

# Stratégie et Investissement

## Lettre Hebdomadaire

HERVE GOULLETQUER  
STEPHANE DEO  
Stratégistes  
Direction de la Gestion



du lundi 09 juillet 2018



**Les vues de la Gestion à trois et douze mois : un environnement politique plus difficile qui oblige à introduire un biais baissier sur les prévisions de croissance économique et à modérer les mouvements de marché attendus**

### Diagnostic économique à trois mois

- **Tassement de la croissance, mais pas d'effondrement.** Comme attendu le consensus sur la croissance économique 2018 s'est tassé. Ainsi, pour la Zone Euro, on est passé de 2,5% en Europe à 2,2%, alors que l'INSEE attend 2,1%. Il semble qu'une bonne partie des révisions à la baisse soit maintenant passée. Les chiffres sur les trimestres à venir sont compatibles avec une croissance qui reste à 2,% voire légèrement au-dessus. Il s'agit donc d'un tassement de la croissance, pas d'un effondrement. Il est important de noter aussi que la croissance mondiale, pour sa part, n'a pas bougé et est toujours attendue à un solide 3,8%
- **Les fondamentaux restent bons :** un *policy mix* favorable, une croissance où la consommation et l'investissement restent dynamiques et des indicateurs avancés qui se stabilisent à un bon niveau. Il n'y a donc pas de signes de retournement de tendance et de récession à venir. **La situation est néanmoins fragile avec un fléchissement marqué du commerce international. La prudence sur la trajectoire future provient donc des risques exogènes plutôt que de la dynamique spontanée de l'économie.**
- **Dans ce contexte les banques centrales ont bien balisé les mois à venir.** Fin du QE pour la BCE et pas de hausse des taux avant l'été 2019 ; rythme continu pour la Fed. En annonçant sa politique monétaire jusqu'à la fin de l'été 2019, la BCE a fourni une grande visibilité au marché, et donc une source de stabilité. Il faut noter toutefois des signes de tension, certes limités, sur le marché monétaire: hausse des positions Target II, dérive du taux des *Fed Funds* vers la borne haute, etc...

- Le changement fondamental vient des autres banques centrales qui ont emboîté le pas à la Fed depuis le début du deuxième trimestre. **La normalisation de la politique monétaire n'est plus le fait de la Fed uniquement mais est un mouvement plus généralisé.** Un mouvement « global » de resserrement monétaire qui peut avoir des conséquences sur la liquidité disponible.
- **L'inflation montre de plus en plus de signes de renforcement**, même si cela reste dans des proportions modestes. Marché de l'emploi tendu aux Etats-Unis, coût des entreprises en forte hausse, inflation sous-jacente qui surprend à la hausse. Tous ces signes restent contenus mais montrent qu'il existe un potentiel de surprises à la hausse. Au-delà de l'effet de court terme lié aux prix énergétiques, il est donc possible que la tendance sous-jacente de l'inflation s'inscrive aussi sur une pente plus forte dans l'avenir.
- **Le Président américain paraît bien aller *crescendo* en matière d'alourdissement des droits de douane.** Après les panneaux solaires et les machines à laver (à-peu-près 10 milliards d'USD d'importations), l'acier et l'aluminium en provenance de certains pays (22 milliards) et une sélection de produits chinois (50 milliards), voilà qu'il menace de surtaxer 760 milliards de marchandises étrangères. *In fine*, plus du tiers des importations des Etats-Unis se trouverait concerné ! En sachant que bien sûr les pays visés prennent en représailles des mesures similaires. Tout ceci est-il crédible ? Sans doute pas. Mais la trajectoire force à la vigilance. **Que peut-il se passer en cas de « guerre commerciale » ouverte ?** Prenons comme hypothèses (elles sont fortes) des droits de douane qui retrouvent les niveaux des années 30 et un poids du commerce mondial dans le PIB divisé par deux. Le niveau du PIB mondial pourrait alors être inférieur de plus de trois points à l'actuel. Il y a ici de quoi faire s'allumer un feu orange en matière de dynamique de l'économie mondiale. En sachant qui plus est que **les effets relatifs géographiques et sectoriels seront importants.** Sans doute l'Europe et les pays émergents souffriraient-ils plus que les Etats-Unis et la Chine. Il en irait de même des secteurs exportateurs par rapport aux domestiques ou des cycliques par rapport aux défensifs.
- **On a longtemps dit que la politique européenne était une machine à passer des compromis. Est-ce toujours le cas ? Avec quelles implications pour les marchés ? Commençons par la politique intérieure.** En Allemagne, trois mois après la formation d'une coalition, dont la « gestation » a été longue, une crise ouverte est apparue entre deux de ses composantes (les « frères-jumeaux » de la CDU et de la CSU) au sujet de la politique migratoire. Une solution paraît avoir été trouvée ; mais la double faiblesse du Cabinet et de la Chancelière est clairement apparue. En Italie, l'ambiguïté demeure sur la politique économique du nouveau gouvernement. Sans doute demeurera-t-elle jusqu'au moment de la présentation du budget 2019 (début octobre ?). On espère une approche raisonnable ; mais on ne peut pas en être certain. **Passons à la politique commune au sein de la Zone Euro.** Comment concilier les approches différentes des pays du Nord (responsabilité et exemplarité de chaque Etat-

