, a permis au secteur automobile de porter l'amélioration de ses marges à des niveaux historiques.

2018 fut l'année du retournement avec une des plus fortes baisses depuis la crise financière accusant un retracement de -20 %. La performance des constructeurs automobiles européens a été pénalisée à la fois par la menace de la guerre commerciale (risque d'une hausse des tarifs douaniers de 2,5 % à 25 % pour les importations européennes vers les US) avec un impact sur les résultats des constructeurs allemands estimé entre € 1,7bn et € 2,5bn, et par la mise en place de nouveaux tests d'émission dits WLTP. Cette modification de la réglementation a pour objectif une cible d'émission de CO² de 95 g/km en 2021 puis 75 g/km en 2025/30 et impliquera, en cas de non-respect, un risque d'amende de 95 € par gramme de CO₂ supplémentaire. Le ralentissement chinois, la réduction des marges et des cashflows (qui dans certains cas ne couvrent plus les dividendes), mais aussi et surtout, la gestion d'un enjeu structurel comme la transition vers les véhicules électriques, pèsent sur l'industrie automobile.

Depuis le point bas atteint début 2019, l'automobile européenne a pleinement accompagné le rebond du marché, surperformant l'indice global de près de 3 %. Les valorisations attractives et les résultats 2018 en moyenne au-dessus des consensus ont soutenu la hausse, mais les publications ont été assorties de discours nuancés. Les entreprises du secteur anticipent un environnement incertain et volatil en 2019. Dans cet environnement, les constructeurs premiums, bénéficiant d'un fort « pricing power », sont mieux positionnés que les acteurs dits « mass market » dont les marges de financement ont déjà commencé à diminuer, suggérant un affaiblissement de leur capacité d'action sur les prix. Les enjeux structurels, les partenariats annoncés pour l'électrique ainsi que les possibles consolidations dans le secteur imposent une sélectivité accrue.



POURSUITE DU REBOND

Le déroulement positif des négociations entre les Etats-Unis et la Chine ont porté les actifs risqués sur le mois. Le Président Trump a annoncé avoir renoncé à augmenter les droits de douane de 10 à 25 %, au 1^{er} mars sur 200 milliards de dollars d'importations en provenance de Chine. Parallèlement, les Républicains et les Démocrates sont parvenus à un accord de principe pour financer le budget fédéral.

L'appétit pour les actifs risqués a également profité des discours accommodants des banquiers centraux. La FED a réitéré un message de pause dans le processus de resserrement de la politique monétaire et d'une gestion plus flexible de la taille de son bilan

Côté actions, le S&P 500 croît de 2,97 % (en dollars), le Stoxx 600 de 3,94 %, le CAC 40 augmente de 4,96 %, et le MSCI emerging (euro) intègre une légère hausse de 1 %.

Sur le marché des obligations d'Etat, le taux allemand à 10 ans se tend de 3 pb à 0,18 % après un point bas à 0,08 %. Aux Etats-Unis, le taux à 10 ans remonte de 9 pb sur le mois à 2,72 %, en lien direct avec la publication du PIB du T4 2018 meilleure qu'attendu. La croissance américaine a progressé de 2,6 % en rythme annualisé au Q4 2018 après +3,4 % au Q3. Sur l'ensemble de l'année 2018, la croissance a été de 2,9 %, après 2,2 % en 2017. Au niveau des pays de la **périphérie**, le taux italien se tend de 16 pb à 2,75 %, compte tenu des incertitudes politiques et de l'orientation des chiffres économiques. Le risque d'élections anticipées a sensiblement augmenté avec des tensions entre les deux leaders du gouvernement (L. Di Maio et

M. Salvini). Par ailleurs, l'agence de notation Fitch a confirmé la note souveraine à BBB avec perspective négative.

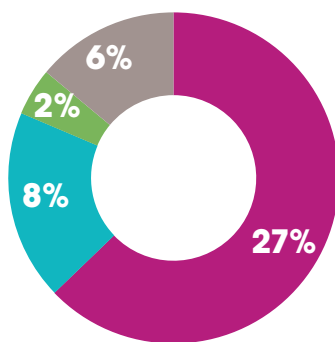
Sur le marché du pétrole, les références WTI et Brent ont progressé de plus de 6 % sur le mois respectivement à 56,06 \$ et 65,41 \$ le baril.

Sur le marché du crédit, les marges des indices de Catégorie Investissement et à Haut Rendement se sont resserrées sur la période, respectivement de 13 pb et 52 pb, et se sont fixés respectivement à 1,07 % pour une sensibilité de 5,3 et 3,69 % pour une sensibilité de 4,2. Aux Etats-Unis, la marge de l'indice à Haut Rendement s'est resserrée de 45 pb sur le mois (performance : +1,69 %) selon l'indice 'ICE BofAML US High Yield Index' (rendement : 6,49 %, sensibilité : 4,40).

Sur le marché des changes, le **dollar** s'est apprécié contre l'ensemble des devises des pays développés (hors Royaume-Uni). La parité Euro-Dollar s'est fixée à 1,1382.

Sur les marchés émergents, l'indice JP Morgan 'Global Diversified Sovereign' s'est resserré de 21 pb sur le mois, à 337 pb au 28 février.

Nous accompagnons la hausse des marchés et abordons ce mois de mars avec une réduction progressive du risque global : réduction de l'exposition sur les marchés d'actions à 43 %. Nous maintenons notre vue positive sur les émergents. Côté taux, peu de changements, nous maintenons notre faible sous-sensibilité. Nous conservons un socle diversifié entre dettes émergentes, titres à haut rendement et subordonnées financières.



EXPOSITION ACTIONS : 43 %



ÉTATS-UNIS

Nous prenons quelques profits sur les actions américaines.



EUROPE

Nous réduisons également les actions européennes.



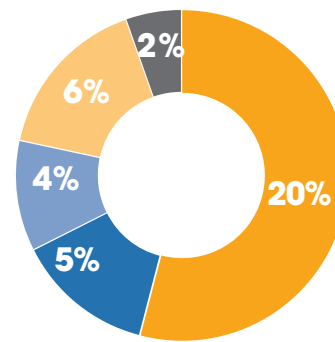
JAPON

Nous conservons notre position initiée le mois dernier.



PAYS ÉMERGENTS

Nous conservons notre positionnement stratégique.



EXPOSITION TAUX : 37 %



OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS

Nous réduisons très légèrement notre position.



OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION

Pas de changement sur ce thème de diversification.



DETTE FINANCIÈRE / SUBORDONNÉE

Pas de changement sur ce positionnement stratégique.



DETTE PAYS ÉMERGENTS

Pas de changement sur ce positionnement stratégique.



CRÉDIT HIGH YIELD

Pas de changement sur cette position initiée en début d'année.



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 : Sylvia CHADI

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.