

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRÉ MENSUELLE

N° 196
DÉCEMBRE 2018

Achevée de rédiger
le 10/12/18



RALLYE DE FIN D'ANNÉE ?

Le prix du baril de pétrole s'est écroulé durant le mois de novembre avec une baisse de -22 %, ce qui fait du mois de novembre le pire mois depuis octobre 2008.

Pas de craintes de récession ou de crise systémique bancaire cette fois-ci, mais une conjonction de facteurs négatifs : baisse des prévisions de croissance et donc révision à la baisse de la demande de pétrole, levée partielle des sanctions contre l'Iran, production qui surprend à la hausse aux Etats-Unis, production record de la part de l'Arabie Saoudite alors qu'elle disait dans le même temps vouloir la baisser... sans compter le positionnement spéculatif important sur le pétrole. Le contexte de marché toujours fragile en raison des incertitudes politiques explique lui aussi l'amplitude de la baisse.

Ce mouvement a logiquement entraîné une baisse des taux cœur et des points morts d'inflation ; ces derniers ont particulièrement souffert en zone euro, les points morts d'inflation allemands à 10 ans baissant par exemple de 18 bp sur le mois, soit le mouvement le plus important depuis début 2016.

Les discussions autour du Brexit continuent, avec l'accord conclu entre la Commission Européenne et le gouvernement britannique le 25 novembre. Les Anglais doivent maintenant faire voter cet accord par la Chambre des communes, vote qui doit avoir lieu a priori le 11 décembre. A l'heure actuelle, il est difficile d'imaginer comment ce vote pourrait être positif. Démission de Theresa May ? Nouvelles élections ? Referendum ? Nous continuons à penser qu'il n'y aura pas de "Hard Brexit", mais le chemin risque d'être chaotique.

Tous les investisseurs avaient aussi les yeux rivés sur le sommet du G20 qui devait se tenir en Argentine en fin de mois avec 2 sujets principaux : tension commerciale entre les USA et la Chine et discussions autour de la possible diminution de la production de pétrole de la part de l'OPEP + Russie. Et, pour une fois cette année, ces espoirs n'ont pas été déçus :

- ▲ Accord entre Donald Trump et Xi Jinping sur une "trêve" de 90 jours dans le conflit commercial qui les oppose ;
- ▲ L'OPEP et ses alliés plancheraient sur un accord de réduction de la production de 1,3 million de barils par jour.

Le dernier sujet d'importance est le revirement de M. Powell : après avoir dit le 3 octobre que la politique monétaire était encore loin du taux d'équilibre (Hawkish), il a déclaré que celle-ci en était finalement assez proche. Ce changement de ton a largement contribué à apaiser les marchés financiers.

Un rallye de fin d'année est donc finalement envisageable, surtout sur la zone émergente (devises, taux et actions), principale bénéficiaire des évolutions récentes et zone ayant le plus souffert cette année. Un rallye en Europe est aussi envisageable mais il dépendra de la résolution ou non des problématiques politiques.



LA FRANÇAISE
investing together



DU CÔTÉ DES TAUX

GENERAL ELECTRIC, LE PROCHAIN "FALLEN ANGEL" ?

Depuis plus d'un mois, General Electric (BBB+) attire l'attention des marchés Investment Grade et High Yield, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe.

General Electric est un conglomérat historique américain qui avait atteint la plus importante valorisation du monde en 2001 avec une capitalisation dépassant les \$500 milliards et qui semble maintenant en fin de cycle. Le groupe est aussi l'un des plus complexes en opérant mondialement sur une douzaine de segments différents et avec une filiale importante de services financiers, GE Capital, qui cumule une structure complexe et un endettement très important.

Avec un endettement brut de \$115 milliards, General Electric est le 10^e plus gros émetteur de gisement Investment Grade américain (indice BoA). En plus du poids de la dette, le groupe a provisionné \$22 milliards pour une enquête en cours de la SEC et a \$12 milliards de dette arrivant à échéance en 2019. Le tout cumulé a provoqué de fortes incertitudes sur la situation du groupe, qui se sont traduites par une chute des obligations de 10 à 20 points selon les entités émettrices en deux mois et une division par deux des actions (-56 % depuis janvier). Aujourd'hui, les obligations du groupe se négocient au prix d'une obligation notée B (investissement hautement spéculatif).



