

# ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 192  
JUILLET-AOÛT 2018

Achevée de rédiger  
le 11/07/18



## LE PRIX DU BARIL DE PÉTROLE PEUT-IL ATTEINDRE 100 \$ ?

Le 22 juin dernier, les principaux pays producteurs de pétrole, hors pays développés, se réunissaient à Vienne pour décider d'une potentielle augmentation des quotas de production. Spéculations et discussions étaient de mise après les messages contradictoires envoyés d'un côté par l'Arabie saoudite, partisane d'une hausse modérée, et de l'autre côté la Russie qui désirait, elle, augmenter les quotas de manière significative.

L'accord trouvé est finalement assez proche de ce que prônait l'Arabie saoudite, avec une hausse d'un million de barils par jour. Cette augmentation n'est d'ailleurs que théorique puisque certains pays ne pourront pas utiliser leurs quotas, limitant la hausse réelle de production à environ 700 000 barils.

Ce chiffre est aussi à relativiser étant donné les chocs d'offre successifs que le marché du pétrole connaît depuis plusieurs mois. Le Venezuela, la Lybie et bientôt l'Iran souffrent de problématiques spécifiques limitant leur offre de pétrole. On estime que ces trois pays ont contribué ou contribueront à diminuer la production de pétrole d'environ 1,3 M de barils en 2018. A cela il faut toutefois ajouter la forte augmentation de la production de pétrole de schiste américain mais qui est compensée par la hausse de la consommation mondiale.

Au final, le marché du pétrole souffre toujours aujourd'hui d'un déficit d'offre et si l'accord trouvé le 22 juin réduit ce dernier, il ne le comble pas totalement. Hormis choc de croissance très négatif, ce qui réduirait la demande de pétrole, il nous semble donc difficile d'imaginer le prix du baril de pétrole refluer significativement depuis ses niveaux actuels. Nous ne croyons pas non plus que la demande faite par M. Trump à l'Arabie saoudite pour qu'elle augmente sa production soit couronnée de succès : celle-ci a tout intérêt à maintenir un prix du baril élevé en prévision de l'IPO d'Aramco prévue en 2019.

Ce prix du baril élevé est une bonne chose pour l'une de nos principales thématiques, les points morts d'inflation, avec des effets de base qui vont rester positifs dans les mois qui viennent. Ce n'est en revanche, à terme, pas une bonne nouvelle pour la croissance des pays importateurs comme ceux de l'Europe ou le Japon.

Hormis notre forte conviction sur l'inflation, nos paris sont aujourd'hui assez limités au regard des incertitudes actuelles touchant le commerce mondial. La période estivale pourrait en effet s'avérer assez volatile...



LA FRANÇAISE  
investing together



## DU CÔTÉ DES TAUX

### SITUATION INHABITUELLE EN ZONE EURO



**1,6 %**  
**la prévision  
d'inflation  
sous-jacente  
de la BCE  
pour 2019**



Contrairement aux Etats-Unis, la croissance connaît un essoufflement (le consensus a déjà revu la croissance à la baisse de 2,4 % à 2,3 % pour 2018) alors que l'inflation accélère, certes de façon modérée, mais se rapproche tendanciellement de la cible de la BCE. La première estimation de l'inflation pour la zone euro est ressortie à 2 % sur le mois de juin, en glissement annuel, tirée notamment par les effets de base positifs des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente quant à elle demeure faible (1 % en GA), malgré la faiblesse récente de l'euro, et n'est à ce stade que faiblement impactée par les effets de second tour de la hausse des prix de l'énergie : le retour vers sa moyenne de long terme à 1,5 %, avec une accélération de l'inflation salariale, devrait se matérialiser en 2019. La BCE a relevé sa prévision d'inflation sous-jacente à 1,6 % en 2019 et 1,9 % en 2020, en ce sens elle montre ainsi sa confiance sur la convergence de l'inflation vers son objectif pour les prochains mois, même après la réduction progressive des achats mensuels. Il semble toutefois qu'elle ait encore à convaincre les marchés : les anticipations d'inflation demeurent en retard en termes de valorisation au regard du futur chemin de l'inflation, ce qui ne nous semble pas justifié. A l'exception des indexées italiennes, il est intéressant de noter leur relative résistance depuis début mai, dans le stress italien puis l'escalade dans la rhétorique de guerre commerciale qui a favorisé une fuite vers la qualité au bénéfice des taux cœur.

