

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 193
SEPTEMBRE 2018

Achevée de rédiger
le 06/09/18



ITALIE, TURQUIE, ROYAUME-UNI, ETATS-UNIS... LA RENTRÉE SERA POLITIQUE

Les tendances en place avant l'été ont perduré durant les deux derniers mois, avec encore une fois une nette surperformance des marchés d'actions américains et des problématiques politiques toujours très présentes dans le monde émergent et en Europe. Le contexte macroéconomique reste cependant globalement porteur dans la majorité des zones du globe, à l'exception de certains pays émergents, et ce même si la dynamique est moins forte qu'en début d'année.

L'Italie sera sous haute surveillance ce trimestre dans l'attente des propositions concernant son budget 2019. Cacophonie politique entre les leaders M. Salvini et M. Di Maio d'un côté et M. Tria et M. Conte de l'autre, fortes incertitudes sur le budget, révision à la baisse de la croissance et risque à terme de nouvelles élections : même si le marché semble aujourd'hui intégrer une certaine prime de risque, nous restons toujours à l'écart de l'Italie.

Sur le front protectionniste, M. Trump conserve un ton toujours aussi agressif vis-à-vis de la Chine. Le 5 septembre se termine la consultation publique concernant les taxes sur 200 Mds\$ de produits importés, et peu de doutes demeurent quant au résultat de cette consultation. Comme il est probable que les Chinois annoncent des représailles, la situation ne devrait pas se stabiliser à court terme. Des incertitudes demeurent aussi du côté de l'ALENA, avec des discussions houleuses entre Etats-Unis et Canada ; tensions que l'on retrouve d'ailleurs entre Washington et Bruxelles alors que des ouvertures pouvaient laisser espérer une issue positive il y a quelques semaines.

Pas plus de clarté du côté du Brexit alors que les délais pour trouver un accord se réduisent à vue d'œil. Michel Barnier a pourtant eu des propos rassurants en rappelant qu'il était prêt à proposer un accord avec un niveau de collaboration dont aucun pays tiers n'avait pu bénéficier. Mais les positions des deux camps semblent encore très éloignées sur les sujets les plus sensibles (frontière irlandaise, libre circulation des personnes, etc...) et la position de Theresa May au sein de son propre parti toujours aussi inconfortable.

L'actualité sera aussi émergente avec une situation qui ne cesse de se dégrader en Argentine et en Turquie. Si dans le cas de l'Argentine cela devrait se stabiliser grâce au FMI, l'évolution de la Turquie dépendra en grande partie de la volonté de ses institutions ; l'inflation galopante et une devise en chute libre demandent une très forte réaction de la banque centrale et donc que M. Erdogan accepte enfin un peu plus d'orthodoxie monétaire.

Dans ce contexte très incertain, nous conservons aujourd'hui des convictions très modérées : exposition actions proche des indices de référence, sous-sensibilité sur les taux "core" réduite et paris émergents très spécifiques. Nous maintenons en revanche notre vue positive sur les points morts d'inflation, ceux-ci n'ayant pas réagi à la hausse des perspectives d'inflation depuis le début de l'année.



LA FRANÇAISE
investing together



DU CÔTÉ DES TAUX

50,1
PMI
Manufacturier
Italien
Pour août 2018

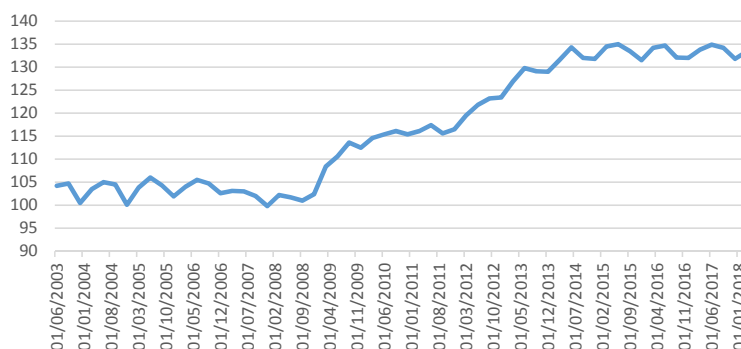
Les marchés de la dette émergente ont connu un mois d'août très volatil. Les primes de risque ont atteint 375 bps au plus haut le 13 août (284 bps au 31/12/2017), concomitamment au dernier mouvement de décrochage de la monnaie turque qui a atteint, elle aussi, un plus bas contre Dollar US à 7.23 (50 % de dépréciation contre USD). Aux faiblesses macro-économiques, inflation supérieure à 16 % et déficit extérieur de -5 % du PIB, s'ajoute une gouvernance en perte de crédibilité : la Turquie est entrée dans un conflit politique avec les Etats-Unis qui s'est soldé par des sanctions commerciales sur l'acier et l'aluminium. Les expositions bancaires des pays européens auprès de la Turquie ainsi que les liens commerciaux existants ne font pas craindre à ce stade de contagion.

