

Décembre 2018

LE CYCLE ECONOMIQUE

- **Les statistiques récemment publiées**

Etats-Unis : La confiance des entreprises est repartie à la hausse, tandis que le moral des ménages se replie à nouveau en novembre.

Zone Euro : Le moral des ménages est au plus bas depuis mars 2017.

Japon : La baisse du PIB au 3^{ème} trimestre est plus sévère qu'initialement annoncée, à -0.6%. Les chiffres du T4 restent faibles, avec une forte dégradation du solde commercial.

Chine : La consommation des ménages ralentit à 8.6% sur un an. Elle était de +9.7% en janvier 2018.

- **Les prévisions**

Le ralentissement conjoncturel mondial survenu au 3^{ème} trimestre se poursuit sur la fin de l'année. Le moral des agents économiques reste durement impacté par les tensions géo-politiques : protectionnisme et unilatéralisme de l'administration américaine, fragmentation européenne, tensions au Moyen-Orient.

Après 9 années de croissance mondiale, le risque de retournement du cycle s'accroît. Il faut à présent compter sur :

- une issue positive de la partie de poker entre les Etats-Unis et la Chine ;
- un assouplissement des conditions financières en Chine, rendue possible par la baisse du taux d'inflation (2.2%) ;
- un peu plus d'unité en Europe, permettant des décisions structurantes pour l'investissement et une relance de la consommation. Le recyclage d'une partie des excédents allemands serait le bienvenu ...

La baisse du prix du pétrole, qui témoigne pour le moment de la faiblesse de la demande, est cependant une bonne nouvelle pour 2019. Autre point favorable, la Réserve Fédérale semble envisager un resserrement monétaire plus modéré.

LA GESTION MONETAIRE ET OBLIGATAIRE

- **Les emprunts d'Etat**

Le résultat des élections de mi-mandat aux Etats-Unis ont eu peu d'impact sur les taux longs américains qui restent sur des points hauts depuis cinq ans : 2.88% à 10 ans.

En Europe, les taux des pays périphériques pâtissent des craintes concernant la croissance et les risques politiques.

L'Italie reste sous pression : l'écart de rendement entre le taux à 10 ans italien et le taux du Bund allemand est de 2.90%.

L'écart entre la France et l'Allemagne s'élargit à 0.45%.

Taux	Etats-Unis	Zone Euro	Japon	Chine
Rappel : taux d'inflation annuel	2,5%	2,0%	1,4%	2,2%
Taux jour le jour	2,25%	-0,36%	-0,06%	3,14%
Taux jour le jour réel	-0,25%	-2,36%	-1,46%	0,94%
Taux Etat 5 ans (OAT)	2,73%	0,00%	-0,13%	3,03%
Taux Etat 5 ans réel	0,23%	-2,00%	-1,53%	0,83%
Courbe 5 ans - jour le jour	0,48%	0,36%	-0,07%	

Source : Bloomberg

- **Les taux des obligations *corporate* continuent à se tendre**

La volatilité est de retour sur le marché du crédit suite à des publications moins bonnes que prévues pour les entreprises et à un tassement des marges significatif. Le nombre de *profit warning* s'est multiplié, ce qui conduit à un écartement substantiel des spreads de crédit sur tous les univers de notation : + 0.35% en moyenne sur le mois. Le cash a été impacté, avec une forte baisse de la liquidité sur le marché et des investisseurs qui ont largement vendu afin de dé-risquer leurs portefeuilles.

Plusieurs émetteurs obligataires ont été durement chahutés : Vallourec dont les souches 2022 et 2023 ont perdu jusqu'à 30%, General Electric dont les spreads approchent ceux de la catégorie spéculative. Mais également des bancaires comme Société Générale, Barclays ou bien Deutsche Bank. Les conditions de marché sont difficiles comme l'attestent les primes d'émission élevées et les carnets d'ordres dégarnis.

- **Nous maintenons notre politique prudente**

En gestion monétaire, nos portefeuilles ont peu souffert de cet écartement des spreads, grâce notamment à un positionnement très court. Au contraire, des arbitrages ponctuels ont pu être effectués afin de profiter de la dichotomie sur certaines signatures, entre billets de trésorerie et obligations. Les taux du marché monétaire restent en territoire négatif, avec un Euribor 3 mois à -0.31% et un EONIA à -0.35% en fin de mois. Nous gardons une poche de liquidités significative afin de profiter d'éventuelles opportunités de marché.

En gestion obligataire, la sensibilité de SEM Optimum reste proche de 1,1 (voir ci-après).

LA GESTION ACTIONS

- **Valorisation des indices actions**

Les indices européens sont en léger repli en novembre, avec une volatilité qui demeure à des niveaux élevés.

Les secteurs du pétrole, des matières premières et, en règle générale, les valeurs industrielles de la chimie ou des biens d'équipement sont en repli dans un contexte économique mondial dégradé.

Les secteurs défensifs et de rendement surperforment pour le deuxième mois consécutif : pharmacie, télécoms et services aux collectivités (*utilities*).

Le secteur des biens de consommation est affecté par les prises de bénéfices sur le segment du luxe. La technologie est de nouveau sous pression avec le repli du NASDAQ.

En Europe, les valorisations continuent à se détendre, sur des niveaux légèrement inférieurs à leur moyenne historique, avec une prime de risque confortable de l'ordre de 7.80% (inverse du PER – taux sans risque 5 ans).



* : Cours/Bénéfices
Source : Bloomberg

- **Nous privilégions les sociétés résistantes à un ralentissement plus sévère**

Nous restons très investis sur les secteurs de la consommation courante et de la santé. Dans les valeurs industrielles, nous privilégions les valeurs liées à l'aéronautique et les gaz industriels qui bénéficient d'une très bonne visibilité. Nous avons renforcé nos positions sur les télécoms.