L'inflation française accélère elle aussi et devrait bénéficier de la hausse des prix règlementés (+7,45 % sur le gaz au 1<sup>er</sup> juillet, plus forte hausse depuis six ans). De plus, dans le cadre du projet du Gouvernement de baisser les dépenses d'aides aux entreprises de 5 milliards d'euros, le bénéfice de taux réduits de TVA pour certains secteurs d'activité s'arrêterait. Nous estimons l'impact potentiel de ces mesures de 0,25 % sur l'inflation française. Par ailleurs, les changements de règles de calcul du rendement de l'épargne règlementée en France ces dernières années ont engendré une moindre demande des banques françaises pour l'inflation domestique, qui a nettement sous-performé l'inflation européenne sur le marché des swaps inflation : le spread est au plus bas depuis 10 ans. Deux bonnes raisons d'être positionné en faveur des anticipations sur l'inflation française.



Les anticipations d'inflation en zone euro demeurent en retard en termes de valorisation au regard du futur chemin de l'inflation, ce qui ne nous semble pas justifié.

**Maud Minuit,**  
Responsable de la gestion obligataire



# DU CÔTÉ DES ACTIONS

## LES TENSIONS COMMERCIALES INFLUENT LES ORIENTATIONS DE RÉSULTATS

**Il y a deux mois nous avons adopté une attitude prudente à l'égard du marché des actions européennes afin de limiter notre exposition, alors que les prémices d'une guerre commerciale se mettaient en place. Au-delà de cette option tactique, notre opinion fondamentale restait positive quant aux perspectives de croissance des actions de la zone euro.**

Les indicateurs conjoncturels montrent un ralentissement de la croissance, mais restent toutefois compatibles avec un rythme de croissance de la zone euro supérieur à 2 %. Cette phase de ralentissement nous conduit à maintenir notre attitude prudente. Au-delà de la ponction sur la consommation liée à la hausse du prix du pétrole, deux facteurs plus fondamentaux justifient cette prudence :

- le freinage et le ralentissement effectif du commerce mondial,
- le risque associé d'un retournement à la baisse de l'investissement.

Cette combinaison pourrait entraîner une croissance de la zone euro sensiblement plus faible que celle attendue et par là même une potentielle déception affectant la croissance des résultats des sociétés.

Le président des Etats-Unis a multiplié les annonces protectionnistes au cours des derniers mois. Nous sommes désormais entrés dans la phase de leur mise en œuvre : depuis le 1<sup>er</sup> juin les importations d'acier et d'aluminium provenant de l'UE, du Mexique et du Canada sont taxées à respectivement 25 % et 10 % et ont entraîné des réponses graduées. Les taxes sur les produits chinois effectives depuis le 6 juillet portent sur environ 35 Mds \$ et Pékin a promis de répliquer immédiatement par des mesures similaires. Les Etats-Unis ne devraient pas en rester là puisque M. Trump menace de porter au total à 450 Mds \$ la valeur des produits chinois taxés (soit la grande majorité des importations venues du géant asiatique et 200 Mds \$ de plus qu'anticipé).

Le risque majeur est évidemment celui d'une escalade et d'un passage vers une guerre commerciale avec des effets négatifs sur les échanges internationaux et la croissance mondiale. Le risque est également élevé pour l'économie américaine. Des états qui ont voté Trump en 2016 sont vulnérables aux mesures protectionnistes. Ainsi, l'intensité et la durée des tensions commerciales pourraient être influencées par les électeurs.

D'ores et déjà, les marchés anticipent les effets de ce virage protectionniste des Etats-Unis et les risques de guerre commerciale sont aujourd'hui au sommet de la liste des inquiétudes des investisseurs après plus de vingt ans de « certitudes » autour de l'expansion du commerce mondial. Les marchés européens ont sensiblement corrigé le mois dernier et particulièrement ceux les plus exposés au commerce mondial comme l'Allemagne ou la Suède. Il en va de même pour les secteurs les plus exposés au commerce international qui ressortent dans le rouge, à l'instar des matériaux de base, la technologie, les titres industriels ou l'automobile. Concernant le secteur automobile, dernière cible désignée par le président Trump, les incertitudes devraient persister même si l'ambassadeur américain en Allemagne, a déclaré que Donald Trump pourrait suspendre sa menace d'appliquer un tarif de 25 % sur les importations.

