

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 188
MARS 2018

Achevée de rédiger
le 08/03/18



RETOUR DE LA VOLATILITÉ !

Comme nous l'avons déjà mentionné à de nombreuses reprises depuis plusieurs semaines, le mois de février a été marqué par un **retour violent de la volatilité**. Au-delà des considérations techniques ayant amené ce mouvement ([voir flash](#)), penchons-nous sur les raisons fondamentales qui pourraient expliquer le coup d'arrêt récent porté à la bonne dynamique des marchés actions depuis la fin de l'été 2017 :

- **La hausse des taux ?** Ce n'est sans doute pas une bonne nouvelle mais elle est légitime dans le contexte de croissance mondiale et de normalisation monétaire qui prévaut... et il est tout de même difficile d'imaginer qu'une hausse de 50 points de base des taux, en supposant que l'amplitude du mouvement reste modérée, puisse avoir un impact très négatif sur les bénéfices. Cette hausse ne nous semble pas de nature à remettre en cause la bonne santé des secteurs immobiliers ni avoir un impact potentiel conséquent sur le refinancement des sociétés américaines.
- **La hausse de l'inflation ?** La relation entre l'inflation et les bénéfices des entreprises n'est pas simple à analyser. Les actions étant des actifs réels, elles doivent profiter de l'inflation via une hausse de leurs bénéfices. Mais ce constat ne reste vrai que jusqu'à un certain niveau, une inflation trop importante augmentant l'incertitude et donc les primes de risque. Historiquement, les valorisations des marchés sont à leur maximum pour une inflation entre 3 % et 3.5 %, or l'inflation, même en redressement, est encore loin de ce standard et ne constitue donc pas une menace.
- **La baisse des liquidités excédentaires ?** Il faut garder en tête que de manière globale, les bilans des banques centrales sont encore en augmentation et que cela va rester vrai a minima jusqu'en fin d'année. Nous n'anticipons pas de retrait brutal des liquidités excédentaires à court ou moyen terme.
- **La politique protectionniste de Donald Trump ?** Il faut prendre un peu de recul face aux récentes annonces : même si elles entraient en vigueur, elles n'impacteraient que modestement la croissance via le commerce mondial, et n'ont que rarement donné lieu, historiquement, à une escalade des mesures protectionnistes. Cela reste toutefois un point de vigilance si ces mesures étaient appliquées à des secteurs clés.

Pour toutes ces raisons, nous restons positifs sur les marchés actions à moyen terme et considérons l'ajustement significatif des valorisations comme une opportunité. Nous conservons par ailleurs un biais légèrement haussier sur les points morts d'inflation, et les taux de manière générale.



LA FRANÇAISE
investing together



DU CÔTÉ DES TAUX

La volatilité sur les marchés actions a notamment été alimentée par de fortes craintes inflationnistes, mais la lecture de l'évolution du marché des obligations indexées sur l'inflation donne un message plus modéré.

En effet, dans le dernier mouvement de hausse des taux nominaux core qui a démarré début décembre, la hausse des taux réels bien plus que la hausse des anticipations d'inflation a soutenu ce mouvement. Les taux réels ont suivi les révisions à la hausse des perspectives de croissance. Les valorisations demeurent donc attractives sur les points morts d'inflation et leur rebond viendra de surprises à la hausse sur la publication des chiffres d'inflation, ce dont nous sommes convaincus cette année, aux Etats-Unis : en particulier, l'inflation sous-jacente, sur laquelle les attentes restent timides, devrait être tirée par le cycle économique. La courbe des points morts d'inflation demeure plate sur ces deux zones et la prime sur les maturités les plus longues nous semble toujours très faible au regard de la dynamique du cycle économique à l'œuvre. Nous sommes donc positifs sur les points morts d'inflation US et euros et privilégions les maturités longues.

