

NOS CONVICTIONS

**INFO
DU
MOIS**
BULLETIN MENSUEL - SEPTEMBRE 2018
ALORS ON DANSE

Les ponts, les verres, et plus généralement l'ensemble des objets vibrent à une fréquence qui leur est propre. Et s'il advient, par hasard, qu'ils soient attisés par un stimulus extérieur de même fréquence, ils se mettent alors à onduler, à se tordre, voire à danser sous l'effet répété de ce phénomène périodique. On dit communément qu'ils entrent en résonance. Mais lorsque l'objet résonnant a accumulé trop d'énergie, l'amplitude des vibrations devient telle qu'elle excède ses capacités d'amortissement et là, c'est le drame : le verre éclate et le pont s'effondre.

Depuis l'élection de Donald Trump, les marchés ont pris l'habitude de vivre au rythme de ses tweets et à la fréquence de ses discours simplistes. De la mise en place d'une réforme fiscale contra-cyclique à la volonté assumée d'entrer en guerre commerciale, chaque nouvelle tirade excite les marchés financiers, les impactant toujours plus fortement. Ce bruit parasite, dont la portée semblait pour tant limitée, pourrait bien entrer en résonance avec les marchés les conduisant progressivement à la rupture.

C'est ce qu'anticipe notre scénario de tensions commerciales (20 %). Dans celui-ci, la fin des entretiens publics aux US laisserait le champ libre à Donald Trump pour une nouvelle salve d'augmentation des droits de douane à l'encontre de la Chine, déclenchant une réaction en chaîne. Dans ce contexte anxiogène, la dynamique bénéficiaire des entreprises américaines s'en trouverait amoindrie, entraînant de facto les marchés actions à la baisse. Parallèlement en Europe, la présentation prochaine du budget italien, qui devrait passer d'un excédent primaire à un fort déficit, couplée avec les attermoissements sur le Brexit sont autant de sources de stress supplémentaires que pourrait connaître un marché pour le moins fébrile. Dans ce scénario de « vives tensions en Europe » (30 %), seules les actions européennes pâtiraient du contexte politique baissant de plus de 7 % sur les trois prochains mois.

Enfin, la « poursuite de la bonne dynamique de la croissance mondiale » reste notre scénario central (50 %) pour ce mois de septembre. La hausse des marchés actions resterait somme toute mesurée, oscillant entre 2 et 5 % en fonction des zones. Au niveau obligataire, la normalisation serait lente, progressive.

-42%
Effondrement de la livre turque par rapport au dollar US en 2 mois

NIVEAUX D'EXPOSITION en %
95%
TAUX

SOUS EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR EXPO
-----------	----	----	----	-----	-----	-----	-----	----------

100%
ACTIONS

SOUS EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR EXPO
-----------	----	----	----	-----	-----	-----	-----	----------

DANS CE NUMÉRO
CONJONCTURE ÉCONOMIQUE
GUERRE COMMERCIALE : L'ESCALADE SE POURSUIT EN TOILE DE FOND
Bastien Drut

Stratégiste senior

GESTION MULTI-ASSET
ENTRE NUAGES NOIRS ET ÉCLAIRCIES, ENTRE RISQUES ET OPPORTUNITÉS
Thomas Page-Lecuyer

Spécialiste investissement multi-asset

PROCHAINS RENDEZ-VOUS


Retrouvez les équipes de CPR AM à l'occasion des différentes interventions :

Jedi 11 octobre - 14h15-15h15
SESSION PLÉNIÈRE D'OUVERTURE - ESG
Valérie Baudson

Directrice Générale de CPR Asset Management

Vendredi 12 octobre - 10h40-11h20
WORKSHOP
Tegwen Le Berthe

Spécialiste produits actions et responsable du Développement ESG chez CPR Asset Management

INDICATEURS CLÉS

OÙ TROUVER ENCORE DU POTENTIEL SUR LE MARCHÉ OBLIGATAIRE ?