Membre) et de ceux du Sud (plus grande solidarité et partage des risques) ? Difficilement, d'où, pour le moment, un accord *a minima* sur le principe et flou sur les éléments de déclinaison. **Finissons par le dossier du Brexit.** Les Britanniques continuent simplement à ne pas savoir ce qu'ils veulent. Une classe politique affaiblie devrait se ranger, au moins dans une certaine mesure, aux vues des milieux d'affaires, qui plaident pour garder des liens économiques étroits avec le Continent. Ces derniers seront-ils écoutés ? **La politique européenne est à la peine. Comment alors faire face aux défis internationaux qui pointent ? Le marché est prudent et il a raison.**

## Nos convictions financières à trois mois

- **L'environnement de marché est largement façonné par des dynamiques plus politiques qu'économiques** (mise en place d'obstacles au commerce et manque de lisibilité sur la situation en Europe). Pour le marché, cela introduit un biais baissier sur la croissance mondiale et un bémol au sein du processus de normalisation des politiques monétaires. Nous passons à neutre sur tout l'univers du *Fixed Income* et conservons une légère surpondération côté actions.
- **Du côté des marchés d'actions**, nous restons proches de la neutralité sur l'ensemble des régions développées couvertes, avec très peu de différenciation. Notre anticipation d'un *total return* de 1,5% ne souffre que d'une seule exception, le marché britannique, avec une attente nulle. Du côté des marchés émergents, nous confirmons notre préférence en faveur de la Chine, avec un *total return* attendu de 3%. Ailleurs dans la zone, nous sommes plus neutres, sur fond de baisse des devises et de tensions politiques.
- **Nous sommes devenus neutres, mais avec un certain biais négatif, sur les titres d'Etat**, sur fond de montée des incertitudes politiques et de prise en compte de leurs implications en termes d'anticipations de croissance et de politique monétaire. A un horizon de trois mois, le potentiel haussier des taux à 10 ans, américain et allemand, devient moins important qu'estimé le mois dernier. Au sein des pays périphériques de la Zone Euro, notre vue est constructive sur l'Espagne, mais plus prudente sur l'Italie.
- **Nous gardons notre vue neutre sur le Crédit en Europe.** Sur la partie *Investment Grade*, c'est le cas au titre des fondamentaux et du soutien BCE, Notons aussi la correction en termes de valorisation, qui fait que les *spreads* sont dorénavant au plus haut depuis fin 2016. L'essentiel du *repricing*, y compris en relation avec l'arrêt du *QE* en fin d'année, serait fait. A contrario et au moins à court terme, les primes de liquidité (été oblige) et d'incertitude devraient rester importantes. Nous restons toujours prudents concernant le compartiment *High Yield*. Certes les fondamentaux restent bons. Mais une situation de marché plus délicate côté américain et la crainte d'une « guerre commerciale » font craindre un surcroît de volatilité. Sachant par ailleurs que les facteurs techniques (liquidité et déséquilibre offre - demande) restent fragiles.