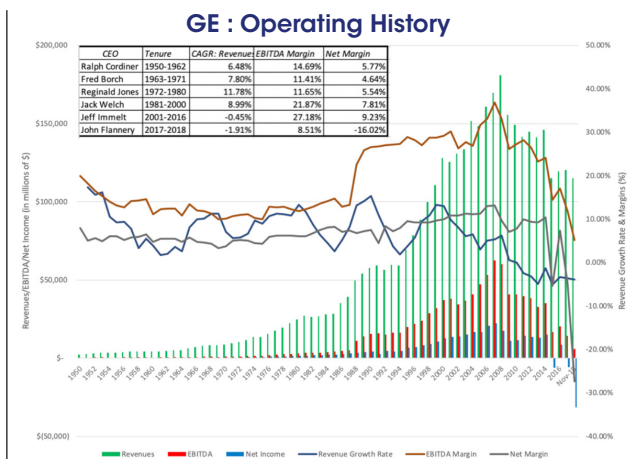
La situation du groupe inquiète l'ensemble du marché High Yield du fait du poids systémique que le groupe représente. Compte tenu de la dette du groupe, si GE passait en High Yield, soit une dégradation de trois crans, ce serait le plus gros émetteur avec une dette représentant 3,7 % de l'indice. Les acteurs du marché s'accordent à dire que le marché High Yield aurait beaucoup de mal à encaisser un tel montant de dette.

Néanmoins, nous n'anticipons pas le passage de General Electric en High Yield à court et moyen termes pour plusieurs raisons :

- General Electric demeure rentable sur la plupart de ses activités et peut et doit se restructurer.
- La capacité de GE à se désendetter évitera un passage en High Yield. Le groupe peut réduire aisément son endettement en levant au minimum \$20 milliards à court terme : possible IPO de la partie Healthcare (jusqu'à 40 %), vente de la participation dans Baker Hugues, coupe du dividende etc...
- Le poids de la dette de General Electric dans les portefeuilles de prêts Investment Grade des cinq plus grandes banques de Wall Street peut assurer un soutien de leur part pour éviter des problèmes de liquidités.

Sur la seule ligne de crédit de \$19,8 milliards expirant en 2020 garantie à GE par 6 banques (sur un total de \$41 milliards de lignes), la part de Morgan Stanley représente 6 % de son portefeuille de prêts Investment Grade et celle de Goldman Sachs 4 %.

Pour les raisons évoquées ci-dessus, nous sommes confiants sur la capacité du groupe à se désendetter sur les court et moyen termes et conséquemment, la réaction de marché nous semble exagérée et reflète davantage le climat obligataire plus tendu de ces derniers mois.



(source : Damodaran)

DU CÔTÉ DES ACTIONS

LE MARCHÉ REPREND SON SOUFFLE APRÈS UN G20 CONSTRUCTIF

La réunion du G20 en Argentine en ce premier week-end de décembre était très attendue par les investisseurs. Le point d'orgue de cette grand-messe fut le dîner entre Xi Jinping et Donald Trump.

Celui-ci a abouti à une trêve commerciale de trois mois. En effet, M. Trump a décalé l'entrée en vigueur d'un niveau de taxes à l'importation à 25 %, initialement prévue au 1^{er} janvier. La Chine a, quant à elle, abaissé massivement ses taxes d'importation sur les automobiles vendues sur son sol et produites aux Etats-Unis.

En vue d'un accord à plus long terme, les Américains souhaitent débiter des discussions autour de trois sujets clefs : le vol de propriété intellectuelle, les obstacles non tarifaires et les transferts de technologie "forcés".

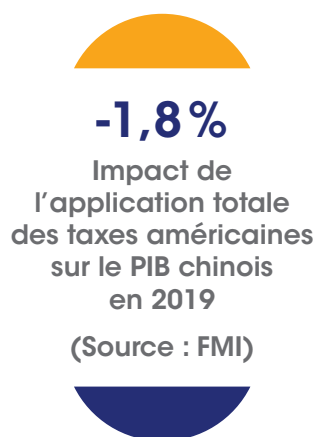
Les concessions de la Chine sur ces sujets pourraient permettre la conclusion d'un accord à long terme.

En ce début décembre, nous conservons notre exposition 'actions' principalement pour les raisons suivantes :

- des niveaux de valorisation attractifs dans plusieurs zones géographiques (notamment en Europe, en Chine et au Japon) ;
- une remontée des taux américains qui devrait ralentir, ce qui devrait aboutir à un affaiblissement du dollar et bénéficier à l'économie américaine ainsi qu'aux pays émergents ;
- des flux soutenus de capitaux entrants aux Etats-Unis et un retour vers les marchés émergents ;
- l'amélioration (au moins le maintien) des marges des entreprises qui devrait se poursuivre en 2019.

Néanmoins, de nombreux risques politiques subsistent. En Europe, la situation semble se détendre quelque peu en Italie, le gouvernement de M. Salvini étant prêt à faire des concessions pour que son budget soit approuvé par la Commission Européenne. Le principal risque reste le Brexit, un vote décisif aura lieu le 11 décembre au sein du Parlement britannique pour valider l'accord négocié avec Bruxelles. Si celui-ci n'était pas accepté, le Royaume-Uni pourrait s'engager sur un territoire inconnu ; au risque d'aller vers un "Hard Brexit".