D'un point de vue macroéconomique et financier, la situation n'a que très peu évolué au cours de l'été. L'économie américaine continue de profiter pleinement de son stimulus fiscal avec un taux de croissance instantané supérieur à 4 % et une Fed, en réponse, qui va continuer son resserrement monétaire très graduel. En revanche, en zone euro, la croissance a déçu, atteignant pour le deuxième trimestre, un rythme de croisière deux fois inférieur à celui observé en fin d'année dernière. Cependant, la BCE ne devrait pas modifier pour autant son programme de retrait du QE prévu pour fin décembre. Sur les marchés, malgré la diminution récente des craintes sur la Turquie et les nouvelles plutôt positives sur le front des taxes à l'importation US, les taux 10 ans US et allemand demeurent bas, respectivement à 2,85 % et 0,35 %. Les pays émergents, emmenés par la Turquie, ont continué de souffrir en valorisation et les spreads de crédit restent sous tension, notamment en zone euro dans un contexte de fin proche des achats de la BCE et de reprise des émissions primaires de la rentrée. Ainsi, seul le compartiment *high yield* du crédit nous apparaît intéressant, surtout d'un point de vue portage, dans la mesure où nous n'anticipons pas de resserrement important dans les semaines à venir. De l'autre côté, les points morts d'inflation nous semblent garder encore un potentiel d'appréciation, aux États-Unis et en zone euro, avec des portages positifs.

ÉVOLUTION DU SPREAD HIGH YIELD EURO SUR 1 AN



Sources: Bloomberg / CPRAM

TAUX ÉTATS-UNIS

LA FED RESTE TRÈS CONFIANTE

Les tensions commerciales ne semblent pas pouvoir infléchir l'orientation de la Banque centrale américaine pour le moment. Le président de l'institution monétaire s'est déclaré optimiste sur l'état de l'économie pour les trois prochaines années. Sur la période les taux 10 ans restent stables à 2,86 % tandis que la croissance américaine a une nouvelle fois été révisée à la hausse sur le deuxième trimestre et que l'inflation s'est installée au-dessus de l'objectif de + 2 %.

95%

TAUX
US

SOUS EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR EXPO
			M					
			M-1					

TAUX EURO

EN ATTENDANT LE BUDGET ITALIEN

En zone euro, les investisseurs attendent avec impatience la divulgation du nouveau budget italien pour se rassurer. En effet, les principaux dirigeants ont indiqué qu'ils se conformeraient aux règles de Bruxelles mais des négociations ne sont pas à écarter. Par ailleurs, la BCE s'est inquiétée des expositions des banques européennes à la livre turque qui a cédé plus de 50 % face à la devise européenne. Sur l'été, les taux 10 allemands restent assez stables, progressant de 2 pbs à 0,32 % alors que les taux 10 ans italiens s'écartent fortement de + 55 pbs à 3,23 % et les taux 10 ans espagnols de + 11 pbs à 1,47 %.

95%

TAUX
EURO

SOUS EXPO	85	90	95	100	105	110	115	SUR EXPO
			M					
			M-1					

ANALYSE À SUIVRE

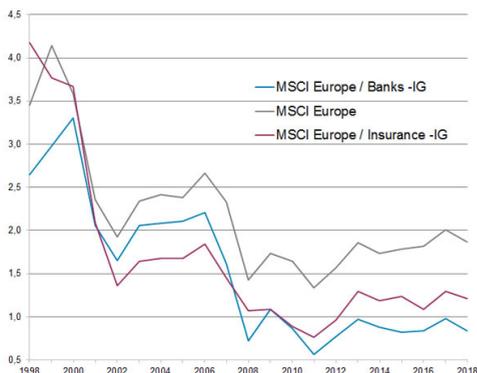
QUELLE CONFIGURATION IDÉALE POUR UN RETOUR SUR LA THÉMATIQUE VALUE SUR LES MARCHÉS ACTIONS ?

La thématique *Value* se compose de deux parties distinctes : les titres dits *hard Value* comme les matières premières, les valeurs industrielles et la construction ; les titres dits *soft Value* comme les financières en général : banques, assurances, services financiers et immobilier coté.