- **Nous avons modifié l'équilibre entre nos trois scénarios** : 70% pour le central contre 80% en juin, 20% pour le baissier contre 10% ; le haussier restant inchangé à 10%. Ce nouveau scénario baissier répond à des ressorts différents du précédent: probabilité d'occurrence plus élevée, mais effet plus faible. Le discours politique force le marché à considérer qu'une guerre commerciale se met en place. Dans un contexte européen encore plus fragile, aucune réponse coordonnée face aux initiatives du Président Trump n'apparaît. Celle-ci reste bilatérale.



Stéphane Déo



Hervé Gouletquer

## Nos scénarios de juillet (à un horizon de trois mois)

### ▪ Central : 70% (contre 80% en juin)

- Notre point d'entrée est triple. Premièrement, Les entraves au commerce international, déjà mises en place, et la crainte d'un élargissement participent d'un biais baissier sur les perspectives de croissance mondiale. Deuxièmement, il devient nécessaire de mettre un bémol sur les processus anticipés de normalisation/resserrement des politiques monétaires, menés par les grandes centrales banques (avant tout la Fed et la BCE). Troisièmement, le manque de lisibilité sur la situation politique en Europe incite à renforcer le biais baissier sur la croissance économique de la région.
- Biais baissier ne veut pas dire moins de croissance, ne serait-ce qu'anticipée. Il n'empêche que le niveau attendu des taux longs doit être revue à la baisse (pour un taux à 10 ans américains à un horizon de trois mois, de 3,10% à 2,90% entre juin et juillet) et que la valorisation attendue des indices actions ne bouge pas malgré les baisses enregistrées au cours des dernières semaines.

### ▪ Baissier : 20% (contre 10% en juin)

- Par rapport au mois dernier, le contenu de ce nouveau scénario alternatif baissier répond à des ressorts différents : probabilité d'occurrence plus élevée, mais effet plus faible.
- Le discours politique force le marché à considérer qu'une guerre commerciale se met en place. Dans un contexte européen encore plus fragile, aucune réponses coordonnées face aux initiatives du Président Trump n'apparaissent. Celles-ci restent bilatérales.
- Le dollar se renforce et les taux longs baissent dans les pays –cœur de la Zone Euro, mais pas aux Etats-Unis. Les marchés d'actions reculent partout, mais l'ampleur est plus marquée en Europe (-15%) et surtout dans le monde émergent (-25%) qu'aux Etats-Unis (-10%).

### ▪ Haussier : 10% (inchangé)

- Le Président Trump ne met pas ses menaces à exécution et la sur-taxation des importations ne pèsera au final que quelques « petits » points d'importations américaines. Le scénario de croissance économique reste inchangé.
- Surtout que la politique européenne, qui inquiétait un peu, envoie dorénavant des signaux plus positifs. La Chancelière Merkel est « stabilisée » dans son pays et est plus ouverte aux initiatives d'intégration de la Zone Euro. En Italie, l'ambiguïté s'estompe et les messages reçus en matière de politique budgétaire sont rassurants.
- Les indices actions et les taux longs montent de concert, mais sans excès. Le marché est plus nettement *risk-on*.

## Synthèse des vues à trois mois de la Gestion par classe d'actifs

Classe d'actifs	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Actions	Positive	=
Souverains	Neutre	+
Crédit	Neutre	=

La "guerre commerciale" mise en œuvre par D. Trump pourrait amener les investisseurs à anticiper un tassement des données économiques mondiales. Pour autant, les données microéconomiques restent solides et nous gardons en termes d'allocation d'actifs un biais favorable sur les marchés actions par rapport aux autres classes d'actifs. En parallèle, nous revenons à la neutralité sur les taux d'Etat et maintenons notre neutralité sur les obligations de crédit, dont la liquidité s'est fortement atténuée.