Au 30 août 2018, la prime de risque EM est revenue à 360 bps. Les risques qui pèsent sur cette classe d'actifs demeurent : tensions commerciales et politiques, même si une légère détente s'est installée depuis mi-août. Afin qu'elle perdure et soutienne les valorisations, la Turquie devra adresser un plan de résolutions le plus rapidement possible et l'Argentine devra encore s'afficher avec le FMI à ses côtés pour regagner la crédibilité des marchés.

La rentrée budgétaire de l'Italie est très attendue : dans quelle mesure le gouvernement italien va-t-il utiliser sa marge de manœuvre budgétaire jusqu'au maximum de 3% imposé par le Pacte de stabilité et de croissance ? La prévision de déficit/PIB avant la formation du gouvernement était de 0,8 % en 2019 ; 2,2 % serait le chiffre le plus "raisonnable". Quelle que soit l'ampleur du déficit, l'excédent primaire sera impacté, une mauvaise nouvelle pour la trajectoire de la dette, d'autant que la croissance a été revue à la baisse. Le changement de régime de volatilité sur les taux va alourdir la charge de la dette. Certes, le positionnement du marché et la valorisation sont plus protecteurs que les jours précédant la crise de mai. L'acheteur marginal sera toutefois difficile à trouver, d'autant que les investisseurs internationaux ont vendu des montants records de BTP depuis mai et que la BCE stoppera ses achats en décembre.

Notre vue fondamentale est négative et nous n'attendons pas d'accalmie politique à court terme : le parti de M. Salvini, la Liga, est en tête de tous les sondages. La copie budgétaire sera remise à la CE le 15 octobre après que le budget ait été présenté au Parlement italien ; les recommandations de la CE démarreront en novembre. Le risque de nouvelles élections ne peut être écarté.

Ratio de Dettes / PIB



DU CÔTÉ DES ACTIONS

Aux prémices de l'été, nous avons adopté une attitude tactiquement prudente et fondamentalement positive. Deux mois se sont écoulés et nous pouvons observer de nouveaux nuages à l'horizon.

La Banque Centrale Européenne, dans sa déclaration de politique monétaire, a identifié deux risques majeurs : "La menace du protectionnisme" et "la volatilité du marché financier"

Au niveau macro-économique, les indicateurs ont continué de se détériorer dans la plupart des régions du globe. Particulièrement en Europe, la France a dû abaisser ses prévisions de croissance du PIB de 0.3pt en 2018 et 0.2pt en 2019 et l'Allemagne a vu ses commandes à l'industrie se réduire.

■ "Les menaces du protectionnisme"

Le 1^{er} round de la guerre commerciale est désormais acté suite à la seconde portion de 50 milliards d'importations venant tout juste de prendre effet. Cela porte le total d'échanges bilatéraux taxés à 190 milliards de dollars. Le 2nd round pourrait être bien plus important avec 260 milliards de biens concernés. Enfin, même si le spectre d'une taxation des biens automobiles semble s'éloigner, celle-ci pourrait concerner 360 milliards de dollars d'importations américaines. Ce bras de fer entre les Etats-Unis et ses partenaires commerciaux a des impacts sur la confiance des entreprises, et l'investissement de celles-ci s'est sensiblement réduit depuis le début de cette guerre commerciale.

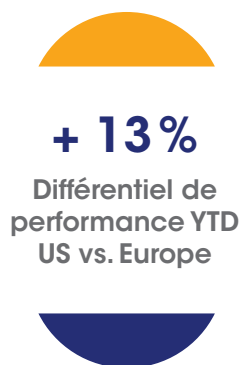
■ Le risque politique ou "la volatilité du marché financier"

L'Italie reste la première source d'inquiétude de la BCE. Au-delà des problèmes structurels de l'économie italienne, l'accession au pouvoir d'une coalition eurosceptique contribue à déstabiliser la zone euro. Alors que la 1^{ère} version du budget européen 2019 doit être rendue pour le 27 septembre, M. Salvini milite pour plus de largesses budgétaires dans le but d'accroître les dépenses sociales, de réduire les impôts et de financer de grands projets d'infrastructure. Ces revendications mettent sous pression la dette italienne, voire celle de l'ensemble de la zone euro.

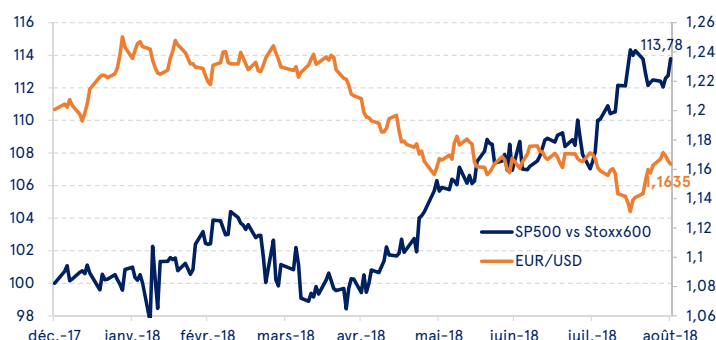
■ Divergence de performance entre les marchés américains et européens

Malgré une appréciation du dollar depuis le début de l'année, le S&P500 a surperformé le Stoxx Europe 600 de plus de 13 points (exprimé en EUR). La comparaison est encore plus criante contre les marchés émergents. Le marché américain, aujourd'hui plus que jamais, semble être un refuge pour les investisseurs.