Si les premières sont très sensibles au cycle économique, les secondes sont très sensibles au cycle financier. Et ces deux cycles sont sensés aller de pair ou presque, avec un peu de retard pour l'un et l'autre en fonction de la période. Mais depuis les différents *Quantitative Easing* et les politiques monétaires accommodantes, les taux courts et longs ont beaucoup baissé malgré la poursuite du cycle économique, entraînant des conditions d'endettement idéales pour les investisseurs immobiliers et une forte baisse des marges des banques et des assurances.

La condition nécessaire à un retour de la *Value* est donc une pentification de la courbe des taux. Il faudra également que le risque « pays » caché dans le bilan des banques (surtout italiennes) arrête de stresser les investisseurs et que le Brexit prenne une forme moins floue pour tout le monde. Bref, la confiance dans les banques européennes dépendra de celle des investisseurs dans la zone euro et l'Union bancaire européenne. Or cette confiance n'est pas là... et la *Value* se fait désirer depuis plusieurs années déjà ! Il y a pourtant de belles affaires à faire, pour les aventuriers prêts à porter le risque sur plusieurs années.

DÉCOTE GRANDISSANTE DES BANQUES EUROPÉENNES DEPUIS LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008



Sources : CPRAM - Factset

ACTIONS ÉTATS-UNIS

IMPETURBABLE

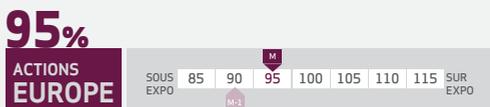
Les investisseurs ne s'inquiètent pas des déboires juridiques de D. Trump, ni des tensions croissantes Chine / États-Unis. Pour eux, la croissance économique américaine reste solide et les bénéfices des entreprises en accélération alors que les autres zones géographiques connaissent un ralentissement. Les bénéfices pour le 3^{ème} trimestre 2018 sont attendus en hausse de plus de +18 % (+25 % au 2^{ème} trimestre). Le marché reste bien orienté grâce aux valeurs technologiques. Les conditions monétaires restent accommodantes. Sur le mois, le S&P500 progresse de 7,51 %.



ACTIONS EUROPE

D. TRUMP, LA TURQUIE ET L'ITALIE PÈSENT

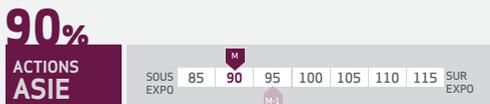
La surenchère des menaces États-Unis / Chine, la mise à l'écart de l'Iran et l'inquiétante santé de l'économie turque ont ramené de la volatilité sur les marchés financiers et affecté principalement les bourses européennes. Les incertitudes pesant sur le futur budget italien et la possibilité du déclenchement d'une nouvelle crise européenne (négociations compliquées sur le Brexit) ont miné le moral des investisseurs alors même que les statistiques économiques arrêtaient de se détériorer. Le MSCI EMU progresse de seulement 0,72 %.



ACTIONS ASIE

LES ÉMERGENTS DANS LA TOURMENTE

La panique sur les actions chinoises continue. Les investisseurs s'inquiètent du ralentissement de l'économie chinoise mais également de la surenchère sur la mise en place de nouvelles taxes douanières entre la Chine et les États-Unis. Le gouvernement américain a menacé de taxer 200 milliards de dollars de marchandises chinoises supplémentaires. La chute des cours des matières premières et les attaques répétées contre plusieurs devises émergentes font craindre une contagion rapide. Sur le mois, le Topix progresse de 0,52 % et le MSCI AC Asie Pacifique Ex Japon de 0,29 %.