Le nouveau directeur de la Réserve fédérale américaine est entré en fonction et a d'ores et déjà affiché sa confiance sur le rythme d'inflation à venir. **Des membres du Board de la FED, de plus en plus nombreux, évoquent ouvertement la nécessité d'un resserrement monétaire plus important.** Et nous y croyons : la réforme fiscale votée en décembre s'est accompagnée de nouvelles mesures de dépenses budgétaires depuis le début de l'année et ces deux éléments, à intégrer par la FED, devraient soutenir la révision à la hausse de leur perspective de croissance du PIB pour 2018 ; l'inflation devrait accélérer tout comme l'inflation salariale au regard des tensions sur le marché du travail, autant de raisons pour normaliser un peu plus rapidement la politique monétaire. Les taux courts américains devraient donc continuer de se tendre. Toutefois, la FED, comme les autres banques centrales des principaux pays développés, sera attentive à toute remontée trop brutale des taux, susceptible de fragiliser la dynamique de croissance.

En zone euro, les taux réels demeurent très bas versus le reste du monde et au regard de la conjoncture : comme aux US, leur normalisation accompagnera la fin du QE de la BCE. Leur bas niveau les rend vulnérables à toute communication en ce sens de la BCE et aux événements Outre-Atlantique.

La reconnexion des taux des pays cœur aux fondamentaux économiques demeure notre scénario central mais ne se fera pas en ligne droite !



Hausse des taux réels (08/03/2018)



(Source : copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.)

DU CÔTÉ DES ACTIONS

Tout avait bien commencé dans un environnement sans rupture majeure avec 2017, nous anticipions une progression des marchés actions accompagnée par une croissance mondiale synchronisée qui supportait l'activité et les marges des sociétés et ainsi une hausse de l'ordre de 10 % des résultats par action assez homogène entre les zones géographiques.

Jusqu'au 26 janvier les marchés actions affichaient des hausses soutenues et traitaient les hausses de taux et de la parité euro-dollar avec une certaine négligence. **L'état d'esprit a significativement changé à cette date avec une correction de l'ordre de 10 % des marchés Actions.** Si les taux européens sont restés inchangés (1,01 % sur l'AOT 10 ans fin février), le discours de Jérôme Powell, nouveau président de la FED, laissant anticiper des hausses de taux récurrentes en 2018 et la hausse du dix ans américain (T-Bonds US +0,15pt sur 1 mois à 2,87 % pour le 10 ans) a focalisé l'attention. Les marchés ont souligné ce changement de régime par une hausse violente de la volatilité, amplifiée par des éléments techniques. La combinaison de taux en hausse et de la reprise de la volatilité ont logiquement abouti à des taux d'actualisation plus élevés des bénéfiques futurs et donc à une correction.



Ce changement de régime semble aujourd'hui absorbé par les marchés, mais malgré une légère reprise depuis la fin de la première semaine de février, les investisseurs restent circonspects. Il est vrai que les tensions sur les taux d'intérêt restent présentes, tout comme les inquiétudes portant sur une possible accélération de l'inflation. Il est également vrai que les indicateurs avancés de la croissance économique plafonnent depuis quelques jours. Mais ces indicateurs plafonnent à un niveau élevé, cohérent avec une croissance mondiale toujours supérieure à 4 % pour l'ensemble de l'année et les publications des résultats 2017 sont sur une tendance positive. A la clôture du 1er mars, 76 % des sociétés du Stoxx 600 et 97 % du S&P500 avaient publié leurs résultats. Les chiffres d'affaires sont majoritairement au-dessus des attentes, comme les résultats nets des deux côtés de l'Atlantique. En Europe, après un début de saison en demi-teinte, les publications se sont améliorées pour atteindre un niveau de surprises positives équivalent au Q4-2016. En revanche, les attentes communiquées par les entreprises sont inférieures aux cibles indiquées les trimestres passés (30 % plus faibles que les attentes vs. 11 % au Q2-2017 par exemple). Dans ce contexte de craintes de tensions inflationnistes et d'un flux dense de publications de résultats, les secteurs sensibles aux taux (à duration longue) ont enregistré une baisse en février.

La circonspection des investisseurs est également largement entretenue par une reprise des tensions politiques, notamment celles générées par le Président Trump affirmant une hausse à venir des barrières tarifaires pouvant peser sur le commerce mondial. Nous avons soulevé ce risque portant sur les traités commerciaux, il est devenu d'actualité. Les mesures annoncées ne devraient concerner que les importations d'acier et d'aluminium (avec des exceptions) et pourraient être mises en place dès la fin mars. Mais les propos du Président Trump combinés à la récente démission de son conseiller économique à la Maison Blanche Gary Cohn, laissent anticiper un possible durcissement des conditions commerciales concernant les échanges avec les Etats-Unis et de manière à peine voilée la relation commerciale, financière et de concurrence avec la Chine. Cette démission pèsera sur le risque générant une pression sur les marchés actions, le dollar US et donc sur le Yen et enfin sur les actions en Asie.

