

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 189
AVRIL 2018

Achevée de rédiger
le 06/04/18



PROTECTIONNISME

Les craintes protectionnistes font un violent retour sur le devant de la scène depuis la fin du mois de février après les décisions prises par le président américain. Celui-ci a tout d'abord annoncé des taxes sur l'aluminium et l'acier (10 % et 25 % respectivement) pour ensuite cibler la Chine en imposant une taxe de 25 % sur une enveloppe de 60 milliards de dollars d'importations chinoises. L'impact sur les marchés a été significatif : baisse marquée des actions, baisse des taux et écartement des spreads de crédit. La volatilité devrait rester élevée à court terme avec les précisions attendues sur les produits ciblés et les mesures de représailles en provenance de la Chine.

Ces nouvelles remettent-elles en cause le scénario positif sur la croissance mondiale ? Sommes-nous au début d'une guerre commerciale ou seulement devant un jeu politique américain en préparation des élections de mi-mandat ?

- Les mesures décidées sur l'aluminium et l'acier n'auront pas d'impacts significatifs sur la croissance, les importations combinées de ces deux matières premières ne représentant que 0,5 % du PIB américain. Les seuls secteurs potentiellement impactés pourraient être l'automobile et la construction.
- Les taxes imposées aux produits chinois ne devraient pas non plus remettre en question la tendance sur la croissance américaine ou chinoise. 25% sur \$60 Mds d'importations, cela représente \$15 Mds de taxes effectives sur des importations chinoises vers les Etats-Unis qui représentent environ \$450 Mds, soit environ 3% de taxes. Différentes études estiment l'impact à environ 1 % sur les profits des entreprises américaines.
- La Chine n'a tout d'abord pas réagi aux premières annonces, mais a finalement décidé des représailles pour des montants équivalents.
- M. Trump peut-il aller au-delà ? Il est probable qu'il se heurterait en ce cas à des pressions politiques de la part des lobbies et du Congrès, dans l'ensemble plus favorables au libre-échange. On ne peut pourtant pas totalement exclure ce scénario même si une guerre commerciale ouverte avec la Chine semble peu rationnelle.

Etonnamment, les anticipations d'inflation n'ont pas profité de ces nouvelles. Le marché semble craindre davantage une récession qu'une période de stagflation, qui serait pourtant la conséquence logique d'une guerre commerciale.

A ce stade, l'impact sur la croissance mondiale nous paraît donc mesuré. Les récentes déceptions du côté des chiffres d'activité ne sont pas non plus de nature à remettre en cause notre scénario, ces chiffres étant toujours largement compatibles avec une croissance mondiale autour de 4 %.

Nous conservons donc à moyen terme une vue positive sur les marchés actions, aujourd'hui relativement peu chers vis à vis des autres classes d'actifs ; nous restons, également légèrement haussiers sur les taux et sur les points morts d'inflation.



LA FRANÇAISE
investing together



DE LA PRIME ET DES TAUX RÉELS ATTRACTIFS DANS LES ÉMERGENTS !

La dette locale émergente... un réel potentiel de performance.

Après trois années d'ajustement (2013-mars 2016), les économies émergentes ont repris des couleurs en termes, d'activité, d'équilibre des comptes, internes et externes, et d'accumulation de réserves.

Les perspectives macro pour l'année 2018 sont positives. La croissance sera vraisemblablement plus forte qu'en 2017 pour l'ensemble des pays émergents (selon JPMorgan 5 % en 2018 / 4,8 % en 2017). L'Amérique Latine étant la région, dont le rebond par rapport à 2017 devrait être le plus notable (de 1,7 % à 2,8 %). L'inflation sur l'ensemble des pays émergents est contenue (3,3 % d'inflation moyenne EM en 2017, dont 2,9 %, au Brésil, 2,5 % en Russie). Enfin les niveaux d'endettement public restent très bas relativement aux pays développés.

Notre scénario macro sur cette classe d'actifs est positif.