LES SCÉNARIOS FINANCIERS À 3 MOIS À FIN AOÛT 2018

RAPPEL À FIN JUIN 2018 1 > 45% 2 > 25% 3 > 10% 4 > 20%

50% SCÉNARIO CENTRAL : POURSUITE DE LA BONNE DYNAMIQUE DE LA CROISSANCE MONDIALE

La situation reste globalement inchangée. L'activité reste soutenue aux États-Unis. Léger tassement des enquêtes en zone euro. Taux directeurs : remontée aux États-Unis (2,25 %), stabilité au Japon (0 %) et en zone euro (0 %). Taux longs : remontée aux États-Unis (3 %) et en zone euro (0,50 %), stabilité au Japon (0,10 %). Actions : + 2,5 % aux États-Unis, + 5 % au Japon et en Europe, + 7,5 % dans les pays émergents d'Amérique latine, + 10 % dans les pays émergents asiatiques. La parité EUR-USD reste au niveau de 1,18.



20% SCÉNARIO ALTERNATIF 1 : TENSIONS COMMERCIALES

La guerre commerciale a pris de l'ampleur pendant l'été : nouveaux épisodes avec la Chine, renégociation du Nafta. Taux directeurs : remontée aux États-Unis (2,25 %), stabilité au Japon (0 %) et en zone euro (0 %). Taux longs : baisse aux États-Unis (2,70 %), au Japon (0,05 %) et en zone euro (0,30 %). Actions : - 10 % dans les pays émergents asiatiques, - 7,5 % dans les pays émergents d'Amérique latine et au Japon, - 5 % aux États-Unis et en Europe. La parité EUR-USD baisse à 1,13.



30% SCÉNARIO ALTERNATIF 2 : VIVES TENSIONS POLITIQUES EUROPÉENNES DUES À L'ITALIE ET AU HARD BREXIT

Le risque politique italien revient au premier plan en Europe avec la préparation du budget 2019. Malgré les discussions entre le Royaume-Uni et l'Union européenne de nombreux points de désaccord persistent. Taux directeurs : remontée aux États-Unis (2,25 %), stabilité au Japon (0 %) et en zone euro (0 %). Taux longs : baisse aux États-Unis (2,70 %), au Japon (0,05 %) et en zone euro (0,15 %). Actions : + 2,5 % dans les pays émergents, 0 % aux États-Unis, - 2,5 % au Japon, - 7,5 % en zone euro. L'EUR-USD baisse à 1,10.



PERFORMANCES AU 29.08.2018

LES PERFORMANCES PASSÉES NE PRÉJUGENT PAS DES PERFORMANCES FUTURES.

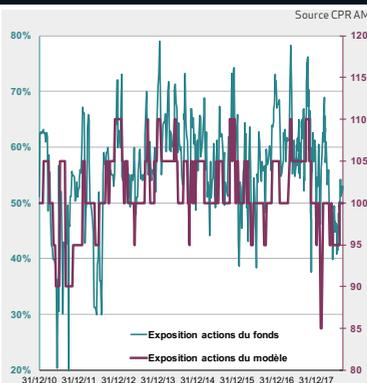
	Depuis le 31.12.17			Niveau au 29.08.18	
	sur 1 an	sur 5 ans			
États-Unis	1,18%	3,46%	2,00%	Taux directeur	2,25%
	-2,89%	10,85%	2,89%	Taux 10 ans	3,00%
	1,47%	30,82%	287	High Yield US	280
	-2,62%	-11,58%	1,17	Euro/dollar	1,18
	8,99%	77,88%	2 914	S&P 500	2,50%
Europe	0,00%	0,37%	0,00%	Taux directeur	0,00%
	1,00%	24,99%	0,41%	Taux 10 ans	0,50%
	0,05%	31,61%	343	High Yield Europe	335
	-1,37%	25,30%	3 456	DJ EuroStoxx 50	5,00%
Japon	0,37%	69,75%	22 848	Nikkei 225	5,00%