A l'inverse, nous restons très sous-pondérés sur les financières et évitons les valeurs les plus cycliques de la cote.

Dans **Uni Hoche**, nous avons allégé nos positions sur les SSII qui sont sensibles au cycle, pour renforcer nos positions sur Orange et Vivendi plus défensives avec un réel intérêt spéculatif pour la seconde. Nous avons également allégé nos positions sur Legrand après une publication de résultats décevante et alors que la société se traite toujours avec une prime sur son secteur.

LA GESTION MIXTE (GAMME CRISTAL)

Palatine Andante (FR0010785675) est exposé aux actions à hauteur de 29%.

Dans **Palatine Vivace** (FR0010789438), l'exposition aux actions a été réduite de 60% à 53%.

Palatine Allegro (FR0010785667), fonds le plus sensible, est exposé à 88% (-2%) aux actions.

Dans les trois fonds, la part des actions américaines a été réduite au profit de l'Asie hors Japon.

ZOOM PRODUIT

SEM Optimum (FR0010377564, Obligations en euro, sensibilité 0 à 2) a subi depuis le début de l'année la tension des taux de marché.

Pourtant, il nous semble intéressant de souligner que le taux courant de notre portefeuille dans **SEM Optimum** est aujourd'hui de 1.60% ; ceci pour une durée de vie moyenne de 2,3 années et une sensibilité de 1.1.

75% du portefeuille est noté *Investment grade*. Sur les 25% restant, 12% sont non notés par les agences. Notre *shadow rating* des lignes concernées est BBB-.

Nous pensons que **SEM Optimum** offre un profil de rendement et de risque intéressant pour un investissement à horizon 2 ans.

LA GAMME PALATINE

PALATINE AM	01/01/2018	01/12/2016		01/12/2013		01/12/2008		
	30/11/2018	30/11/2018		30/11/2018		30/11/2018		
	2018	2 ans		5 ans		10 ans		
	Performance cumulée	Performance annualisée	Volatilité annualisée	Performance annualisée	Volatilité annualisée	Performance annualisée	Volatilité annualisée	
ACTIONS								
France Grandes Capitalisations								
Uni-Hoche C	FR0000930455	-8,24	2,41	11,49	3,93	12,56	8,78	14,11
France Petites et Moyennes Capitalisations								
Palatine France Mid Cap	FR0000437576	-17,79	2,58	10,64	6,46	11,54	9,99	12,66
Palatine France Small Cap	FR0000978439	-19,22	-0,08	15,12	8,05	14,11	7,52	17,02
Europe Grandes Capitalisations								
Conservateur Unisic C	FR0010038257	-7,59	2,00	10,30	2,56	12,39	7,75	13,45
Palatine Actions Europe	FR0000978447	-6,10	3,74	10,52	3,47	12,02	7,42	13,26
Unigestion	FR0000095200	-9,33	1,93	12,26	1,30	13,41	6,43	15,13
Europe Petites et Moyennes Capitalisations								
Palatine Europe Small Cap	FR0000978454	-15,32	1,58	10,58	5,44	10,87	10,64	11,63
Thématique								
Palatine Entreprises Familiales ISR	FR0000990921	-9,47	2,52	11,35	2,32	13,15	5,53	15,00
Export Europe Palatine	FR0010915181	-5,19	4,93	9,44	4,76	11,78	-	-
Palatine Immobilier	FR0000437550	-9,93	4,23	7,50	6,63	9,37	9,46	14,17
Palatine Or Bleu A	FR0010341800	-6,58	6,36	9,65	5,02	10,49	6,42	11,34
MIXTES (Gamme Cristal)								
Palatine Andante	FR0010785675	-3,84	0,51	3,59	1,44	4,16	-	-
Palatine Vivace B	FR0010789438	-5,36	1,82	6,41	3,18	7,42	-	-
Palatine Allegro	FR0010785667	-7,26	2,42	8,99	4,15	10,42	-	-
OBLIGATAIRES								
SEM Optimum	FR0010377564	-1,72	-0,16	1,06	0,42	0,71	1,10	0,67
MONÉTAIRES								
Palatine Moma B	FR0010611335	-0,13	-0,08	0,02	0,04	0,04	0,45	0,17
Palatine Institutions	FR0000299877	-0,08	-0,04	0,02	0,09	0,04	0,50	0,17

Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de Palatine Asset Management au moment de la publication du document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de Palatine Asset Management. Palatine Asset Management attire l'attention de l'investisseur sur le fait que les performances passées présentées reposent sur des chiffres ayant trait aux années écoulées et ne sauraient présager des performances futures des OPC cités. Il est rappelé ici que tout investissement financier comporte des risques (les risques de marché, le risque de capital, le risque de change) pouvant se traduire par des pertes financières. Dès lors, Palatine Asset Management recommande, préalablement à tout investissement, au destinataire du présent document de lire attentivement les prospectus des OPC, tenus disponibles gratuitement à son siège social sis 42 rue d'Anjou, Paris 75008 ou sur son site internet www.palatine-am.com et de s'assurer qu'il dispose de l'expérience et des connaissances nécessaires lui permettant de fonder sa décision d'investissement, notamment au regard de ses conséquences juridiques et fiscales.

Palatine Asset Management - Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 1 917 540 €
 Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 05000014
 Siège social : 42 rue d'Anjou 75008 Paris - 950 340 885 RCS Paris
 Une société du groupe BPCE
 Site internet : www.palatine-am.com - Tél : 01 55 27 95 37