

LES MARCHES FINANCIERS AU PREMIER TRIMESTRE 2018 :
BILAN ET PERSPECTIVES

Avertissement : Le contenu de cette note est uniquement diffusé à des fins d'informations générales et ne tient pas compte de vos circonstances personnelles ou de vos objectifs d'investissement. Bien que les informations diffusées proviennent de sources que nous considérons comme fiables, ni YCAP ni les rédacteurs de cette note ne peuvent garantir leur exactitude et leur exhaustivité. Cette recommandation n'est pas un conseil en investissement. L'investisseur reste seul et unique juge de l'opportunité des opérations qu'il pourra être amené à conclure et doit impérativement apprécier ses choix d'investissement en fonction de sa situation financière, de son expérience et de ses objectifs personnels en matière de placement (notamment en termes de degré d'acceptation du risque de perte en capital et de durée d'investissement envisagée).

La présente note vise à présenter de manière synthétique : (i) les principales évolutions des marchés de capitaux au premier trimestre 2018 (ii) les principaux thèmes et événements qui ont guidé les investisseurs (iii) les perspectives que l'on peut dessiner pour le deuxième trimestre (iv) les classes d'actifs et idées d'investissement que nous privilégions actuellement.

1. Les principales évolutions des marchés financiers au Q1 2018

Indice	Devise	Janvier	Février	Mars	Q1 2018
CAC 40	EUR	3,21%	-2,92%	-2,70%	-2,51%
Eurostoxx50	EUR	3,09%	-4,61%	-2,18%	-3,80%
S&P 500	USD	5,73%	-3,69%	-2,54%	-0,76%
Nikkei 225	JPY	1,47%	-4,41%	-2,04%	-4,98%
Nasdaq 100	USD	8,70%	-1,22%	-3,94%	3,15%
MSCI Emerging Markets	USD	8,33%	-4,61%	-1,86%	1,42%
MSCI World	USD	5,28%	-4,14%	-2,18%	-1,28%
Investment Grade Europe	EUR	-0,27%	-0,01%	-0,12%	-0,40%
Investment Grade US	USD	-1,20%	-2,07%	0,33%	-2,92%
High Yield Europe	EUR	0,18%	-0,61%	-0,13%	-0,56%
High Yield US	USD	0,45%	-0,93%	-0,56%	-1,04%
Or	USD	2,34%	-1,76%	0,41%	0,95%
Pétrole (Brent)	USD	3,98%	-5,49%	7,25%	5,40%
EUR/USD	-	3,41%	-1,77%	1,07%	2,66%
JPY/USD	-	3,21%	2,35%	0,38%	6,03%
GBP/USD	-	5,02%	-3,04%	1,85%	3,71%
CHF/USD	-	4,65%	-1,41%	-0,95%	2,19%

Indices Total Return. Source : Bloomberg

2. Les principaux thèmes et événements qui ont guidé les investisseurs au Q1

Les marchés actions ont baissé pendant le trimestre écoulé : -0,8% pour le S&P 500 et -3,8% pour l'Euro Stoxx 50 et il s'agit de la première baisse trimestrielle depuis le Q3 2015. Durant cette période de 9 trimestres allant jusqu'à fin 2017, la progression avait pratiquement atteint +40%. Cette baisse des marchés actions a davantage pris la forme d'un repli du multiple de capitalisation que d'une correction liée à la baisse des profits attendus.

Quatre thèmes notables ont à notre sens marqué ces trois derniers mois : (i) les craintes sur la résurgence de tensions inflationnistes et de hausse de taux ; (ii) le retour de la volatilité sur les marchés actions après une année 2017 atypique ; (iii) les soubresauts liés aux effets d'annonce de Donald Trump, principalement sur la politique commerciale ; (iv) la baisse des valeurs technologiques en fin de trimestre.

- (i) Le compte-rendu du dernier comité de politique monétaire de la Réserve fédérale a convaincu de nombreux analystes que le resserrement monétaire serait probablement plus marqué que prévu en 2018, n'écartant pas quatre hausses de taux directeurs sur l'année pour certains. Le ton général s'est voulu plus optimiste sur les niveaux de prix et d'activité. Si les membres ne s'accordent pas sur une trajectoire claire de l'inflation à moyen terme du fait de la difficulté nouvelle à appréhender ses ressorts, les prévisions de croissance du PIB ont été revues en hausse à la faveur, notamment,

des effets qui pourraient résulter de la relance Trump à contrecycle (baisse massive des impôts, plan d'infrastructures). Dans ce contexte, les taux longs à 10 ans ont atteint un plus haut à 2.95% avant de refluer (2.74% en fin de trimestre).