PRÉVISIONS DES SCÉNARIOS en %

	CENTRAL 50% de proba.	ALTERNATIF 1 20% de proba.	ALTERNATIF 2 30% de proba.
Taux directeur	2,25%	2,25%	2,25%
Taux 10 ans	3,00%	2,70%	2,70%
High Yield US	280	310	310
Euro/dollar	1,18	1,13	1,10
S&P 500	2,50%	-5,00%	0,00%
Taux directeur	0,00%	0,00%	0,00%
Taux 10 ans	0,50%	0,30%	0,15%
High Yield Europe	335	380	400
DJ EuroStoxx 50	5,00%	-5,00%	-7,50%
Nikkei 225	5,00%	-7,50%	-2,50%

ÉVOLUTION DE L'ALLOCATION DE CPR CROISSANCE RÉACTIVE

L'été devait être chaud et il le fut. Même si les marchés financiers ont dans l'ensemble plutôt bien accusé la surenchère des menaces commerciales entre les États-Unis et la Chine, la mise à l'écart par les États-Unis de l'Iran, la dégringolade de la monnaie turque suite aux sanctions américaines et les inquiétudes concernant le nouveau budget italien, ont permis à la volatilité de réapparaître. La guerre commerciale Chine / États-Unis n'en finit plus, pourtant les marchés actions américains y sont insensibles pour le moment, portés par une croissance économique qui accélère et des bénéfices d'entreprises qui continuent de fortement progresser, dopés par les valeurs technologiques (+ 25 % sur le 2^{ème} trimestre). Sur le plan obligatoire, la dette émergente a été attaquée alors que les emprunts d'État sont restés stables sur la période, à l'exception du spread italien qui s'est de nouveau écarté en raison des inquiétudes des investisseurs quant à la volonté du nouveau gouvernement de laisser filer les dépenses publiques. Notre stratégie sur l'été n'a pas été modifiée : nous avons maintenu une forte exposition aux actions américaines et au dollar, au détriment des actions de l'Europe et du Japon. Nous n'avions aucune exposition aux actifs émergents. Nous allons accroître la couverture du portefeuille principalement sur les actions américaines après les nouveaux records établis. En parallèle, nous allons progressivement augmenter la sensibilité de ce dernier.



CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

GUERRE COMMERCIALE : L'ESCALADE SE POURSUIT EN TOILE DE FOND



Bastien Drut
Stratégiste senior

QUELLE EST L'ORIGINE DU DIFFÉREND COMMERCIAL ENTRE LES ÉTATS-UNIS ET LA CHINE ?

En août 2017, quelques mois après sa prise de fonction, le président D. Trump a diligencé une enquête (enquête de type Section 301) sur « les politiques et les pratiques de la Chine en matière de transfert de technologie, de propriété intellectuelle et d'innovation ». Les résultats de l'enquête, publiés le 22 mars 2018, concluaient que celles-ci étaient « discriminatoires et non-raisonnables et pesaient sur le commerce américain », ce qui avait ouvert la voie à des mesures ciblant spécifiquement la Chine.

QUELLES ONT ÉTÉ LES MESURES PRISES PAR LES ÉTATS-UNIS CONTRE LA CHINE ? ET QUELLES ONT ÉTÉ LES MESURES DE RÉTORSION ?

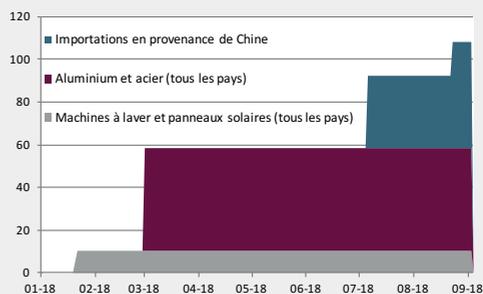
Début avril, le président D. Trump a demandé à ce que les droits de douane soient augmentés de 25 points de pourcentage sur 50 Mds de \$ d'importations américaines en provenance de Chine. Cette mesure est entrée en application le 6 juillet pour une première tranche de 34 Mds de \$ d'importations et le 23 août pour une deuxième tranche de 16 Mds de \$. Les produits concernés sont pour une très large part des produits intermédiaires.

