

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 195
NOVEMBRE 2018

Achevée de rédiger
le 08/11/18



LA FIN DU BULL MARKET ? SANS DOUTE PAS

L'accumulation de différents facteurs de stress a fini par provoquer un retournement de marché historiquement assez violent. Les marchés américains en particulier ont beaucoup souffert en octobre, le S&P 500 vivant ainsi son pire mois depuis septembre 2011 avec une baisse de près de -7 %.

Les sujets d'inquiétude (potentiels ou réels) sont en effet nombreux aujourd'hui : la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, le Brexit, l'Italie, les élections de mi-mandat aux Etats-Unis, la saison des résultats, le ralentissement chinois et européen...avec comme catalyseur une communication que nous jugeons maladroite de la part de la réserve fédérale américaine. Comme en février, la hausse rapide des taux américains semble en effet avoir été le déclencheur de cette correction.

Certains de ces risques apparaissent aujourd'hui comme réels : la croissance européenne et chinoise ou encore le devenir des problématiques politiques actuelles. Le marché a-t-il donc raison de s'inquiéter ? Oui, mais en partie uniquement.

Tout d'abord parce qu'il faut, selon nous, tempérer certaines de ces inquiétudes.

Une partie du ralentissement observé en Europe est en effet lié au secteur automobile allemand, ce qui ne devrait être que transitoire. La zone européenne va sans doute croître à 1,8 % en 2018 ; c'est moins qu'attendu en début d'année mais cela reste au-dessus de sa croissance potentielle (estimée autour de 1,5 - 1,6 %).

La Chine ralentit, mais les autorités en sont pleinement conscientes et mettent en place depuis maintenant plusieurs mois des politiques d'assouplissement afin de soutenir la croissance, sur un schéma qui a des similitudes avec 2015-2016. Le "hard landing" chinois est une crainte récurrente des marchés depuis une dizaine d'années, à tort jusqu'ici. Est-ce pour cette fois-ci ? Nous n'en sommes pas convaincus.

Ensuite parce que le mois d'octobre a aussi vu quelques nouvelles positives :

- ▲ Les agences de rating n'ont pas dégradé la notation de l'Italie en High Yield, ce qui devrait aider à stabiliser les taux italiens.
- ▲ Les résultats des sociétés sont, il est vrai, en partie décevants en Europe mais ils sont encore une fois très bons aux Etats-Unis, sans craintes apparentes sur les résultats futurs.
- ▲ Enfin, il nous semble que le ton adopté lors des discussions politiques actuelles (Brexit, Italie voire même Mr Trump) est légèrement moins véhément.

Les fortes baisses constatées au mois d'octobre proviennent aussi en partie d'un fort "deleveraging" de l'industrie, en particulier de l'industrie des fonds systématiques. Nous avons déjà écrit à ce sujet en février de cette année, le phénomène montre aujourd'hui certaines similarités.

La forte baisse de certains marchés nous semble donc aujourd'hui trop importante au regard de leurs fondamentaux. C'est le cas des actions américaines dont les valorisations sont aujourd'hui assez attractives ; c'est le cas aussi des points morts d'inflation qui ont souffert de la forte baisse du pétrole sur le mois.



LA FRANÇAISE
investing together



DU CÔTÉ DES TAUX

LES TAUX PEUVENT-ILS ENCORE JOUER LEUR RÔLE DE VALEUR REFUGE ?