Malgré des perspectives fort prometteuses pour le fixed income émergent, la remise en cause d'accords commerciaux tels que l'ALENA, les craintes de guerre commerciale via les mesures/menaces protectionnistes en provenance des Etats unis, ainsi que des anticipations de normalisation plus rapides de la Fed ont, bout à bout, contribué à fragiliser les perspectives initiales, ces dernières semaines.

Aujourd'hui, nous pensons que ces inquiétudes ont été intégrées dans les marchés et qu'elles ne sont pas de nature à changer fondamentalement notre scénario central.

Nos stratégies d'investissement portent sur la dette en devises fortes (Euro et Dollar US) ainsi que sur les taux locaux avec ou sans risque de change, selon les cas.

La prime de risque sur la dette externe en Dollar US est actuellement autour de 3 % selon l'indice JPMorgan Global diversified. La moyenne historique de 2004 à nos jours est de 3,25 % avec un plus bas à 1,67 % en juin 2007. Cette prime de risque représente aujourd'hui 53 % du rendement de cette classe d'actifs. Dans un contexte de taux core bas, les obligations en devises fortes offrent un surplus de rendement sur du risque pays, avec de bons fondamentaux.

La dette locale souveraine est encore plus intéressante ! C'est un marché en forte expansion dans tous les pays émergents. En termes réels², les taux locaux sont majoritairement positifs de 1 % à 5 %. Les courbes de taux sont souvent pentues, offrant davantage d'opportunités sur les parties intermédiaires et longues. Ces stratégies peuvent être couvertes sur le risque de change, dans ce cas elles bénéficieront exclusivement du risque de sensibilité. Ou bien, elles peuvent être accompagnées du risque de change et profiteront en plus, d'un portage nominal très attractif.

Les devises des marchés émergents ont été les variables d'ajustement pour les économies émergentes, au cours des années 2013-2016. Beaucoup d'entre elles sont aujourd'hui sous évaluées en taux de change effectif réel, elles présentent, par conséquent, un réel potentiel de performance, eu égard aux bons résultats économiques de ces pays.

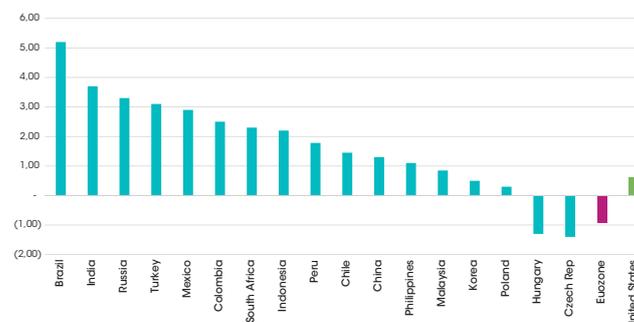


La prime de risque⁽¹⁾ constitue

53 % des rendements émergents



Taux réels 5 ans



(Source : Bloomberg, LFAM)

(1) Obligations émergentes en devises fortes

(2) Différence entre taux nominaux 5 ans et inflation attendue 12 mois

VERS UNE ÉCONOMIE BAS CARBONE

Aujourd’hui et vraisemblablement pour longtemps, nous considérons que le changement climatique est un élément clé qui structure notre évolution économique et sociale.

L’urgence est un facteur primordial. Nous faisons face aux conséquences catastrophiques du changement climatique et des actions immédiates sont nécessaires pour s’adapter à ces nouvelles réalités.