Les marchés Actions n'ont pas eu de tendance forte sur le mois, en ligne avec notre vision neutre d'il y a un mois et de nos attentes de rendement atones (+1% sur les Etats-Unis, +1,5% sur la zone Euro et +1% sur le Japon) reflétant simplement la progression des bénéfices des entreprises et des dividendes.

Dans ce contexte, le MSCI World affiché une progression de +0,3% en USD, tiré par les marchés US (S&P500 : +0,6%). L'Europe est à la peine avec des baisses comprises entre -0,2% (FTSE) et -0,7% (MSCI EMU). L'Allemagne a sous-performé sensiblement (-2,4%) du fait des tensions commerciales avec les Etats-Unis. Nous gardons une vision neutre sur l'ensemble des marchés pour les 3 mois à venir – en dehors de la Chine où nos attentes sont à +3% comme le mois dernier. Les mauvaises nouvelles nous semblent relativement bien intégrées dans les cours. Nous affichons des espérances de rendement identiques sur la Zone Euro, sur le Japon, sur les Etats-Unis et sur les pays émergents à +1,5%.

Actions (Zone géographique)	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Zone Euro	Neutre	=
Europe Ex-Euro	Neutre	=
Reste Europe	Neutre	=
Etats-Unis	Neutre	=
Japon	Neutre	=
Chine	Positive	=
Marchés émergents	Neutre	=

Actions (Secteurs)	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Défensives	Neutre	=
Finance	Neutre	=
Cycliques	Positive	=

En Europe, nous maintenons une opinion favorable aux cycliques, notamment les industrielles et la technologie, tout en étant conscients de la vulnérabilité de ces secteurs à une éventuelle guerre commerciale. Il convient donc d'être sélectif et de privilégier les sociétés disposant d'un *business model* avec une bonne visibilité. Nous maintenons le secteur financier en neutre, compte tenu du manque de visibilité. Nous considérons cependant qu'il demeure des opportunités de stock-picking, dans les services financiers et sur les acteurs bénéficiant d'un modèle basé sur les commissions plutôt que la marge d'intérêt.

Nous restons neutres sur les défensives, nous restons prudents vis-à-vis des sociétés à valorisations tendues (consommation non cyclique) et des secteurs confrontés à des problèmes structurels (retail, média).

Nous proposons une vue neutre, mais prudemment, sur le marché obligataire de la zone euro ; neutre car nous avons revu à la baisse nos prévisions de taux à trois mois sur le 10 ans allemand à 0.40% mais prudente au titre des niveaux actuels bas sur les rendements obligataires. Les raisons de la révision baissière des prévisions sont les suivantes : le maintien d'une prime de risque due aux incertitudes liées à la politique en Italie et une vue plus prudente sur le cycle économique suite à l'intensification de la guerre commerciale. De plus, la Banque Centrale Européenne a réussi sa communication vis-à-vis du marché lors de sa conférence de juin, en annonçant la réduction du QE à 15 Mds par mois et sa fin en décembre 2018 et en ancrant les taux monétaires au moins jusqu'à l'été 2019. En ce qui concerne les dettes périphériques de la zone euro, nous maintenons une vue défensive sur l'Italie et une vue constructive sur l'Espagne et le Portugal. Outre-Atlantique, mêmes si les fondamentaux économiques restent bons, notre objectif sur le taux américain à 10 ans à horizon 3 mois a été revu à 2.90%, du fait du retour de l'aversion au risque sur les marchés. Enfin, nous conservons une vue neutre avec un biais modérément positif sur l'inflation. D'une part le pic sur le niveau de l'inflation est attendu cet été et d'autre part nous estimons que le potentiel haussier sur l'ensemble de la courbe des points morts d'inflation reste faible sur les niveaux de valorisations actuelles.