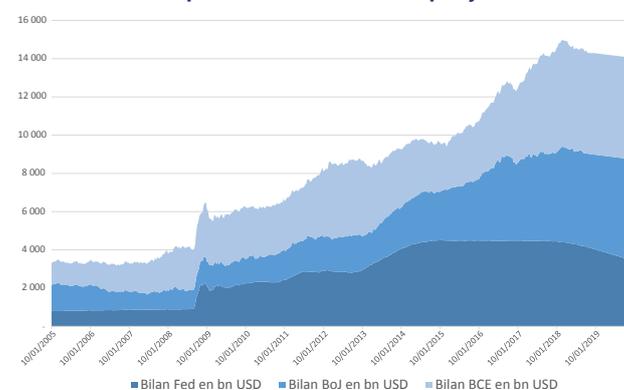
Depuis des dizaines d'années les investisseurs sont habitués à gérer leurs allocations actions et obligataires comme deux actifs largement anti corrélés lors des périodes de stress de marché. Ce phénomène de "flight to quality" peut-il encore fonctionner dans les marchés actuels, alors que la diminution des bilans agrégés des banques centrales doit commencer dans les mois qui viennent?

Le mois d'octobre a été un mois particulièrement difficile pour les marchés d'actifs risqués et particulièrement pour les actions. Dans le même temps, les rendements obligataires dits sans risque n'ont pratiquement pas bougé, ne réagissant que très peu à l'aversion au risque en cours. En effet du 3 au 31 octobre, le S&P 500 a baissé de -7,31 % alors que le taux à 10 ans américain passait, lui, de 3,18 % à 3,14 %. Même phénomène en zone Euro entre le 2 octobre et le 1er novembre avec une baisse de l'Eurostoxx 50 de -5,45 % quand le taux à 10 ans allemand passait de 0,42 % à 0,40 %.

Ce comportement marque une rupture avec les phases de correction des dernières années, comme cela avait déjà été le cas en février cette année. Le début d'année 2016 avait vu les taux fortement refluer, le mois d'août 2015 aussi, sans parler de la période 2011-2012. Ce comportement est, selon nous, voué à continuer tant que la conjoncture macroéconomique ne montrera pas de signes de retournement important, ce que nous n'anticipons pas à l'heure actuelle. Et cela s'explique par les raisons suivantes :

- Après une phase d'expansion sans précédent des bilans des principales banques centrales (Fed, BCE, BOJ, BOE), celles-ci entrent dans une phase de consolidation. La Fed a déjà commencé la réduction de son bilan (\$50mrds / mois), la BCE devrait arrêter son QE en fin d'année et la BOJ est elle aussi en phase de réduction d'achat depuis le début de l'année.
- L'inflation, continuellement décevante depuis de nombreuses années, montre des signes de raffermissement. Les tensions salariales en particulier commencent à devenir palpables dans certains pays (Etats-Unis, Allemagne, Royaume-Uni), ce qui est logique au regard de la dynamique d'emploi actuelle ; ce mouvement devrait donc se poursuivre dans les mois qui viennent.
- La "forward guidance" des banques centrales se veut de plus en plus précise depuis de nombreux trimestres afin de diminuer l'incertitude pour les différents acteurs financiers. Le revers de la médaille est qu'il est aussi difficile pour ces banques centrales de revenir sur ce qu'elles ont annoncé. La banque centrale européenne a par exemple communiqué sur un arrêt du QE en fin d'année et une première hausse de taux en septembre/octobre 2019, et il faudrait une remise en cause profonde des trajectoires de croissance et d'inflation pour que cette communication soit modifiée. Cet ancrage des taux courts se reflète logiquement sur les taux longs, les empêchant de jouer leur rôle de valeur refuge.

Bilan des banques centrales avec projection fin 2019



Les taux cœur devraient donc continuer à progresser, poursuivant ainsi leur normalisation, et cela même en cas de marchés actions chahutés. Sauf à ce que la conjoncture ne se retourne violemment mais, encore une fois, ce n'est pas notre scénario.

DU CÔTÉ DES ACTIONS

BUY THE DIP⁽¹⁾

L'ensemble des marchés actions a été emporté par une vague de correction en octobre de l'ordre de - 5 à - 10 %, de sorte que si les marchés européens ont amplifié leur sous-performance, le marché américain a quasiment effacé son retour positif des 9 premiers mois de 2018 ainsi que la forte résilience qui le caractérisait jusqu'à ce jour.