La Chine a répliqué à ces premières annonces en augmentant à partir du 6 juillet les droits de douane sur environ 34 Mds de \$ d'importations en provenance des États-Unis. Pour une bonne part, il s'agit de produits agricoles et alimentaires (dont le soja). L'administration américaine a d'ailleurs annoncé le 24 juillet qu'elle verserait des subventions compensatoires de l'ordre de 12 Mds de \$ pour les agriculteurs touchés. De façon parfaitement symétrique, la Chine a augmenté les droits de douane sur une deuxième tranche de 16 Mds de \$ d'importations en provenance des États-Unis à partir du 23 août.

QUELLES SERAIENT LES PROCHAINES MESURES ?

S'estimant dans leur bon droit et considérant la réponse chinoise comme injustifiée, les États-Unis ont annoncé le 18 juin qu'ils allaient préparer une liste de 200 Mds de \$ d'importations pour lesquelles les droits de douane seraient augmentés de 10 points de pourcentage (pp). Quelques jours plus tard, la hausse de droits de douane considérée sur ces produits est passée de 10 à 25 pp. Les autorités chinoises ont réagi en menaçant d'augmenter les droits de douane de 5, 10, 20 ou 25 pp sur 60 Mds de \$ d'importations en provenance des États-Unis. Donald Trump a même évoqué la possibilité de taxer davantage la totalité des importations en provenance de Chine.

Importations américaines sur lesquelles les droits de douane ont été augmentés (Mds\$)



Source : CPR AM.

LA GUERRE COMMERCIALE PEUT-ELLE SE MUER EN GUERRE DES CHANGES ?

Le renminbi a commencé à fortement se déprécier à partir de l'annonce à la mi-juin de hausses de droits de douane touchant spécifiquement la Chine seraient implémentées. Jusque-là, le taux de change effectif de la Chine avait eu tendance à monter légèrement depuis le début de l'année 2018. Entre la mi-juin et la fin août, le renminbi a perdu 6% face au dollar et le taux de change effectif est revenu à son niveau d'il y a un an. Cette dépréciation permet de compenser au premier ordre une hausse de droits de douane de 25 pp sur 50 Mds de \$ d'importations et une autre hausse de 10 pp sur 200 autres Mds de \$ d'importations. Cependant, il faudrait une dépréciation bien plus forte si les États-Unis augmentaient les droits de douane de 25 pp sur la tranche de 200 Mds de \$ ou s'ils venaient à cibler la totalité des importations en provenance de Chine. Choisir cette voie serait particulièrement déstabilisateur pour les devises émergentes et asiatiques en particulier et la Chine ne semble pas prête à prendre le risque de sorties massives de capitaux.

QUELS SONT LES ENJEUX POUR LE SECTEUR ÉNERGÉTIQUE ?

De plus en plus, les États-Unis s'affirment comme un leader sur le plan de l'énergie. Les États-Unis produisent aujourd'hui à peu près autant de pétrole brut que l'Arabie Saoudite et sont très récemment passés du statut d'importateur net de gaz naturel à celui d'exportateur net. Ils cherchent donc des débouchés pour leurs exportations (massives) de gaz pour les années à venir. La Chine a inclus dans un premier temps le pétrole brut sur la liste des 50 premiers Mds de \$ à taxer davantage avant de se raviser.

Mais la Chine a indiqué qu'elle augmenterait de 25 pp les importations de gaz naturel liquéfié américain si les États-Unis mettaient à exécution leur menace de taxer une deuxième salve de 200 Mds d'importations en provenance de Chine. En raison des politiques environnementales qu'elle mène, la Chine devra importer de grandes quantités de gaz naturel et les experts de l'énergie pronostiquaient que les États-Unis le leur fourniraient. Faire une croix sur ce scénario a une forte signification car il s'agit là de renoncer à une piste « gagnant-gagnant » naturelle. D'ailleurs, il convient de noter que l'entreprise chinoise CNPC a repris les gisements de gaz de South Pars en Iran que Total a dû abandonner... à cause des sanctions américaines.

COMMENT SE PASSENT LES NÉGOCIATIONS ?