Souverains	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Périphérique Euro	Neutre	=
Core Euro	Neutre	+
Emergents USD	Négative	=
Emergents Devise Locale	Négative	=
Etats-Unis	Neutre	+
Indexé Inflation	Neutre	=
Obligation sécurisée	Neutre	-
Agenciers Euro	Positive	=

Convertibles	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Convertibles	Positive	=

Les perspectives de hausse sur les sous-jacents des obligations convertibles européennes restent légèrement positives, les fondamentaux macro et micro n'étant pas remis en cause. De plus les craintes d'aggravation des tensions commerciales internationales va maintenir les taux d'intérêt stables dans un environnement globalement volatile. Ces éléments sont positifs pour cette classe d'actif, d'autant plus que leurs valorisations sont très attractives sur une base historique. En automne, le marché primaire devrait continuer de contribuer à la diversification du gisement.

Malgré quelques incertitudes sur le front de la croissance mondiale à long terme, le crédit Investment Grade continue de bénéficier de bons fondamentaux macro et micro et, surtout, du soutien de la BCE qui se maintiendra jusqu'en décembre de cette année. La hausse récente de la volatilité, couplée à une baisse brutale de la liquidité, entraîne des mouvements violents et empêche pour le moment tout retour de confiance de la part des investisseurs. Néanmoins, la valorisation a une nouvelle fois fortement corrigé et les spreads actuels, au plus haut depuis fin 2016, semblent désormais intégrer beaucoup de « mauvaises nouvelles » dont, notamment, la majeure partie du repricing anticipant la fin programmée du CSPP pour la fin d'année. Nous conservons au final une vue neutre du fait d'une prime de liquidité qui devrait rester encore importante durant les mois d'été, ainsi que d'une prime d'incertitude à court terme, mais prenons toutefois acte d'une valorisation redevenue attractive à moyen terme dans un contexte de taux toujours très bas.

Nous restons également neutres, avec plus de « bienveillance », sur notre segment CrossOver, toujours concentré sur les parties courtes du crédit, moins volatiles et surtout plus attractives par rapport aux taux d'Etat.

Nous restons enfin prudents sur le High Yield. Certes, les fondamentaux restent bons du côté européen et les anticipations de taux de défaut ne devraient pas remonter au cours des prochains mois. Mais l'endettement élevé des entreprises coté US, couplé à des incertitudes croissantes sur la croissance mondiale suite au début de guerre commerciale enclenchée par M Trump, nous font craindre une volatilité de marché toujours haute avec des répercussions très probables sur les rendements européens. Ces derniers, bien qu'au plus haut depuis 2016, nous semblent ainsi encore trop peu protecteurs à court terme face à ces potentiels risques et des facteurs techniques toujours fragiles : liquidité basse, marché primaire toujours très actif et, au final, demande faible.

Crédit	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
Investment Grade	Neutre	=
Crossover	Neutre	=
High Yield	Négative	=

Change et Matières premières	Vues LBPAM à 3 mois	Variation mensuelle
EUR-USD	Négative	-
Pétrole	Négative	=
Or	Positive	+

L'USD a bénéficié en juin du risque politique en zone euro et devrait se stabiliser à 1.15 sans réponse concertée européenne sur les taxes douanières, le dossier migratoire et le budget. Le différentiel de taux, notamment sur la partie 2 ans, l'absence de perspective de hausse des taux en zone euro avant l'été 2019 ainsi que le différentiel de croissance en faveur des Etats-Unis par rapport à la zone euro restent un soutien à l'USD.

L'assouplissement des quotas de production de la part de l'OPEP devrait peser sur les cours du pétrole.

Le cours de l'Or a atteint un support important (1250 USD). Les différentes tensions géopolitiques devrait permettre un rebond.



## Anticipations à 3 mois des niveaux de marché

Produit de Taux – Crédit	Niveau actuel *	Niveau anticipé
Titre d'Etat 10 ans Etats-Unis	2,83	2,90
Titre d'Etat 10 ans Royaume-Uni	1,24	1,50
Titre d'Etat 10 ans Allemagne	0,29	0,40
Titre d'Etat 10 ans France	0,64	0,70
Titre d'Etat 10 ans Italie	2,63	2,70
Taux 10 ans Inflation Zone Euro	1,63	1,60
Crédit Zone Euro Investment Grade	1,24	1,26
Crédit Zone Euro High Yield	3,49	3,60
Crédit Zone Euro Cross Over	1,81	1,85