Principales corrections mondiales récentes	Point haut du marché	Baisse maximale (drawdown)	Point bas
Septembre 2011	Avril-11	-22 %	Septembre-11
Janvier 2012	Avril-11	-15 %	Janvier-12
Juin 2013	Mai-13	-7 %	Juin-13
Octobre 2014	Juillet-14	-9 %	Octobre-14
Septembre 2015	Mai-15	-13 %	Septembre-15
Février 2016	Mai-15	-19 %	Février-16
Février 2018	Janvier-18	-9 %	Février-18
Aujourd'hui	septembre-18	-10 %	?

En cette fin d'octobre et à la veille des élections américaines de mi-mandat nous croyons qu'il est opportun de maintenir une exposition actions significative. Les principales motivations sont :

- des niveaux de valorisation attrayants relativement aux moyennes historiques, les marchés actions sont ainsi entrés dans des zones de survente (RSI<30) ;
- des résultats des entreprises américaines qui confirment leur croissance soutenue en 2018 (>+20 %) et 2019 (>+10 %), ce qui leur assure un retour sur capital nettement supérieur au coût du capital malgré les hausses de taux de la réserve fédérale ;
- des marchés émergents qui ressortent comme survendus depuis les deux chocs d'avril et mai. Ceci est particulièrement vrai pour la Chine, la baisse du renminbi a notamment compensé une large part des hausses de taxes d'importation ;
- des flux de capitaux potentiellement positifs dans la mesure où les niveaux de cash des portefeuilles sont élevés et où les entreprises vont pouvoir redéployer leur programme d'achat d'actions après la saison de publication de leurs résultats.

Nous pensons également que la plupart des risques politiques qui hantent les marchés depuis cet été, principalement : la guerre commerciale Chine-Etats Unis, un prix du baril qui a tangenté les USD80 par baril, un risque politique européen élevé (Brexit, déficit italien etc.) sont identifiés et largement intégrés par une prime de risque 'actions' revenue sur ses plus hauts niveaux historiques, alors que le marché des taux souverains est resté relativement immunisé. Si la correction de février avait suivi une forte hausse des taux US, ce n'a pas été le cas ce mois d'octobre. Compte tenu de la croissance des résultats constatée, la hausse des taux actuelle ne doit pas être un prétexte pour quitter le navire actions au niveau de valorisation actuelle.

Plus qu'une reprise de signes macro positifs, un relâchement de la pression politique pourrait être à l'origine d'un rebond des marchés actions, notamment post élections de mi-mandat. Une détente de l'USD serait favorable à la fois à la reprise du marché américain et à la performance des émergents.

Dans une phase de reprise des marchés, la technologie, les industrielles, les matières premières et les biens de consommations devraient afficher les meilleures performances.

(1) "Acheter les points bas (du marché)"

OCTOBRE ROUGE SANG

Fort pic d'aversion au risque sur le mois : les perspectives de croissance s'étiolent sous l'effet des incertitudes politiques et économiques ; la confrontation entre l'Italie et la Commission Européenne sur le budget et l'enlisement des négociations sur le BREXIT ont particulièrement pesé.

Le gouvernement italien a proposé son budget pour 2019 avec un creusement du déficit à 2,4 % pour 2019 et 2,1 % pour 2020. Sans surprise, la Commission Européenne l'a rejeté, donnant un délai de trois semaines au gouvernement transalpin pour revoir sa copie.

L'ensemble des classes d'actifs risqués corrige lourdement, à l'image du S&P 500 (- 6,9 %) qui connaît sa pire performance mensuelle depuis 2011 ; Nikkei - 9,1 %, Shenzhen 300 - 8,3 %, S&P - 6,9 %, DJ Stoxx 50 - 5,9 %.