L'Europe reste attractive avec une valorisation à 13,7x les bénéfices des 12 prochains mois contre une moyenne 5 ans à 14,5x. Les Etats-Unis sont à 17x contre une moyenne historique à 16,4x.



S&P500 vs Stoxx600 YTD (Indice Base 100, en EUR)



ACTIONS US, SEULES AU MONDE

Le cru estival fut une nouvelle fois marqué par une grande nervosité des investisseurs. Et pour cause : aggravation de la crise en Turquie et contagion aux pays émergents les plus fragiles, absence d'avancée des négociations commerciales entre l'Europe, la Chine et les USA, incertitude politique en Italie, risque de ralentissement de la croissance en Chine, et difficultés autour du Brexit à l'approche de la date de sortie.

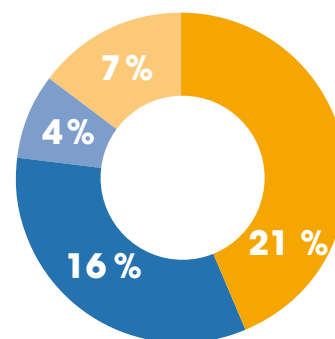
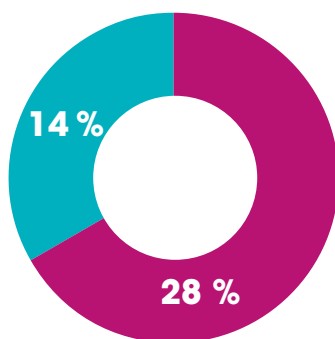
Conscients de ces risques, les investisseurs délaissent les monnaies émergentes au profit des actifs "made in US", et notamment les actions américaines. Ils le font d'autant plus volontiers qu'économiquement les Etats-Unis font preuve d'une robustesse XXL. Les effets de la réforme fiscale se font sensiblement sentir sur les profits des entreprises américaines : S&P 500 et Nasdaq retrouvent ainsi leurs plus hauts historiques.

Une perspective bien lointaine pour les indices européens plombés par le risque politique. Ces incertitudes n'ont pour l'heure pas entamé la croissance mondiale qui reste stable à 3,7 %, mais dont la répartition s'est modifiée. Les Etats-Unis accélèrent alors que l'Europe, le Japon et quelques pays émergents marquent le pas.

Le Dollar s'apprécie contre l'ensemble des devises des pays développés (hors Japon) et émergents. La Lire turque a perdu entre 20-25 % de sa valeur et par contagion les devises de l'Argentine -26 %, de l'Afrique du Sud -8 % ou du Brésil -6 %.

Côté banques centrales, une hausse de 25 bps des taux FED Funds est attendue à 100 % en septembre. Sur le marché des obligations d'Etat, les rendements souverains ont joué leur rôle de valeur refuge. Les obligations américaines et allemandes à 10 ans ont ainsi clôturé à 2,86 % et à 0,32 %. Cette baisse des taux nominaux s'est faite par le recul des taux réels. Au niveau de la périphérie, les taux italiens à 2 et 10 ans ont clôturé à 1,47 % et 3,24 %, encaissant logiquement des tensions respectives de 73 bps et 52 bps. Sur le marché du crédit, peu de faits notables. Les Subordonnées Assurantielles et les Hybrides Corporates sont restées sous pression. Sur les marchés émergents, l'indice JP Morgan "Global Diversified Sovereign" s'est écarté de 43 bps sur le mois à 370 bps au 31 août.

Nous abordons la rentrée avec le même sentiment mitigé, entre prudence et opportunités. Nous maintenons notre exposition sur les marchés d'actions proche de 40 % toujours centrée sur les Etats-Unis et l'Europe. Côté taux européens, nous maintenons notre sous-sensibilité sur les taux Core nominaux. 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

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 : 42 %

- ➔ **ÉTATS-UNIS**
Nous conservons notre position sur les actions américaines malgré la forte surperformance.
- ➔ **EUROPE**
Nous renforçons les actions européennes par arbitrage des actions japonaises.
- ➔ **JAPON**
Nous prenons nos profits sur les actions japonaises et soldons la position.
- ➔ **PAYS ÉMERGENTS**
Nous restons à l'écart de la classe d'actifs.

EXPOSITION TAUX : 48 %

- ➔ **OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS**
Poids inchangé.
- ➔ **OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION**
Nous maintenons notre pari sur les indexées inflation après la sous-performance de l'été.
- ➔ **DETTE FINANCIÈRE / SUBORDONNÉE**
Nous renforçons légèrement notre position.
- ➔ **DETTE PAYS ÉMERGENTS**
Nous conservons notre position après le renforcement du début de l'été.
- ➔ **CRÉDIT HIGH YILED**
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.