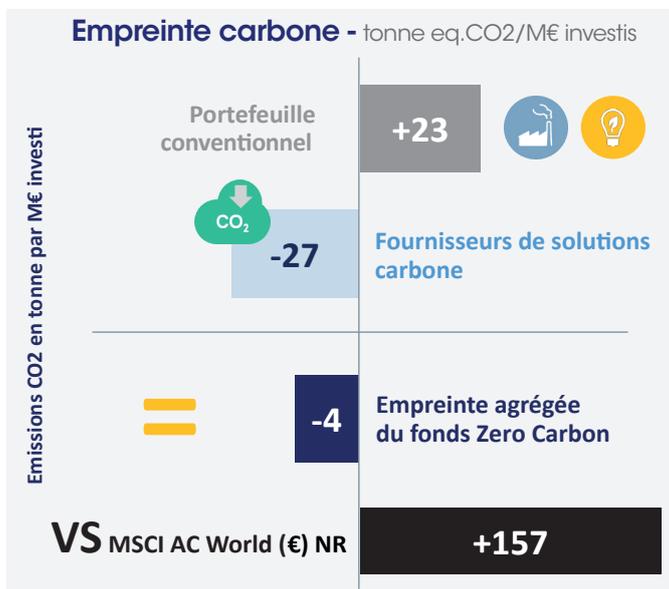
L’Agence Internationale de l’Energie estimait en 2014 qu’il fallait investir USD 53 trillion d’ici 2035 pour atteindre les objectifs fixés par la COP21 qui donnent une chance d’éviter le pire en termes de réchauffement global. Il est inconcevable de mobiliser un tel montant de capitaux sans le soutien de l’épargne des ménages. **Le rôle de la finance dans la lutte contre le dérèglement climatique est d’orienter l’épargne vers des entreprises participant à la réduction des émissions carbone afin de cantonner le réchauffement à moins de deux degrés (limite du réchauffement fixée par la COP21).** Or la trajectoire estimée des indices boursiers implique actuellement un réchauffement d’au moins quatre degrés.

Pour éviter le pire, nous ne devons pas seulement ralentir les émissions de dioxyde de carbone, mais réduire les émissions actuelles de l’ordre de 60 % d’ici 2050.

Nous considérons que cet objectif est parfaitement compatible avec notre devoir fiduciaire de gérant : protéger l’épargne qui nous est confiée et limiter les coûts associés aux risques liés au changement climatique.

Il est d’autant plus compatible que notre analyse stratégique des entreprises fondée sur la mesure d’**innovation** et la **capacité d’adaptation** et de **réactivité** a décelé d’étonnantes opportunités de génération de valeur autour des thèmes d’investissements tels que l’électrification, l’optimisation de l’allocation des ressources et la Cleantech.

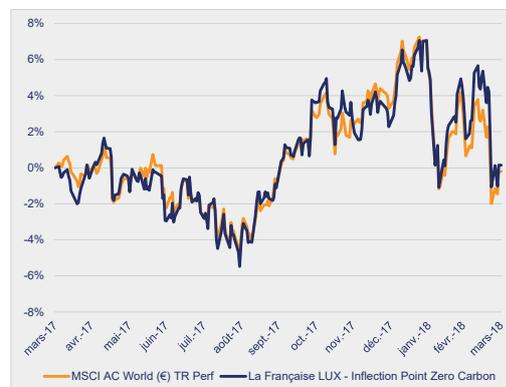
C’est pour ces raisons qu’il y a trois ans nous avons initié le fonds monde « Zero Carbon ». Ce fonds thématique maintient une empreinte carbone neutre tout en investissant dans les sociétés qui créent de la valeur grâce à la transition énergétique. Les entreprises qui fournissent des solutions énergétiques qui génèrent de la croissance supplémentaire grâce à leurs technologies, rendant possible la transition vers le bas carbone, sont au cœur de notre stratégie d’investissement. On y retrouve les thèmes clés



de la digitalisation, l’automatisation et les renouvelables. Le fonds investit également dans des sociétés qui, grâce à la réduction de leur empreinte carbone, obtiennent un avantage compétitif de coût et de productivité.

Le caractère « Impact » de ce fonds tient à la combinaison de l’intention affichée de réduire les émissions de carbone du capital investi et à la possibilité de le mesurer. Notre objectif : associer une performance environnementale à une performance financière et ainsi démontrer que mobiliser l’épargne pour la lutte contre le dérèglement climatique peut être source de performance financière.