En mai, une délégation chinoise comprenant le vice-premier ministre Lue semblait avoir trouvé une voie de résolution avec l'administration américaine mais D. Trump lui-même avait réduit à néant les progrès réalisés quelques jours plus tard en tweetant qu'il souhaitait de nouvelles mesures contre la Chine. Cela avait conduit à une période d'environ trois mois sans négociations officielles. De plus, les négociations sont rendues encore plus difficiles par le fait que la Chine et les États-Unis sont parties prenantes dans des crises politiques (Iran, Corée du Nord) dans lesquelles leurs positions sont loin d'être alignées.

QUEL RÔLE JOUENT LES ÉLECTIONS DE MI-MANDAT ?

L'affrontement avec la Chine doit se lire dans la perspective des élections de mi-mandat (début novembre). Le président D. Trump fait le pari qu'un positionnement offensif aidera les Républicains, même si une frange majoritaire des Républicains du Congrès est pourtant mal à l'aise sur le sujet. Il est donc peu probable que cette bataille soit abandonnée rapidement. A ce sujet, Donald Trump a déclaré : « Je suis comme eux, j'ai un horizon long ».

GESTION MULTI-ASSET

ENTRE NUAGES NOIRS ET
ÉCLAIRCIES,
ENTRE RISQUES ET
OPPORTUNITÉS

**Thomas
Page-Lecuyer**

Spécialiste
investissement
multi-asset

COMMENT DÉFINIRIEZ-VOUS LE CONTEXTE SUR LES MARCHÉS CES DERNIERS MOIS ?

Depuis le printemps, des nuages noirs reviennent survoler les marchés financiers. En passant, ils ont grondé, et ils ont réveillé la volatilité. A quatre reprises ces derniers mois, la masse nuageuse s'est montrée, et à chaque fois les marchés se sont repliés, avant de rebondir invariablement.

Parmi les facteurs contrariants, c'est sans surprise le président des États-Unis qui se taille la part du lion avec ses initiatives visant à corriger les déficits commerciaux bilatéraux des États-Unis, quitte à basculer dans une guerre commerciale hautement déstabilisante pour les marchés. En parallèle, la dynamique économique s'est légèrement essoufflée au printemps, un ralentissement notable qu'on retrouve par le repli d'un certain nombre d'indicateurs macro-économiques. Par ailleurs, comme depuis de longs mois et même plusieurs années, le risque politique pèse encore sur la zone euro, et sur plusieurs fronts : d'un côté, le Brexit, encore et toujours, et de l'autre la politique ouvertement eurosceptique en Italie. Il n'en faut pas plus pour casser la convergence de la dynamique économique qui prédominait en début d'année. C'est d'ailleurs le point positif à retenir, le motif d'optimisme principal. Mais cela n'a pas duré et le printemps a vu cette convergence exploser avec les États-Unis d'un côté, où la réforme fiscale a protégé les anticipations de croissance, et le reste du monde de l'autre.

AVEC LES RISQUES POLITIQUES PESANT SUR L'EUROPE, LA ZONE A ÉTÉ MISE SOUS PRESSION, MAIS EST-CE LA SEULE ?

Il n'y a pas que l'Europe qui s'est vue recouverte de nuages noirs, loin s'en faut. La crise de confiance qu'essuie le gouvernement Abe suite au scandale Moritomo a pesé sur les marchés japonais. Quant aux marchés émergents, ils ont lourdement souffert, la Chine en tête. Les motifs de déclin

ont été nombreux, qu'il s'agisse du rebond du dollar, de la hausse des taux longs américains à leurs plus hauts niveaux depuis près de 5 ans, ou du rapatriement des liquidités par les entreprises américaines.

COMMENT CELA S'EST-IL TRADUIT SUR LES MARCHÉS ?

