

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 186
JANVIER 2018

Achevée de rédiger
le 05/01/18



PERSPECTIVES ET CONVICTIONS 2018 : L'EMBELLIE SE CONFIRME

L'année 2017 s'est terminée sur un rythme de croissance supérieur à celui anticipé en début d'année du fait d'une accélération en Zone Euro, au Japon et en Chine. Il ne nous semble pas y avoir de raisons pour que l'année 2018 ne soit pas elle aussi bien orientée :

- Les indicateurs avancés des principales zones sont sur des niveaux élevés et indiquent une croissance mondiale de l'ordre de 4 % pour les prochains trimestres, soit le rythme le plus important depuis 2010.
- Cette croissance apparaît aujourd'hui beaucoup plus synchrone que lors des années précédentes. Sur les 25 principales économies mondiales, 24 sont aujourd'hui en territoire d'expansion.
- Les perspectives des zones émergentes sont bonnes, et ce malgré le fléchissement anticipé de l'activité chinoise.

Les pressions inflationnistes restent, elles, très faibles, que ce soit en zone Euro, aux États-Unis ou dans le monde émergent. Les facteurs soutenant cette tendance seront encore là en 2018 mais certains aspects militent pour une accélération :

- Le rebond des prix des matières premières, initié début 2016, va entraîner des effets de base positifs en 2018.
- L'amorce d'un cycle d'inflation salariale induite par les taux de chômage des pays industrialisés, proches désormais de leur niveau d'équilibre.

La Fed et son nouveau Président M. Powell devraient continuer à normaliser la politique monétaire américaine sur un rythme légèrement plus important que celui anticipé par le marché. Le chemin d'inflation aux US sera notamment déterminant pour la conduite de la future politique monétaire américaine.

Les achats d'actifs de la BCE vont, eux, assez fortement diminuer en 2018 et devraient s'arrêter en fin d'année.

Nous surveillons, par ailleurs, tout changement de cap de la Banque du Japon sur sa politique de contrôle de la courbe des taux.



LA FRANÇAISE
investing together



DU CÔTÉ DES TAUX

La reconnexion des taux des pays cœur aux fondamentaux économiques prendra du temps : en effet, la dichotomie très claire entre la dynamique de croissance et celle décevante à ce stade, sur l'inflation, aura un effet modérateur sur tout mouvement haussier des taux.

Il faut également garder en tête que les bilans combinés des banques centrales vont continuer à croître en 2018 pour trouver un point d'équilibre en fin d'année, ce qui limite le potentiel de hausse, tout du moins lors du 1^{er} semestre.

Ce contexte monétaire accommodant constitue un soutien pour les **dettes périphériques** en zone Euro et également une force de rappel dans un mouvement de forte tension sur les taux européens. La hausse des rendements gouvernementaux que nous prévoyons devrait ainsi rester contenue, ce qui est clef pour les autres classes d'actifs obligataires.

Après une année de performances très positives sur le **crédit européen**, les marges s'établissent à des niveaux historiquement faibles. Nous anticipons que la proportion de crédit IG acheté par la BCE augmentera par rapport aux autres classes d'actifs éligibles à son programme d'achat et limitera ainsi l'impact sur les valorisations.

Nous maintenons une forte conviction sur les **subordonnées bancaires** en raison de l'impact de la reflation anticipée sur les résultats des banques, de l'assainissement des bilans dans le sud de l'Europe et de la pression réglementation qui pourrait s'apaiser après la signature de l'accord Bale IV.

Du côté du **High-Yield**, les taux de défaut resteront très faibles et bien en dessous des moyennes historiques, mais les valorisations sont tendues et la liquidité un point de vigilance. Les fondamentaux sont bons mais nous surveillerons :

- les flux en provenance des investisseurs qui s'allègent en raison des performances réalisées,
- le levier financier des entreprises US qui reste élevé, rendant les entreprises les plus endettées sensibles à une Fed plus agressive,
- le prix du baril qui pourrait jouer les trouble-fêtes.

Enfin, côté **dettes émergentes**, les flux d'investissement vont se poursuivre en 2018 car les primes de risque demeurent très attractives relativement aux marchés développés et relativement aux dettes Corporates.

Dans un contexte riche en élections, les marchés locaux, répondant aux spécificités domestiques devraient continuer de performer grâce à des niveaux de taux réels élevés.



Dans un contexte où les taux allemands et japonais demeurent sur de bas niveaux, toute remontée significative des taux sera considérée comme une opportunité pour investir les liquidités sur les emprunts d'Etat ».

Jean-Luc Hivert,
CIO Gestion Obligataire



DU CÔTÉ DES ACTIONS

L'environnement macroéconomique anticipé pour 2018 constitue un soutien important pour les marchés actions mondiaux et laisse présager une nouvelle performance positive après une excellente année 2017.

La croissance mondiale synchronisée de l'ordre de 4 % supportera l'activité et les marges des sociétés. Les résultats par actions devraient ainsi croître d'environ 10 % et rester synchronisés entre les zones géographiques.

Au-delà d'une accélération de l'activité mondiale, les résultats par actions devraient progresser aux Etats-Unis grâce à la croissance du revenu disponible des ménages et à la réforme fiscale actuellement finalisée par les chambres. Cette progression des bénéfices devrait au moins partiellement compenser la normalisation de la politique monétaire américaine engagée par la Fed.