Performance Zero Carbon un an glissant



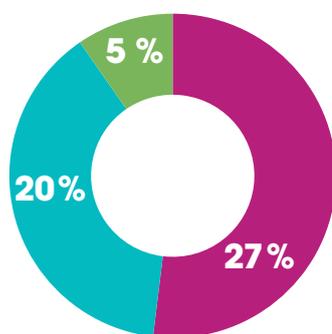
(Source : La Française)

PROTECTIONNISME ET GAFA PESENT

La résurgence de mesures protectionnistes de la part des Etats-Unis, plus particulièrement envers la Chine, a été au cœur des préoccupations sur le mois de mars. Le choc provient aussi de l'avalanche de mauvaises nouvelles sur les valeurs technologiques. Le Nasdaq connaît ainsi l'une de ses pires semaines depuis plus de 20 ans, avec une baisse de 6,53 % en dollars : le scandale de Cambridge Analytica notamment fait fortement chuter Facebook, entraînant avec lui Google, Twitter et les valeurs internet en général. L'Union Européenne publie sa proposition d'imposer des taxes supplémentaires aux entreprises internet, et M. Trump envisage de durcir le traitement fiscal d'Amazon. Au final, le S&P recule de 2,7 %, l'euro stoxx 50 de 2,2 % ; le nikkei de 4,12 %.

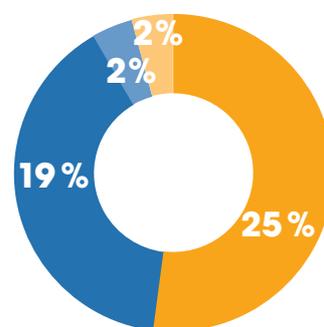
Du côté des publications macro-économiques, les enquêtes de confiance et les chiffres d'activité publiés sur le T1 2018 ont été mitigés aux Etats-Unis et en dessous des attentes en Zone Euro. Comme attendu, la Réserve Fédérale, sous la présidence de J. Powell, a relevé son taux directeur d'un quart de point, le portant à 1,75 %. Côté BCE, le comité s'est prononcé pour le maintien de la politique monétaire accommodante. Sur le marché des obligations d'Etat, on assiste à une détente globale des taux nominaux principalement via le repli des taux réels. Le marché du crédit a été pénalisé. Les subordonnées et les « hybrides corporates » ont connu les plus forts écarts.

Nous restons fidèles à notre lecture positive des fondamentaux car nous abordons la période des résultats aux US avec des perspectives encourageantes. Nous maintenons l'exposition actions proche de 50% avec les mêmes grands paris géographiques. Côté taux, la courbe américaine offre toujours un potentiel intéressant en équilibrage de portefeuille. Nous maintenons notre diversification en obligations internationales indexées sur l'inflation, un biais prudent sur le crédit et réduisons notre exposition sur la dette émergente et la dette hybride.



EXPOSITION ACTIONS : 52 %

-  **ÉTATS-UNIS**
Nous renforçons légèrement notre exposition sur les actions américaines pour la période des publications.
-  **EUROPE**
Nous maintenons notre position.
-  **JAPON**
Nous renforçons tactiquement notre position sur les actions japonaises.
-  **PAYS ÉMERGENTS**
Nous soldons notre socle actions émergentes.



EXPOSITION TAUX : 48 %

-  **OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS**
Poids réduit, avec maintien de la concentration de la sensibilité sur les Etats Unis.
-  **OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION**
Nous renforçons fortement notre pari sur les indexées inflation notamment aux Etats Unis.
-  **DETTES FINANCIÈRE / SUBORDONNÉE**
Nous réduisons tactiquement notre investissement dans l'attente d'une opportunité de retour sur la classe d'actifs.
-  **DETTES PAYS ÉMERGENTS**
Nous allégeons également notre position sur ce thème
-  **CRÉDIT HIGH YIELD**
Nous restons toujours à l'écart de la classe d'actifs pour des raisons de valorisation.



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 78 047 940 € - RCS : 480 871 490
Directeur de la publication :
Pascale Auclair
Responsable de la rédaction :
Caroline Babouillard
Chef d'édition : Marion Lévêque
Maquette : Sylvia Chadi