

Notre scénario économique et financier au coeur de l'été

En cette période estivale, nous vous proposons un retour sur les principaux points de notre scénario présenté en juin dans nos Perspectives Economiques et Financières (PEF) au regard des développements récents. Pour rappel, nous décrivions que nous vivions une époque charnière, avec en particulier :

- Un cycle économique plus long, avec des atouts certains aux Etats-Unis (facilité de financement, réduction de la fiscalité, disponibilité de matières premières...),
- Une reprise en main des politiques pour protéger et développer le tissu industriel national,
- Une nouvelle page pour les banques centrales, après 10 ans de Quantitative Easing (QE).

De ce fait, nous n'étions pas acheteurs des obligations dans ces niveaux (0.87% sur l'emprunt d'état français à 10 ans) qui ne reflètent pas notre vision économique. Notre préférence continuait à privilégier les actions en évitant les émergents, et en intégrant une volatilité accrue. Sur le plan des devises, nous étions positifs sur le dollar.

Si la situation conjoncturelle que nous décrivions s'est maintenue, certains points de vigilance que nous mettions en avant se sont matérialisés.

Point sur les marchés

La bonne tenue de l'économie américaine se reflète dans les publications de résultats des entreprises et valide notre positionnement toujours positif sur le marché américain. Après quelques mois agités, l'indice S&P se reprend et se rapproche doucement de son plus haut historique. Dans l'ensemble, les sociétés affichent des croissances organiques élevées, en accélération pour certaines. Malgré les tensions commerciales entre les Etats-Unis et ses partenaires commerciaux, les managements se disent confiants sur le climat des affaires que ce soit aux Etats-Unis mais également en Europe et dans certains pays émergents. Les sociétés investissent. Les carnets de commandes se remplissent. La pression sur les marges brutes se fait sentir dans certains secteurs comme l'automobile ou les matériaux de construction avec principalement la hausse des prix des matières premières, le transport et la main d'œuvre. Toutefois, une grande partie des sociétés arrive à maintenir leur niveau de marge opérationnelle en compensant par la hausse des prix de vente et le contrôle de certaines dépenses. Au final, les résultats des entreprises américaines bondissent, reflet de l'environnement économique porteur mais aussi des effets bénéfiques de la réforme fiscale avec la baisse du taux d'imposition.

Du côté européen, le contexte de volatilité que nous avons souligné en juin s'est effectivement matérialisé sur les marchés actions avec en toile de fond les risques géopolitiques mentionnés à plusieurs reprises dans nos PEF. Pour autant les publications de résultats du deuxième trimestre s'avèrent rassurantes, les chiffres d'affaires poursuivent leur croissance et les bénéfices attendus pour 2018 affichent toujours des hausses de près de 7% même si dans certains secteurs (construction notamment) ou pays (Allemagne) la hausse des matières premières et des charges salariales commence à peser sur la rentabilité. Nous avons profité de ce contexte pour renforcer certaines lignes de nos portefeuilles et initier des positions dans les OPC de notre nouvelle gamme à thématique environnementale.

Concernant les marchés de taux, la Banque Centrale Européenne a confirmé l'arrêt de ses rachats d'actifs en fin d'année et le maintien des taux directeurs sur leur point bas jusqu'à l'été 2019. Ceci a favorisé la remontée des taux des Etats cœurs comme l'a montré le 10 ans allemand en atteignant des niveaux de 0,49% le 1er août mais le risque de dérapage budgétaire en Italie est de nouveau revenu au centre des préoccupations des marchés de taux avec l'annonce d'une réunion entre les principaux ministres italiens sur le budget. Bien que nous ne soyons pas revenus vers les points hauts de mai, le taux d'Etat italien 10 ans s'est progressivement détérioré pour flirter avec les 3% à ce jour. A due proportion, les taux al-

lemands se sont de nouveau appréciés et se rapprochent de leur point bas de début juillet à 0.30% sur le 10 ans. Cette forte volatilité risque de durer au gré des déclarations des membres de la coalition italienne. Le niveau atteint aujourd'hui sur les taux français et allemand reste en deçà de notre fourchette d'investissement.

Les marchés de devises sont, comme nous l'anticipions, les caisses de résonance des bouleversements que nous vivons. Les volatilités et incertitudes se sont traduites par la baisse de toutes les devises contre dollar et en particulier les devises émergentes.

La dette en dollar contractée par ces pays en période de taux bas constitue un axe de fragilité dans un contexte de hausse des taux d'intérêt de la Réserve Fédérale qui favorise l'appréciation du dollar. Ainsi, malgré des situations très différentes, le rand sud-africain, le real brésilien, le rouble russe ou encore le peso argentin font face à un mouvement de dépréciation marqué depuis le début d'année.

Des éléments politiques ont également été les catalyseurs de cette tendance, à l'image de la livre turque qui a connu ces derniers jours une chute violente, à la suite d'un regain de tensions diplomatiques avec les Etats-Unis. La dépréciation de la monnaie turque face au dollar atteint ainsi 70% depuis le début de l'année. Au-delà des menaces commerciales américaines, les fragilités de l'économie turque sont patentées. La dette extérieure, dont près de 90% est libellée en devises étrangères, atteint 450 Md\$ en 2017, soit 53% de son PIB, ce qui en fait un pays émergent particulièrement vulnérable à la baisse de sa devise.