Actions	Niveau actuel *	Niveau anticipé
S&P 500 - Etats-Unis	2713	2739
MSCI - Royaume-Uni	2181	2156
Euro Stoxx - Zone Euro	377	380
Nikkei - Japon	21786	22003
MSCI Chine - Grande Chine	87	89
MSCI Emergent - EM	1059	1067

Matière Première	Niveau actuel *	Niveau anticipé
Or (USD par once)	1253	1275
Pétrole brut (Brent, USD par baril)	77,3	73

Taux de Change	Niveau actuel *	Niveau anticipé
EUR-USD	1,17	1,15

\* En date du 5 juillet 2018

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 leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. LBPAM 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 de LBPAM.

## Aperçu sur les marchés

Marchés des taux	06/07/2018	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 29/12/2017
Eonia	-0,36	-0,00	-0,01	-0,02
Euribor 3 Mois	-0,32	0,00	0,00	+0,01
Libor USD 3 Mois	+2,33	-0,00	+0,01	+0,64
Schatz 2 ans (Titres d'Etat Allemagne)	-0,66	+0,01	-0,06	-0,03
Bund 10 ans (Titres d'Etat Allemagne)	+0,29	-0,01	-0,17	-0,14
Swap Inflation 5 ans dans 5 ans Zone Euro	+1,72	-0,00	-0,01	+0,00
T-Notes 2 ans (Titres d'Etat Etats-Unis)	+2,54	+0,01	+0,02	+0,65
T-Notes 10 ans (Titres d'Etat Etats-Unis)	+2,82	-0,04	-0,15	+0,42

Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	06/07/2018	Il y a 1 semaine	Il y a un mois	le 29/12/2017
France	+0,35	+0,36	+0,34	+0,36
Autriche	+0,26	+0,28	+0,30	+0,16
Pays-Bas	+0,17	+0,16	+0,19	+0,10
Finlande	+0,17	+0,18	+0,20	+0,17
Belgique	+0,38	+0,39	+0,40	+0,21
Irlande	+0,50	+0,51	+0,58	+0,24
Portugal	+1,51	+1,49	+1,48	+1,52
Espagne	+1,02	+1,02	+1,04	+1,14
Italie	+2,42	+2,38	+2,47	+1,59

Marché du crédit	06/07/2018	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 29/12/2017
Itraxx Main	69,75	-5,84%	0,41%	55,27%
Itraxx Crossover	307,75	-4,38%	2,88%	32,40%
Itraxx Financials Senior	83,58	-7,90%	2,26%	89,95%

Marché actions	06/07/2018	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 29/12/2017
S&P 500	2 759,82	1,52%	-0,45%	3,22%
Eurostoxx 50	3 448,49	1,56%	-0,36%	-1,58%
CAC 40	5 375,77	0,98%	-1,50%	1,19%
Dax 30	12 496,17	1,55%	-2,60%	-3,26%
Nikkei 225	21 788,14	-2,32%	-3,70%	-4,29%
MSCI Marchés Emergents (clôture -1J)	1 059,97	-0,89%	-7,84%	-8,50%

Matières premières	06/07/2018	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 29/12/2017
Pétrole (Brent, \$/baril)	77,11	-2,68%	2,87%	19,07%
Or (\$/once)	1 255,48	0,23%	-3,16%	-3,63%

Marché des changes	06/07/2018	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 29/12/2017
EUR/USD	1,17	0,53%	-0,24%	-2,16%
USD/JPY	110,47	-0,26%	0,26%	-1,97%
EUR/GBP	0,88	-0,05%	0,74%	-0,43%
EUR/CHF	1,16	0,48%	0,08%	-0,66%

Volatilité	06/07/2018	Sur 1 semaine	Sur un mois	Dep. 29/12/2017
VIX (S&P 500)	13,37	-16,90%	14,86%	21,11%
V2X (Euro Stoxx50)	14,74	-11,37%	-0,38%	9,11%
MOVE (US Treasury)	50,13	-2,02%	-11,18%	7,59%