

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 200
AVRIL 2019

Achevée de rédiger
le 09/04/19



BANQUES CENTRALES ACCOMMODANTES : LE RETOUR DE LA FORCE

Les banques centrales ont encore une fois tenu le devant de la scène ce mois-ci avec la réunion de la BCE en début de mois puis celle de la Fed un peu plus tard. Etant donné l'impact qu'ont leurs décisions sur l'ensemble des classes d'actifs, utilisons les quelques lignes ci-dessous pour les analyser :

La BCE a tenu un discours extrêmement accommodant, et ce de plusieurs manières :

- Modification de la "forward guidance" en promettant de ne pas remonter ses taux directeurs avant fin 2019 (vs été 2019 précédemment) ;
- Lancement d'un nouveau TLTRO à 2 ans en septembre prochain ;
- Baisse des prévisions de croissance et d'inflation plus importante qu'anticipé.

On pourrait aussi mentionner le système de "tiering" évoqué par M. Draghi depuis la réunion qui, s'il était mis en place, pourrait permettre à la BCE de baisser à nouveaux ses taux directeurs.

La réserve fédérale a, de son côté, été encore plus accommodante que la BCE relativement aux attentes de marché :

- Fin de la réduction de la taille de son bilan en octobre de cette année ;
- Baisse des anticipations médianes des membres de la Fed qui ne montrent plus qu'une seule hausse de taux à horizon fin 2020, alors qu'il y en avait trois auparavant ;
- Baisse des prévisions de croissance 2019 à 2,1 % vs 2,3 % auparavant.

Ces décisions de la Fed sont surprenantes au regard de la situation économique américaine actuelle ; celle-ci a en effet peu évolué depuis le mois de septembre alors que le message de la Fed a, lui, radicalement changé.

Ces décisions sont en revanche beaucoup moins surprenantes quand on analyse l'évolution des conditions financières (et des marchés actions) durant cette période. Il est cependant légitime de se demander s'il était nécessaire d'aller aussi loin lors de la dernière réunion, alors que les conditions financières s'étaient déjà largement améliorées depuis le début de l'année.

L'environnement macroéconomique a, lui, eu plutôt tendance à s'améliorer au cours des dernières semaines avec des chiffres rassurants en provenance de Chine, ce qui est cohérent avec la forte relance fiscale, budgétaire et monétaire mise en place depuis plusieurs mois ; cette amélioration n'est sans doute pas terminée. La zone Euro semble, elle, se stabiliser, et ce même si le secteur automobile allemand continue de peser sur la zone dans son ensemble ; nous pensons toutefois que les révisions négatives sur la croissance Euro sont maintenant derrière nous.

Que faire dans ce contexte ? Avec une dynamique de croissance qui se stabilise, un risque inflationniste faible et des banques centrales extrêmement accommodantes, nous avons ici un cocktail a priori très favorable aux actifs de rendement dans leur ensemble. Cette situation est d'ailleurs également favorable aux actifs actions tant que les risques exogènes restent contenus. Enfin, étant donné la très forte baisse des rendements des actifs sans risque et une situation macroéconomique en amélioration, ceux-ci pourraient remonter légèrement dans les semaines qui viennent.



LA FRANÇAISE
investing together



DU CÔTÉ DES TAUX

DE NOUVELLES OPPORTUNITÉS SUR LA DETTE GRECQUE

En 1982, la Grèce devenait le 10ème Etat-membre de l'Union Européenne. En mai 2010, la Troïka européenne (BCE-CE-FMI) engageait son premier plan d'aide à la Grèce, 110 mds €, en échange d'un plan d'assainissement du pays. Le 5 juin 2015, en n'honorant pas le remboursement d'une tranche du plan, le pays connaissait une nouvelle escalade dans la crise et une fuite historique des dépôts des banques. Un nouveau plan émergeait post Euro-group du 12 juillet 2017. Le Grexit n'a pas eu lieu...

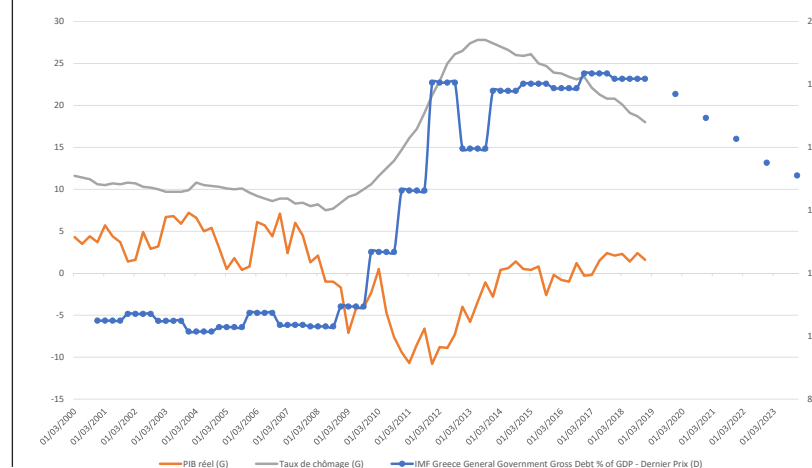


La Grèce revient de loin. Le pays affichera cette année et en 2020 une croissance de 2,2 % selon Eurostat, après 1,9 % en 2018, un point haut depuis 10 ans. Pour la première fois depuis 15 ans, la Grèce afficherait trois années consécutives de croissance proche de 2 %, en d'autres termes une résistance notable du pays au ralentissement économique que connaît la zone euro depuis un an. Le moteur domestique, soutenu par la hausse des revenus réels et la baisse notable du taux de chômage (10 points de baisse attendue entre 2014 et 2020 selon HSBC) est dynamique. L'investissement reste en revanche encore faible, tout comme le secteur bancaire, même si les banques n'ont plus recours à l'ELA pour accéder au liquidités BCE depuis fin 2018 et une progression, certes lente, se remet en place sur les dépôts bancaires des ménages grecs.