*Source : Climate Migration. In 2017, a string of climate disasters – six big hurricanes in the Atlantic, wildfires in the West, horrific mudslides, high-temperature records breaking all over the country – caused in damage, killing more than 300 people. After Hurricane Maria, 300,000 Puerto Ricans fled to Florida, and disaster experts estimate that climate and weather events displaced more than 1 million Americans from their homes last year. This will only get worse – the migrations AND the weather.

POWEL FAIT SON EFFET

Peu d'endroits où se cacher sur les marchés financiers.

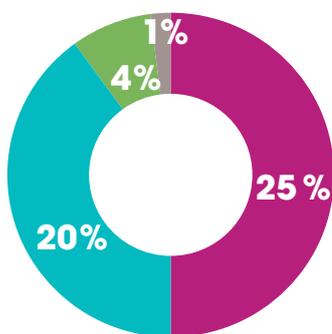
Dans un contexte d'inflexion des politiques monétaires, les meilleurs chiffres d'inflation américains se sont traduits par une forte correction des emprunts d'Etats américains, et par réaction en chaîne sur les classes d'actifs risqués et la volatilité. Ceci conjugué au risque électoral italien et allemand, ainsi qu'aux dernières déclarations protectionnistes de D.Trump, on comprend aisément pourquoi les marchés sont restés sous pression.

Le S&P recule de 3,9 %, l'euro stoxx 50 de 4,72 % ; le nikkei de 4,4 6% et les émergents de plus de 6 %.

Le style plutôt hawkish du nouvel argentier de la FED, Jérôme Powel, lors de son premier discours, a maintenu en fin de mois une pression déjà forte sur les taux. Les marchés anticipent désormais quatre hausses possibles en 2018.

Dans ce contexte perturbé, les obligations gouvernementales US et le crédit US de qualité affichent des performances en net recul. L'Europe résiste beaucoup mieux avec une performance du marché du crédit proche de l'équilibre. La dette émergente en dollar subit quant à elle l'effet taux US et recule de 2 %.

Même si le contexte global est plus agité et les chiffres US un peu décevants ce mois-ci, nous restons fidèles à notre lecture positive des fondamentaux. Avec la baisse récente, les multiples de valorisation actions ont retrouvé des couleurs, ce qui, couplé avec les perspectives bénéficiaires, suggère du potentiel pour la classe d'actifs actions. Nous maintenons l'exposition proche de 50 % avec une réduction des actions US au profit du Japon. Côté taux, la courbe américaine offre désormais un potentiel intéressant en équilibrage du risque des portefeuilles. Nous réintégrons une importante poche d'obligations internationales indexées sur l'inflation. Nous maintenons un biais prudent sur le crédit, mais nous conservons nos paris dette émergente et dette hybride.



EXPOSITION ACTIONS : 50 %



ÉTATS-UNIS

Nous réduisons notre exposition sur les actions américaines après la bonne tenue relative du mois de février.



EUROPE

Nous maintenons notre position inchangée.



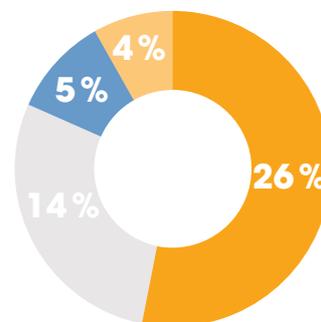
JAPON

Nous renforçons tactiquement notre position sur les actions japonaises après l'allègement du mois dernier.



PAYS ÉMERGENTS

Nous réduisons notre socle actions émergentes.



EXPOSITION TAUX : 49 %



OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS

Poids réduit, avec maintien de la concentration de la sensibilité sur les Etats Unis.



OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION

Nous renforçons fortement notre pari sur les indexées inflation notamment aux Etats Unis.



DETTE FINANCIÈRE / SUBORDONNÉE

Nous concentrons notre risque crédit sur ce thème.



DETTE PAYS ÉMERGENTS

Nous allégeons mais conservons un biais sur la classe d'actifs en 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 : Wanda Le Sauze