Plus globalement, nous maintenons notre vigilance vis-à-vis de la zone émergente à un moment où ces pays voient leur rythme de croissance converger vers ceux des pays développés, une tendance qui favorise l'attractivité des investissements vers les économies avancées.

Point sur l'économie

Aux Etats-Unis, les publications économiques de ces dernières semaines s'inscrivent dans notre vision d'une économie américaine dynamique, s'appuyant sur une demande interne robuste. Comme nous l'exposons en juin, nous estimons que les dispositions fiscales votées par l'administration du Président Donald Trump en fin d'année 2017 sont de nature à prolonger ce dynamisme. La publication fin juillet du Produit Intérieur Brut du deuxième trimestre 2018 a été l'occasion pour l'économie américaine d'afficher sa solidité. Le PIB a enregistré une accélération significative de 1% en glissement trimestriel, après 0,5% au premier trimestre, ce qui constitue la plus forte hausse séquentielle depuis le troisième trimestre 2014.

La dynamique récente a conduit les prévisionnistes et institutions internationales à relever leurs perspectives de croissance pour l'année 2018 et 2019.

Sur le plan commercial, nous avons souligné que la remise en cause par les Etats-Unis de l'organisation du commerce international telle que nous la connaissons depuis les années 1990 n'était pas sans risque pour la croissance économique mondiale. Ces inquiétudes se sont confirmées avec l'introduction de nouveaux droits de douane entre les Etats-Unis et ses principaux partenaires commerciaux (Chine, Union Européenne, Mexique, Canada) au cours de l'été. Si la situation semble s'aplanir vis-à-vis de l'Union Européenne, les tensions sont vives vis-à-vis de la Chine. Notre vigilance quant à l'évolution des négociations commerciales se renforce donc. Un scénario de surenchère protectionniste qui finirait par altérer la dynamique d'investissement ne peut être totalement écarté.

En Europe, la tournure des événements durant l'été, autant sur le plan politique qu'économique, est venue conforter notre analyse sur les opportunités et les risques propres à notre principale zone d'investissement. Nos conclusions brossées en juin dernier mettaient en avant la bonne forme des économies de la zone euro, avec une diffusion des progrès conjoncturels sur les fondamentaux structurels. Pour autant, nous faisons preuve de prudence sur la pérennité de ce cycle à la vigueur inédite et présagions à juste titre que les événements politiques (Italie, Espagne, Conseil européen) et les crispations commerciales viendraient quelque peu obscurcir l'horizon. Sur le plan conjoncturel, la croissance économique a marqué le pas sur le premier semestre après une année faste en 2017. La publication d'une croissance du PIB sans relief pour le deuxième trimestre consécutif (+0,4%) témoigne à nouveau de cette modération.

Enfin, l'actualité politique a été tout aussi agitée sur le début de la période estivale. Tout d'abord, avec un gouvernement italien à plusieurs visages qui souffle le chaud et le froid sur ses intentions de politique économique à l'approche de la présentation du budget de l'année prochaine. Dans la péninsule ibérique, un gouvernement sans majorité en remplace un autre. La nomination de Pedro Sanchez à la tête du gouvernement espagnol, suite à une motion de défiance à l'encontre de Mariano Rajoy, et la multiplication des promesses sans lendemain législatif, en l'absence de majorité parlementaire, laissent augurer d'un scrutin anticipé. Enfin, l'incertitude politique a même touché l'Allemagne, un pays souvent cité en exemple pour la stabilité de ses institutions, à la fin du mois de juin. Ainsi, le gouvernement de coalition, mené par Angela Merkel, s'est presque fissuré autour de la politique migratoire, avant de se raviser à l'issue du Conseil européen.

En Asie, notre prudence renouvelée vis-à-vis de l'économie chinoise reste justifiée au regard des développements de l'été. Les autorités chinoises ont multiplié les actions à la fois monétaires et budgétaires pour soutenir une activité en ralentissement. La croissance annuelle du PIB s'est modérée à 6,7% au deuxième trimestre et l'investissement affiche en juin son plus faible rythme de croissance annuelle depuis la fin des années 1990 (6%). Ce contexte de modération de la croissance fait ressortir les vulnérabilités d'un modèle fondé sur un fort niveau d'endettement. Ainsi le nombre d'entreprises en situation de défaut sur leur dette est en nette progression, exacerbant le risque financier chinois.

Par ailleurs, des signaux faibles de risques que nous avons identifiés tendent à se matérialiser. Comme par exemple, en Australie, où les fragilités du secteur immobilier se manifestent dans l'évolution des prix au niveau national qui se sont contractés au deuxième trimestre pour la première fois en 6 ans, suite à la mise en place en 2017 de mesures macroprudentielles (restrictions des conditions d'octroi de crédit, restriction des achats étrangers).

Equipes de Gestion et de Recherche Macroéconomique de Covéa Finance
Achévé de rédiger le 16/08/2018

Retrouvez l'ensemble de nos analyses sur notre site internet www.covea-finance.fr

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 7 114 644 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Il contient des opinions et analyses conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit. Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Toute reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.