Les profits des sociétés européennes, et plus particulièrement ceux des entreprises de la zone euro, devraient progresser à un rythme supérieur à 10 % grâce à la fois à l'accélération de l'activité et à la sensibilité positive de la zone euro à la croissance des pays émergents. Nous resterons néanmoins attentifs :

- Aux ruptures de tendances que la digitalisation de l'économie engendre et qui affectent un secteur d'activité dans son ensemble lorsqu'elles se révèlent.
- A la vigueur de l'Euro pour les sociétés européennes exportatrices dont la trajectoire bénéficiaire serait entachée par une devise trop forte.

Nous pensons toujours que les secteurs de croissance devraient avoir la faveur des investisseurs même si nous pourrions enregistrer des rebonds 'techniques' et occasionnels des secteurs faiblement valorisés.

La progression visible de la production industrielle soutiendra avec le décalage habituel de l'ordre de 12 à 18 mois les investissements qui sont restés en deçà des attentes en 2017. C'est en cela que les différentiels de croissance entre les secteurs doivent être significatifs avec une préférence pour les valeurs technologiques et industrielles.

Nous privilégions les entreprises engagées dans une politique soutenue d'investissement avec une rentabilité significativement supérieure au coût du capital.

Quels sont les éléments auxquels nous restons attentifs dans ce scénario plutôt constructif à l'aube de cette année 2018 ?

Outre les tensions géopolitiques, les points d'attention sont ceux liés à la normalisation des politiques monétaires des principales banques centrales et notamment la diminution du flux des liquidités à partir de 2018. La hausse des taux va renchérir les conditions de crédit et probablement générer plus de volatilité dans les marchés. Ces tensions mettront évidemment en évidence la valorisation absolue historiquement élevée des classes d'actifs risqués. Dans les portefeuilles, nous serons également attentifs à contrôler les risques de change qui affectent significativement les performances relatives des marchés.



2018, VERS PLUS DE SÉLECTIVITÉ...

Décembre 2017 clôture l'exercice par un bilan positif sur la majorité des classes d'actifs risquées.

Avec un monétaire négatif, il fallait rester investi principalement en actions, notamment en Asie, Japon inclus, en valeurs de croissance américaines ou en petites capitalisations européennes.

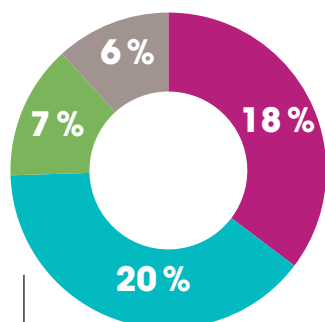
Côté taux, l'apocalypse n'a pas eu lieu cette année encore. Il fallait privilégier la dette émergente en devises locales, le crédit dans sa globalité avec une préférence pour la dette subordonnée ou Hybride.

La nuance non négligeable de ce bilan réside dans la forte baisse du dollar contre la plupart des autres monnaies. Il fallait donc, pour un investisseur européen, opter pour la couverture de ce risque, même avec un coût proche de 2,5 % sur l'année.

Nous commençons l'année 2018 par un round d'observation : plutôt neutre sur les actions, (51 %) avec un maintien des principaux paris de l'année dernière, à savoir surpondération de l'Europe et des émergents au détriment des Etats-Unis. La dynamique positive de moyen terme n'est pas remise en cause mais doit être mise en perspective après une année de rally.

Côté taux, toujours très peu de crédit dans nos allocations pour des raisons déjà évoquées de valorisation. Nous concentrons le risque sur la dette émergente et la dette hybride. Nous conservons notre sous-pondération en sensibilité taux core et nous maintenons un peu d'indexées inflation.

Il faudra vraisemblablement être plus sélectif et flexible en 2018, dans un contexte macro /micro très robuste mais nuancé par des valorisations tendues sur certains marchés. Le risque politique restera omniprésent.



EXPOSITION ACTIONS : 51 %



ÉTATS-UNIS

Nous réduisons tactiquement notre exposition sur les actions américaines après le renforcement favorable du mois dernier.



EUROPE

Nous renforçons après le mouvement de forte sous-performance novembre / décembre.



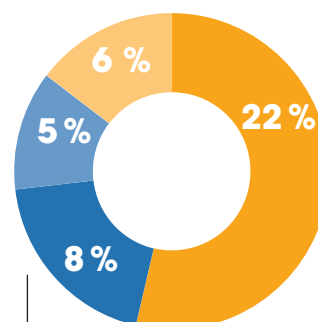
JAPON

Très léger renforcement sur les valeurs japonaises.



PAYS ÉMERGENTS

Nous maintenons notre socle actions émergentes inchangé.



EXPOSITION TAUX : 41 %



OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS

Poids inchangé mais amplification des paris géographiques : encore moins d'Europe et concentration sur le marché américain.



OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION

Nous maintenons une diversification sur les indexées inflation européennes.



DETTE FINANCIÈRE / SUBORDONNÉE

Nous concentrons notre risque crédit sur ce thème.



DETTE PAYS ÉMERGENTS

Nous conservons un biais positif sur la classe d'actifs en mixant hard et local currency.



CRÉDIT HIGH YIELD

Nous restons toujours à l'écart de la classe d'actifs pour des raisons de valorisation.



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 78 047 940 € - RCS : 480 871 490
Directeur de la publication :
Pascale Auclair
Responsable de la rédaction :
Caroline Babouillard
Chef d'édition : Marion Lévêque
Maquette : Sylvia Chadi