

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 191
JUIN 2018

Achevée de rédiger
le 06/06/18



LE TEMPS DES POLITIQUES

Nous n'allons pas revenir sur les différentes étapes ayant finalement permis à la classe politique italienne de former un gouvernement, celles-ci ayant déjà fait l'objet de communications spécifiques (cf. le flash du 30 mai 2018). La situation semble aujourd'hui stabilisée, tout du moins à court terme, et certains éléments sont, selon nous, à souligner :

- Les deux partis, le Mouvement 5 étoiles et La Ligue, alliés pour former un gouvernement n'ont pas un discours de sortie de la zone Euro. Ils critiquent ses dysfonctionnements mais n'ont pas été élus sur un programme de sortie ;
- Les sondages montrent que les italiens veulent rester dans la zone Euro à une large majorité (2 tiers environ) ;
- La réforme constitutionnelle de 2012 interdit la tenue d'un referendum concernant l'adhésion à la zone Euro.

Pour toutes ces raisons, nous excluons un scénario de sortie de la zone Euro de l'Italie. Une fois cette conviction acquise, il ne faut toutefois pas oublier que le programme économique du gouvernement devrait mener, de façon quasi certaine, à des discussions difficiles avec les autorités européennes au cours des prochains mois. Pas de risque systémique donc, mais pas non plus d'appétit pour les titres longs italiens qui devraient rester volatils.

Cette crise souveraine européenne se produit par ailleurs dans un environnement de croissance qui, bien que moins dynamique qu'en fin d'année 2017, reste bien orienté dans la plupart des pays développés. La force de la croissance américaine est d'ailleurs ici à noter. Dans ce contexte porteur, il va être intéressant d'observer le comportement des banques centrales alors que l'inflation se reprend, impactée par les effets de base positifs liés aux matières premières ainsi que par les tensions sur le marché du travail dans certains pays. Les trois banques centrales principales se réunissent en juin pour leurs comités respectifs, et elles auront par ailleurs l'occasion de se parler à nouveau à Sintra le 18 juin.

Il nous faut aussi, encore une fois, mentionner la guerre commerciale larvée et toujours en cours entre les Etats-Unis et le reste du monde. Au-delà de leur mise en scène systématique, les déclarations de M. Trump ont de moins en moins d'impact sur les marchés financiers, mais cela ne signifie pas que cet état de fait perdurera à moyen terme. Cela explique notre positionnement assez prudent sur les marchés actions qui ont par ailleurs fait montre d'une résistance étonnante durant le mois de mai.

Enfin, nous pensons qu'il faut profiter de l'épisode volatil du mois de mai pour réaffirmer certaines de nos convictions principales. Nous augmentons ainsi nos positions sur les points morts d'inflation et sur les positions vendeuses de taux "core". Nos positions sur les subordonnées bancaires ont elles aussi été légèrement augmentées, principalement sur des titres courts.



LA FRANÇAISE
investing together



DU CÔTÉ DES TAUX

DE L'EFFET PAPILLON

Le mois de mai a connu un retour violent de l'aversion au risque. Alors qu'ils n'avaient que peu ému les marchés, les résultats des élections italiennes ont finalement généré, par contagion, de fortes baisses des actifs, principalement dans la sphère obligataire.

Nous étions positionnés sur les dettes périphériques courtes que nous avons conservées dans l'épisode de stress : nous souhaitons rester mobiles sur l'Italie au gré des phases d'inquiétude et d'apaisement à venir notamment dues aux difficultés que le gouvernement rencontrera dans la mise en œuvre de son programme.

Le taux 10 ans allemand a perdu jusqu'à 30 bps depuis le point haut de mi-mai et a traité à 0,20 %, bénéficiant d'un mouvement de fuite vers la qualité en zone Euro. Il paraît effectivement logique de valoriser aujourd'hui plus bas la référence que sont les taux allemands en raison d'un effet possible, quoique limité, sur la croissance de la zone Euro et en raison d'un possible décalage de communication de la BCE sur la sortie de Quantitative Easing. Mais dans un scénario qui exclut une situation systémique en Italie, la trajectoire économique de la zone Euro et par ricochet la politique monétaire de la BCE n'ont pas de raison d'être fortement déviées. Ironie de l'histoire, un jour après la forte chute du rendement 10 ans allemand à 0,20 %, l'inflation allemande a été publiée mercredi à 2,2 % en glissement annuel, largement supérieure au 1,8 % attendu. Le niveau des taux cœur nous semble résolument trop bas.

