

Commentaire de Gestion

Paris, le 13 juillet 2018

Ce second trimestre a été marqué par un rebond des marchés actions européens au cours des mois d'avril et mai, avant de corriger nettement au mois de juin, et particulièrement durant la seconde quinzaine. Les marchés américains se sont quant à eux bien tenus, même s'ils se sont révélés plus volatiles. En revanche, les pays émergents ont connu un trimestre de correction sous l'effet de la hausse du dollar américain.

Les performances des indices masquent des disparités importantes : autant les secteurs du luxe, de l'énergie ont très bien performé, autant les secteurs plus défensifs (les banques, la santé) et les valeurs de qualité (bilans solides, prix raisonnables) se sont repliés. Cette évolution contrastée des marchés financiers brouillant les repères des investisseurs s'explique par plusieurs facteurs.

D'une part, les indicateurs avancés montrent toujours une croissance économique mondiale soutenue mais moins synchronisée : si les Etats-Unis connaissent une accélération de leur croissance (impact du plan fiscal), l'Europe montre un ralentissement de l'activité manufacturière alors que les services sont toujours dynamiques, particulièrement en cette fin de trimestre. En revanche, la croissance de l'activité industrielle chinoise reste atone, témoignant du changement de modèle économique dans la mesure où l'activité des services est dynamique voire en légère accélération au mois de juin 2018. Le danger du protectionnisme et d'une escalade dans la guerre commerciale a eu des conséquences sur l'économie mondiale, sans toutefois remettre en cause à ce jour le cycle de croissance économique.

D'autre part, les taux d'intérêt à long terme ont baissé de nouveau. Aux Etats-Unis, les taux à 10 ans se sont détendus autour de 2.85%. En Europe, les effets combinés du ralentissement des indicateurs avancés et de la crise italienne (nouveau gouvernement) ont conduit les taux à 10 ans allemands et français à revenir vers leurs plus bas historiques, respectivement à 0,30% et 0,63%. Cette correction des taux longs s'est produite alors que la banque centrale européenne a annoncé la fin de sa politique monétaire accommodante au 1^{er} janvier 2019 : fin des rachats d'actifs d'abord, puis

remontée des taux d'intérêt à court terme, suivant en cela la politique de la banque centrale américaine avec quelques années de décalage...

Ainsi, l'écart des taux à 10 ans entre les Etats-Unis, et l'Allemagne n'aura jamais été aussi important... Du côté de la banque centrale américaine, les taux à court terme ont connu une nouvelle hausse à 1.75% / 2%.

Le changement de politique monétaire de la banque centrale européenne traduit clairement que la période de déflation est derrière nous. Pour autant, les indicateurs anticipés d'inflation ne laissent toujours pas penser que l'inflation va accélérer même si celle-ci se normalise aujourd'hui au taux objectif de la banque centrale de 2% au 30 juin 2018. L'augmentation des salaires n'est pas encore suffisante à ce stade pour conduire l'inflation à augmenter et, in fine, provoquer une hausse des taux d'intérêt. Peut-être au second semestre 2018, voire en 2019. Cependant, la hausse des prix du pétrole, notamment sous l'influence des tensions entre les Etats-Unis et l'Iran, a contribué à la normalisation de l'inflation.

Dans ce contexte, les actifs obligataires ont baissé à court terme sous l'effet d'une augmentation des taux de rendement des obligations privées en cette fin de semestre. Toutefois, nous avons profité des opportunités créées pour protéger les portefeuilles obligataires en cas de remontée des taux d'intérêt. Du côté des actions, nous avons allégé l'exposition des portefeuilles aux pays émergents et couvert notre exposition américaine après avoir bénéficié de la remontée du dollar. Par ailleurs, la rotation des styles de gestion (croissance / rendement), et la sélection des titres ont mis à rude épreuve les gérants européens sélectionnés en portefeuille. Là encore, les niveaux de marchés atteints nous ont permis de réinvestir sur des supports indiciaires selon les expositions en portefeuille. En effet, si les marchés sont volatiles et imposent une plus grande mobilité des positions en portefeuille, la croissance économique et les résultats des entreprises constituent des facteurs de soutien aux marchés actions cette année encore.