Dans ce contexte, les marchés actions ont eu des sueurs froides. Mais pour les marchés de taux le pilotage s'avère également délicat, cette année encore. Entre risques marqués sur les marchés (risques politiques européens et risque de guerre commerciale en premier lieu) et des politiques monétaires de moins en moins accommodantes, il faut se montrer fin tacticien pour piloter correctement. Car, cela va sans dire, l'aversion au risque et les politiques monétaires influencent et redessinent les courbes de taux. Ces dernières se sont amplement aplaties, par la partie courte en zone euro et au Japon suite aux discours accommodants des banquiers centraux, et par la partie longue aux États-Unis où la Réserve Fédérale a augmenté deux fois les taux directeurs au premier semestre. Si les spreads périphériques se sont resserrés en Espagne et au Portugal, ils se sont écartés en Italie où les intentions budgétaires interrogent. Il s'agit d'ailleurs d'un scénario de risque réel à court terme pour les marchés.

FAUT-IL DONC VRAIMENT S'INQUIÉTER QUANT AUX PERSPECTIVES ?

Non, il ne faut pas s'y tromper, tout ne vas pas mal, au contraire. Les raisons de se montrer optimiste sont nombreuses en cette fin de troisième trimestre. Les indicateurs macro-économiques se redressent dans de nombreuses zones : J. Powell a montré un visage optimiste et encourageant à Jackson Hole, et l'accord commercial entre les États-Unis et le Mexique prouve que de nouveaux angles de libre échange sont possibles. D'ailleurs, en tenant l'inventaire des risques présents, on aurait pu craindre

pour les marchés et pourtant, ils n'ont pas plongé. La principale raison de cette résistance est toute trouvée : il s'agit de la dynamique de bénéfices des entreprises, avec des résultats qui ont dépassé les attentes sur l'ensemble des zones géographiques au premier semestre. On a ainsi pu observer une croissance des bénéfices à deux chiffres aux États-Unis avec une progression historique de + 25 % au deuxième trimestre et des estimations de + 18 % au troisième, contre + 8 % pour l'Europe et + 15 % pour les pays émergents. Jusqu'ici, les investisseurs n'ont pas totalement intégré les risques liés aux tensions commerciales persistantes pour se focaliser sur les résultats des entreprises. Dans ce contexte, un profil tout terrain s'impose, au même titre qu'une grande flexibilité dans l'allocation et une juste réactivité quant aux risques imminents et aux opportunités à saisir. C'est ce que les fonds de la gamme Croissance ont appliqué depuis le début de l'année, affichant une belle performance grâce à un ajustement tactique précieux dans ce contexte volatil.

QUEL EST LE FACTEUR DE RISQUE PRINCIPAL POUR LES MOIS À VENIR ?

Là où le bât blesse : la désynchronisation des dynamiques économiques. Pour assurer une pérennité des dynamiques mondiales et éviter les pics de volatilité, il convient de maintenir une certaine homogénéité et une synchronisation. Et c'est précisément ce que les risques actuels ont défait. Les menaces politiques italiennes et les craintes de hard Brexit ont ralenti le rythme de la dynamique européenne, quand le risque de guerre commerciale a complètement cassé celui des pays émergents.

PEUT-ON ESPÉRER REVOIR UNE CONVERGENCE DE CES DYNAMIQUES ?

Oui, tout porte à croire que cette synchronisation peut revenir. En effet, les derniers indicateurs américains font preuve d'une décélération, les indicateurs européens d'accélération, et le récent déclin du dollar est porteur d'espoir pour les pays émergents. Dans ce cadre, nous demeurons optimistes mais bien conscients qu'il faudra continuer de piloter l'allocation finement, avec de la souplesse et beaucoup de réactivité. Les occasions de réveiller la volatilité seront nombreuses d'ici la fin de l'année, qu'il s'agisse des discussions autour du budget italien, de la menace de rupture entre l'UE et le Royaume-Uni, des gains de tension entre les États-Unis et le reste du monde, et, bien sûr, des fluctuations du dollar. Il n'en reste pas moins des fondamentaux solides, des facteurs sur lesquels nous capitalisons pour réaliser de la performance, tout en restant flexibles en toute circonstance.