Pour autant, du côté des publications macro, l'économie américaine continue de faire preuve d'une grande robustesse : le PIB du troisième trimestre a enregistré une progression de + 3,5 % (trimestrielle annualisée) contre 3,3 % attendus. En Zone Euro, la croissance du T3 2018 est ressortie à 0,2 %, en rythme séquentiel, en dessous des attentes à + 0,4 %.

Du côté des publications micro-économiques, les résultats des entreprises américaines sont globalement bons : 86 % au-dessus des attentes. En Europe, les publications sont plus mitigées : seules 45 % des entreprises ont publié pour l'heure des résultats supérieurs aux attentes.

Côté Banque Centrale : La BCE a souligné le caractère temporaire du ralentissement, insistant sur la solidité de la demande grâce à la dynamique de l'emploi et des salaires.

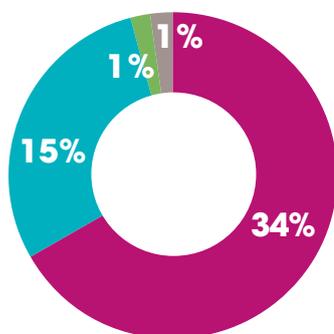
Sur le marché des obligations d'Etat, le taux américain à 10 ans a clôturé à 3,14 %, fluctuant entre [3,06 % ; 3,23 %] sur le mois et le taux allemand à 10 ans s'est fixé à 0,38 %, fluctuant entre [0,35 % ; 0,57 %]. Les taux italiens sont logiquement restés sous pression : le 10 ans s'est tendu de 28bp à 3,43 %.

Sur le marché du crédit, notons que la dette à Haut Rendement a globalement souffert : Les émissions notées B se sont écartées en Europe (+ 88bp) à 5,63 % et aux Etats-Unis (+ 63bp) à 7,07 %.

Sur le marché des changes, le Dollar a progressé de 2,6 % contre Euro à 1,1312. Au sein des pays émergents, ceux dont les devises ont enregistré les meilleures performances sont l'Argentine (+ 15 % vs Dollar), la Turquie (+ 8,4 % vs Dollar) et le Brésil (+ 8,8 % vs Dollar).

Côté matières premières, le prix du baril de Brent a fortement baissé (- 8,8 % à 72,67 \$) en dépit des inquiétudes sur un déficit d'offre en provenance des pays de l'OPEP à l'approche de la date officielle des sanctions américaines à l'égard de l'Iran (4 novembre).

Sur les marchés émergents, l'indice JP Morgan "Global Diversified Sovereign" s'est écarté de 31bp sur le mois, à 366bp au 31 octobre.



EXPOSITION ACTIONS : 51 %



ÉTATS-UNIS

Nous renforçons de façon importante notre position sur les actions américaines.



EUROPE

Nous renforçons légèrement les actions européennes avec une bonne diversification suivant les styles.



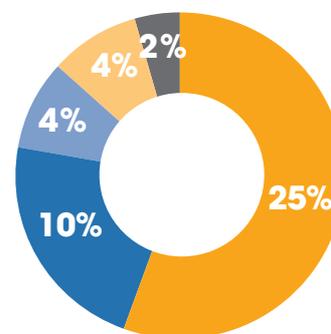
JAPON

Nous conservons la petite position initiée le mois précédent.



PAYS ÉMERGENTS

Nous initions également une petite ligne sur ce thème.



EXPOSITION TAUX : 45 %



OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS

Renforcement de la sensibilité globale pour équilibrage du portefeuille global.



OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION

Réduction tactique de notre pari sur les indexées inflation.



DETTE FINANCIÈRE / SUBORDONNÉE

Pas de changement sur la position.



DETTE PAYS ÉMERGENTS

Nous réduisons tactiquement notre position pour concentrer le risque sur le socle actions à court terme.



CRÉDIT HIGH YIELD

Nous conservons un investissement de 2 % sur le High Yield européen.



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 directeur
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