Enfin, si ce délai supplémentaire accordé par l'administration américaine pour négocier avec la Chine est crucial, il ne suffit pas en soi. Un accord de long terme est nécessaire pour éviter une chute brutale des investissements aux Etats-Unis. Une reprise de la guerre commerciale pèserait fortement sur l'économie mondiale et les marchés financiers. L'ombre des risques politiques qui a tant marqué 2018 reste présente en 2019 et pourrait constituer la raison d'un niveau de volatilité élevée sur les marchés actions...



LE PÉTROLE INQUIÈTE

L'aversion au risque ne faiblit pas vraiment. Ce mois-ci, c'est la baisse massive du pétrole (Brent -22 % sur le mois à \$59,14), pénalisé par le risque de déséquilibre de l'offre et de la demande, qui cristallise les inquiétudes.

Pour autant, les risques politiques qui pèsent depuis le début de l'année ont un peu fléchi. Une lueur d'espoir est venue du diner sino-américain pour la clôture du G20 sur les droits de douane. Côté Brexit, l'Union Européenne et le Royaume-Uni sont enfin parvenus à un accord. La prochaine étape sera la ratification de sortie devant le Parlement britannique. Dans ce contexte, les actions internationales reprennent un peu de couleurs, à l'exception de l'Europe : S&P 500 +2,04 %, Nikkei 225 +1,96 %, MSCI emerging en USD +4.69 % et enfin Eurostoxx 50 à -0,69 %.

Du côté des publications macroéconomiques des enquêtes de confiance et d'activité, les annonces ont pesé sur la confiance des investisseurs, en particulier en zone euro et en Chine.

Dans ce sillage, les taux nominaux à 10 ans se sont globalement détendus en Allemagne (-7 pb à 0,31 %) et aux Etats-Unis (-16 pb à 2,99 %), détente alimentée par une forte baisse des points morts d'inflation.

En Italie, malgré le risque de procédure de déficit excessif sur la dette, l'écart de taux contre l'Allemagne à 10 ans s'est

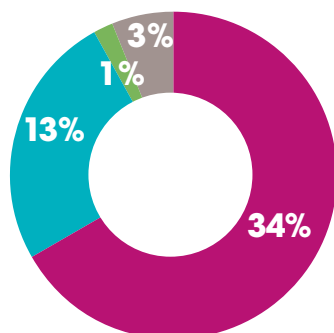
détendu de 20 pb à 290 pb (pic à 326 pb). Le taux italien à 2 ans s'est fixé à 0,84 % au 30 novembre (-22 pb sur le mois) et le taux italien à 10 ans a clôturé à 3,21 % (-21 pb sur le mois).

Côté banques centrales, la Réserve Fédérale américaine a également contribué à la baisse des taux souverains : les déclarations du Président Powell vont dans le sens d'un rythme de remontée des taux plus graduel que précédemment. La hausse de taux de 25 pb du taux directeur n'a toutefois pas été remise en cause pour le comité du 19 décembre.

Sur le marché du crédit, notons que les dettes financières et à Haut Rendement restent sous pression.

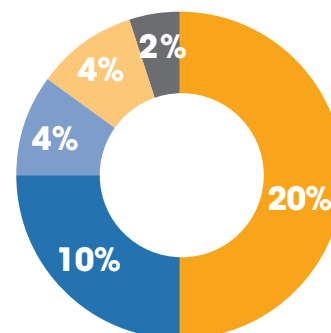
Sur le marché des changes, le dollar est resté stable au final contre euro à 1,1317, après pourtant des passages à 1,15 et 1,1216.

Nous abordons ce dernier mois de 2018 avec le sentiment d'un possible rebond sur les marchés. De ce fait, nous maintenons notre exposition sur les marchés d'actions à 51 %, avec une position majoritaire sur le marché américain. Côté taux européens, nous maintenons notre sous-sensibilité sur les taux Core nominaux. Nous réduisons également notre diversification sur les indexées inflation européennes. Nous conservons un socle sur la dette émergente et les subordonnées financières.



EXPOSITION ACTIONS : 51 %

- ÉTATS-UNIS**
Nous maintenons une importante position sur les actions américaines.
- EUROPE**
Nous réduisons légèrement les actions européennes.
- JAPON**
Nous maintenons la petite position.
- PAYS ÉMERGENTS**
Nous renforçons notre positionnement.



EXPOSITION TAUX : 40 %

- OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS**
Réduction de la sensibilité globale après le fort mouvement de recherche de la qualité.
- 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 conservons un investissement de 4 % sur cette classe d'actifs.
- 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 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