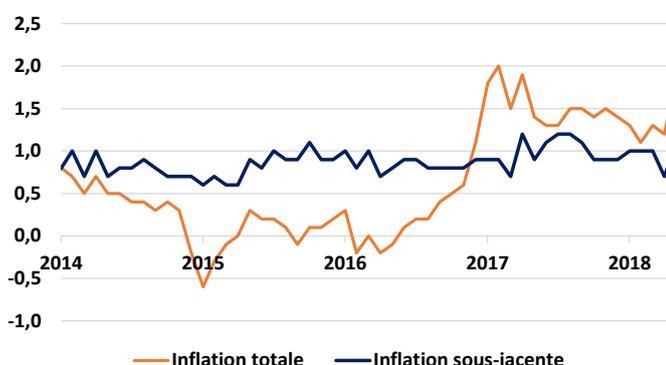
Même après sa correction récente, le pétrole en EUR a progressé depuis début 2018 de 13 %, impliquant des effets de base positifs sur l'ensemble de l'année (si les prix se stabilisent). L'anticipation d'inflation à 5 ans est actuellement de 1,45 % en zone Euro : l'inflation totale devrait se maintenir proche de 2 % d'ici l'été, ce qui n'est que très partiellement anticipé par les marchés. Aux Etats-Unis, des éléments spécifiques (guerre des prix dans les télécoms, baisse des prix des médicaments) ont impacté négativement l'inflation au deuxième trimestre 2017 et ont créé des effets de base positifs pour 2018. Au cours de l'été, les glissements annuels d'inflation américaine dans un contexte de guerre commerciale US versus le reste du monde et de tensions sur le marché du travail vont remonter vers 3 % et impacteront à la hausse les anticipations d'inflation, actuellement à 2,1 % sur la maturité 10 ans. Nous restons positifs sur les points morts d'inflation américaine et européenne.



Inflation ZE
à 1,9 % y/y
(c/ 1,6 % attendu et
1,2 % le mois dernier)



Evolution de l'inflation en zone Euro



(Source : Bloomberg, données au 31 mai 2018)

DU CÔTÉ DES ACTIONS

ILS N'ONT RIEN APPRIS NI RIEN OUBLIÉ⁽¹⁾

La zone Euro est une puissance économique, mais sa survie réside dans sa capacité à mettre en œuvre une politique économique commune. Les investisseurs ont intégré cette équation depuis la crise grecque de 2011-2012 : quelle est la cohésion du système Euro et alternativement son risque d'éclatement ? La question subsidiaire est : l'Italie est-elle son talon d'Achille ?

Si les marchés actions n'aiment pas l'incertitude, la politique italienne de ces derniers jours a été une source d'agitation. Le rendement à 10 ans italien s'est ainsi tendu de 98bps à 3,44 %, la Bourse de Milan a perdu jusqu'à près de 6 % et les bancaires italiennes, qui portent une part importante de la dette publique italienne (plus de 600Mds €), ont été particulièrement malmenées. Le 30 mai le calme est revenu sur les marchés dès lors que le Movimento 5 Stelle (M5S) et la Lega Nord (LN) ont pu former un gouvernement adoubé par le Président italien. Il a fallu cet épisode politique inédit pour que les marchés prennent à nouveau en compte la dimension politique et ajoutent un nouveau pic de risque autour du sujet de la cohésion de la zone Euro. Pour violent qu'il ait été, cet épisode est resté relativement cantonné pour les actions et n'a pas eu d'effet significatif sur l'Euro, alors qu'en parallèle, le Premier Ministre espagnol perdait la confiance de son parlement. Les marchés européens ont finalement rebondi, l'Euro s'est repris face au Dollar à 1,16 et les rendements obligataires se sont détendus.

Cette capacité d'absorption de l'événement par les marchés dans l'ombre bienveillante de la BCE ne signifie pas que le risque ait disparu. Le cœur du sujet concernant l'Italie est celui de la faiblesse de sa croissance couplée à une dette publique importante (132 % du PIB). L'Italie n'est pas la Grèce de 2012, mais l'association dans un même gouvernement de deux partis extrêmes et de convictions opposées ne sont de nature à apporter ni stabilité, ni espoir de changements face à des faiblesses identifiées parmi lesquelles la capacité du pays à engager des réformes. La mise en œuvre du "programme commun" italien proposé pèserait 6 à 7 % du PIB et si l'excédent budgétaire primaire (1,7 % du PIB) donne une marge de manœuvre, les possibilités d'une relance par une baisse de la fiscalité sont limitées. Les rigidités de l'économie italienne pèsent sur sa productivité, son système bancaire est convalescent et peu de sociétés familiales ont été capables d'atteindre une taille critique motivant les investisseurs.

Les actions italiennes représentent environ 7 % de l'Eurostoxx300. Elles sont marquées par le poids des banques et par la présence de sociétés tournées vers les marchés internationaux. Ces deux compartiments ont été corrélés lors de la phase de croissance retrouvée de la zone Euro dans la hausse du début d'année. A ce stade, et même si l'on peut envisager des rebonds techniques nous restons prudents à l'égard des banques italiennes qui souffriront de tout nouvel épisode de crise politique. Nous gardons une vue constructive s'agissant des sociétés ayant une exposition internationale. Elles bénéficient de la baisse de leur valorisation et de la parité Euro-Dollar. Les sociétés italiennes de taille moyenne devraient être soutenues par le PIR (plan individuel d'épargne).