Parallèlement à cette dynamique de croissance retrouvée, la performance budgétaire du pays est notable avec un surplus primaire estimé à 6,6 % cette année par le FMI, une trajectoire du montant de dette sur PIB qui s'inverse, de 188 % en 2018 à 177 % en 2019 et, enfin, un budget redevenant équilibré dès cette année. De ce constat vertueux, un point doit retenir notre attention : le caractère constitutionnel ou non des réformes passées sur les fonds de pension et les baisses de salaire dans le secteur public. Le coût de ces mesures, si elles sont jugées inconstitutionnelles, sera notable, alerte le FMI.

Le programme de sauvetage porte jusqu'en 2022 et le pays poursuit le remboursement des tranches. Par ailleurs, à horizon 2023, les besoins de refinancement sont intégralement couverts par la réserve de liquidités du gouvernement (près de 40 mds €). Le pays a d'ores et déjà effectué son retour sur les marchés obligataires et devrait lever de nouveau des encours cette année au regard des niveaux de taux (3,50 % sur la maturité 10 ans). Au regard de la dynamique fondamentale du pays, de l'attractivité du niveau des taux grecs normés par la volatilité, les opportunités d'investissement sur la dette grecque sont réelles.

Évolution de l'endettement Grec (et projections au-delà de 2018), évolution du PIB et du taux de chômage



* Source : Eurostat

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.

DU CÔTÉ DES ACTIONS

L'INNOVATION RESTE FONDAMENTALE DANS UN ENVIRONNEMENT POLITIQUE PEU CRÉATIF

Ce premier trimestre est allé au-delà de nos attentes en effaçant la quasi-totalité de la baisse des marchés du dernier trimestre 2018. La hausse est solide et constante depuis le 24 décembre. Ce premier trimestre se clôt en fanfare : aux Etats-Unis, le S&P500 est en hausse de plus de 17 % à ce jour (11 avril) (meilleur Q1 depuis 2009) sur fond d'une politique monétaire 'redevendue' accommodante. Le baril de pétrole est en forte hausse et atteint 68,39 USD (+25,74 %) au 29/03. En Europe, le Stoxx 600 progresse de près de 16 % à ce jour (+12,27 % au 1^{er} trimestre). Tous les secteurs sont en progression. Les investisseurs ont toutefois privilégié les secteurs défensifs de croissance, en particulier les biens de consommation (+18 %) et le commerce de détail (+20,26 %). Le secteur cyclique des ressources de bases a également fortement progressé (+19,20 %) grâce au soutien de la banque centrale chinoise et aux anticipations positives d'un accord US-Chine.

Alors que nous sommes à nouveau proches des points les plus hauts des marchés actions, les signaux actions fondamentaux restent tendus. Les analystes ont revu leurs attentes de résultats par action en baisse pour 2019, passant de +8 % (fin janvier) à +5 % fin mars, une réduction continue tout au long du trimestre ; un trimestre qui a été marqué par une forte décollecte des investisseurs ainsi que par des volumes d'échanges boursiers très faibles.

En bref, il semble que tout soit sous contrôle du côté de la Fed si l'on fait abstraction du bruit politique.

Plus fondamentalement, notre présence au "Hannover Messe", nous a permis de constater les avancées technologiques, moteurs de croissance, et notamment de la 5G et de ses applications dans le secteur industriel. Nous avons notamment assisté à la présentation de Bosch Rexroth, en partenariat avec Qualcomm et Nokia, d'une usine de production "du futur". L'arrivée de la 5G permet en effet de créer des réseaux privés, essentiels au fonctionnement en toute sécurité d'une usine de production automatisée. Auparavant, avec la 4G, il était nécessaire de paramétrer chaque machine physiquement, et un périphérique d'interactions homme-machine ("HMI") pour chaque équipement. Avec la 5G au sein des usines, il devient possible, avec seulement un système HMI, de communiquer avec plusieurs machines et robots à distance grâce à la possibilité de "découpage en tranches" du réseau, permettant ainsi de réduire les coûts d'exploitation et d'optimiser la production.

Dans le cas exposé par Bosch Rexroth et grâce aux deux éléments essentiels que sont un sol intelligent et la 5G, des robots sont capables d'effectuer des tâches de production et de logistique en se déplaçant de manière autonome, tout en repérant les obstacles sur leur route et en communiquant avec les autres machines de l'usine. A l'aide d'un ordinateur, un employé contrôle chaque machine opérant sur la surface en étant notamment informé de tout dysfonctionnement, cet ordinateur lui permettant également de reconnaître les signes précurseurs d'une panne et d'agir en amont. Ces installations actuellement en phase de test pourraient être commercialisées à horizon d'un an.

Cette technologie viendra en soutien de notre thème de la réduction des émissions carbone en participant à la réduction de la consommation d'énergie par optimisation et digitalisation des processus de production. L'innovation reste un moteur fondamental.



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