Notre prudence avant la publication des résultats du 1<sup>er</sup> semestre ce mois de juillet tient moins aux niveaux des résultats, qui devraient être plutôt bons, qu'aux commentaires des dirigeants des entreprises concernant les effets de la hausse des tarifs douaniers et de leurs impacts sur le rythme des investissements. En juin, Daimler a abaissé ses perspectives de résultats attendus pour 2018 pour refléter l'impact des tensions commerciales. ABB a également commenté ces tensions pendant qu'Assa Abloy accélère ses amortissements en Chine en raison d'un ralentissement d'activité. La guerre commerciale est prise en compte par les investisseurs. Ses développements influenceront leurs positionnements.



## TRUMP, L'AMI MANDAT

Les tensions protectionnistes montent encore d'un cran : en vue des élections de mi-mandat fin 2018, le Président américain pourrait appliquer des taxes douanières de 25 % sur les importations de véhicules en provenance d'Europe et interdire certains investissements d'entreprises chinoises dans des sociétés technologiques américaines pour empêcher de nouveaux transferts de technologie vers la Chine. En Europe, la stabilité de la coalition allemande a été au cœur des préoccupations.

Côté macro, la croissance mondiale devrait se maintenir à 3,8 % en 2018, malgré des données décevantes en zone euro et au Japon (PIB révisés à 2,20 % et 1,10 %). Aux Etats-Unis, on soulignera l'accélération de la consommation et de l'investissement (PIB révisé à 2,9 %). Pour les pays émergents, la croissance chinoise devrait rester sur un niveau de 6,5 % malgré les risques actuels.

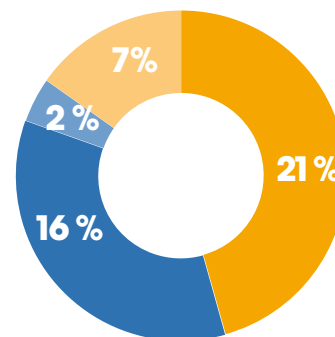
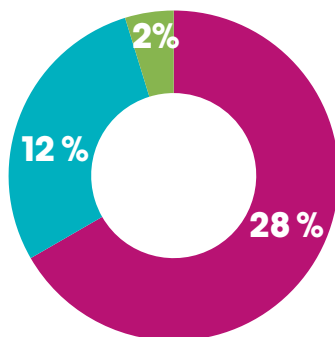
Comme attendu, la Réserve Fédérale a relevé son taux directeur de 25bps et envisage deux hausses supplémentaires pour 2018. En zone euro, la BCE a annoncé une réduction des montants mensuels de ses achats d'actifs à partir d'octobre 2018, de 30 Mds € à 15 Mds €, avant un arrêt total du programme APP à la fin de l'année.

Au final, les marchés d'actions évoluent en ordre dispersé : S&P 500 +0,48 % ; Eurostoxx 50 -0,32 % ; Nikkei +0,46 % et indice chinois CSI 300 à -7,66 %.

Côté marchés obligataires, le 2 ans américain se tend de 12bps à 2,53 %, le 10 ans reste stable à 2,86 %. En zone euro, le taux 10 ans allemand a clôturé à 0,30 %. Le Ministre italien des Finances M. Tria se montre pragmatique vis-à-vis de Bruxelles : les taux se détendent de -37bps, à 0,68 % sur le 2 ans, et de -11 bps à 2,68 % sur le 10 ans.

Sur le marché du crédit, notons la dégradation en zone euro des subordonnées assurantielles et des 'hybrides corporates' avec une tension des rendements de 20bps. Cotés Emergents, l'indice JP Morgan 'Global Diversified Sovereign' reste sous pression avec une tension de 25bps sur le mois à 369bps. Sur le marché des changes, le Yuan connaît sa plus forte baisse mensuelle historique : -3,5 % contre euro et contre dollar. Au niveau des matières premières, le prix du pétrole (Brent), plus sensible aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient, a progressé de 2,4 % à 78,38 \$.

Nous abordons l'été avec un sentiment mitigé, entre prudence et opportunités. Nous réduisons notre exposition sur les marchés d'actions à 42 % toujours centré sur les Etats-Unis et l'Europe. Côté taux européens, nous maintenons notre sous-sensibilité sur les taux Core nominaux au profit d'une diversification en indexées inflations. Nous restons toujours faiblement exposés au crédit et conservons 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](http://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 :** Sylvia Chadi

### EXPOSITION ACTIONS : 42 %

- ÉTATS-UNIS**  
Nous conservons notre position sur les actions américaines dans la phase des publications trimestrielles.
- EUROPE**  
Nous allégeons les actions européennes pour réduction du 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 : 46 %

- OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS**  
Poids quasi inchangé.
- OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION**  
Nous maintenons notre pari sur les indexées inflation.
- 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.