Pour la zone Euro, la prime de risque politique devrait perdurer. Bien que la croissance des résultats des entreprises continue de nous inciter à acheter sur faiblesse dans une perspective de fin d'année, la mauvaise tenue des dernières statistiques concernant la zone Euro associée au risque politique nous rend plus circonspects pour les semaines à venir à l'égard de ce marché.

(1) M. de Talleyrand



UN RISQUE POLITIQUE PRÉDOMINANT

Fortes tensions sur la scène Italienne : après de nombreux rebondissements, le M5S et la Ligue sont finalement parvenus à former un gouvernement. A la différence du premier accord rejeté par le Président Mattarella, les leaders des deux partis, Matteo Salvini et Luigi Di Maio, ont dû nommer un promaintien de l'Italie dans l'Euro, Giovanni Tria, au poste de Ministre de l'Economie et des Finances.

Aux Etats-Unis, M.Trump réactive les craintes de guerre commerciale après avoir décidé de soumettre ses principaux partenaires à des mesures protectionnistes sur l'acier et l'aluminium, en dépit d'un accord trouvé avec la Chine. La sortie des Etats-Unis de l'accord multilatéral sur le nucléaire de l'Iran et la crise au Venezuela (réélection de N. Maduro) ont porté le prix du Brent au-dessus du seuil des 80\$ le baril. Côté devises, le Dollar poursuit sa progression contre la plupart des monnaies internationales.

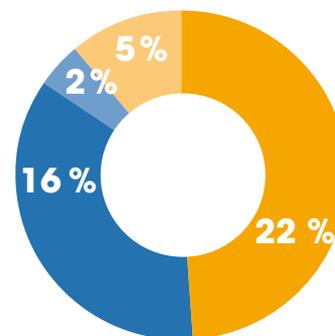
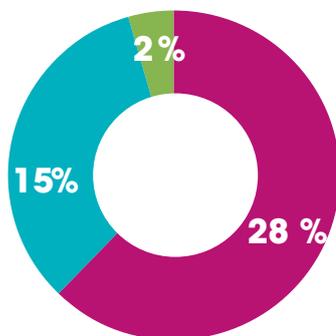
Du côté des publications les enquêtes de confiance ont été globalement satisfaisantes aux Etats-Unis et légèrement en dessous des attentes en zone Euro.

C'est donc logiquement que les marchés d'actions, européens en tête, corrigent en fin de mois : (DJ Eurostoxx 50 -4 % ; MIB -9 %). A l'inverse, les taux allemands à 10 ans, valeur refuge, se sont fortement détendus, touchant un point bas à 0,22 % avant de clôturer à 0,34 % au 31 mai (-22bps sur le mois). Parallèlement, les taux souverains en Italie ont fortement augmenté (2 ans : 1,07 % +137bps et 10 ans : +101bps à 2,79 %). Les taux d'Etat espagnol et portugais ont pâti de l'effet contagion.

Côté crédit en zone Euro, les obligations contingentes convertibles, les subordonnées assurantielles et les 'hybrides corporate' ont connu les plus forts écarts, respectivement de 63,123 et 44bps.

Entre exagération des marchés et stress légitime, nous abordons le mois de juin avec légèrement moins de voileure sur les marchés d'actions (45 %). Nous préconisons pour l'heure de rester concentré sur les Etats-Unis et L'Europe. Concernant les taux européens, nous maintenons notre sous-sensibilité sur les taux Core nominaux au profit d'une diversification en indexées sur l'inflation. Côtés périphériques, les dettes portugaise et espagnole ont toujours notre préférence.

Nous restons toujours faiblement exposés au crédit de bonne qualité et maintenons un socle modéré sur la dette émergente et les subordonnées financières.



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

EXPOSITION ACTIONS : 45 %

- ÉTATS-UNIS**
Nous prenons quelques profits sur les actions américaines après la phase de surperformance de mai.
- EUROPE**
Nous allégeons les actions européennes pour réduire le risque global.
- JAPON**
Nous maintenons une position sur les actions japonaises à hauteur de 2 %.
- PAYS ÉMERGENTS**
Nous restons à l'écart de la classe d'actifs.

EXPOSITION TAUX : 45 %

- OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS**
Poids réduit après le "fly to quality" de mai.
- OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION**
Nous renforçons notre pari sur les indexées.
- DETTE FINANCIÈRE / SUBORDONNÉE**
Nous maintenons un investissement sur ce thème.
- DETTE PAYS ÉMERGENTS**
Nous poursuivons le renforcement progressif après la forte correction des dernières semaines.
- CRÉDIT HIGH YIELD**
Nous restons toujours à l'écart de la classe d'actifs.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française.