- (ii) Dans le sillage du décrochage de la Bourse de New-York des 2 et 5 février (baisse de plus de 7%), l'ensemble des places mondiales ont vu décroître leurs valorisations dans des proportions similaires. Le déclencheur a été la publication de chiffres meilleurs qu'attendus concernant les créations d'emplois et l'augmentation des salaires aux Etats-Unis, faisant craindre une résurgence de l'inflation plus rapide et plus prononcée. A cette réévaluation des anticipations de hausses de prix se sont sans doute ajoutés des débouchements automatiques de positions au sein de certains fonds du fait de l'atteinte de seuils de volatilité. Alors que le VIX (indice de mesure de volatilité) s'était maintenu en 2017 sur des niveaux historiquement bas (11.1 en moyenne annuelle), il s'est en effet brusquement réveillé, progressant au-dessus de 50. Dans un environnement économique mondial porteur où les forces déflationnistes structurelles (mutations digitales et technologiques, vieillissement de la population, surendettement généralisé) semblent temporairement reléguées au second plan, ce choc de marché peut donc s'interpréter comme une réévaluation des risques.
- (iii) Les investisseurs ont fait face en mars à un nouveau motif d'inquiétude : la mise en application des promesses protectionnistes du candidat Trump. La réaction initiale a été immédiatement négative mais suivie par une prise de recul de la part des marchés, qui ont cherché à évaluer le risque principal d'une escalade de mesures de rétorsion qui serait préjudiciable à l'économie mondiale. S'agit-il d'une manœuvre visant à faciliter les renégociations à venir des grands accords de libre-échange, notamment l'Alena avec le Canada et le Mexique, d'une volonté de contenter une certaine frange de votants dans l'optique des élections de mi-mandat de novembre prochain ? Ou découlent-elles d'une conviction plus profonde qui voit dans le libre-échange un modèle économique responsable d'un solde commercial américain structurellement déficitaire et de la désertification de bassins industriels entiers ? C'est probablement tout à la fois une habile stratégie de négociation de Trump et une remise en question plus profonde du bien-fondé de la mondialisation. Les marchés sont actuellement en train d'évaluer la probabilité d'une résurgence de conflits commerciaux entre les Etats-Unis d'une part, et l'Union Européenne et la Chine d'autre part.
- (iv) Depuis son plus haut du 12 mars, le Nasdaq a perdu 8%. Le secteur technologique est avec le secteur industriel, celui qui a le plus bénéficié de la mondialisation. Les risques de guerres commerciales sont donc particulièrement importants pour la tech. Naturellement il y a aussi des risques idiosyncratiques : projet d'imposition du chiffre d'affaires en Europe, remise en cause de positions dominantes, problème de confidentialité des données qui peut fragiliser le business model, etc... A ce titre, il convient de distinguer les valeurs pour lesquelles les investisseurs questionnent le *business model* et/ou la valorisation (Tesla, Netflix, Snap, Twitter, Facebook dans une moindre mesure...) et celles perçues comme plus solides (Apple, Google, Microsoft,...).

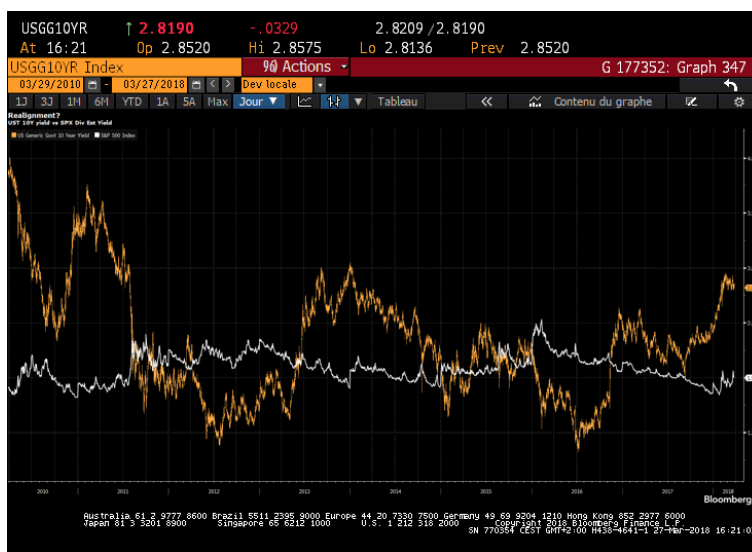
Aux Etats-Unis, on assiste à la fois à un aplatissement de la courbe (l'écart entre les taux à 10 ans et à 2 ans est proche de 50 points de base, son plus bas niveau depuis 2008 ; cet aplatissement annonce traditionnellement un cycle de croissance en phase de maturité) et à un écartement du spread entre le taux à 10 ans et le rendement des dividendes.

Écart de taux 10 ans – 2 ans aux Etats-Unis



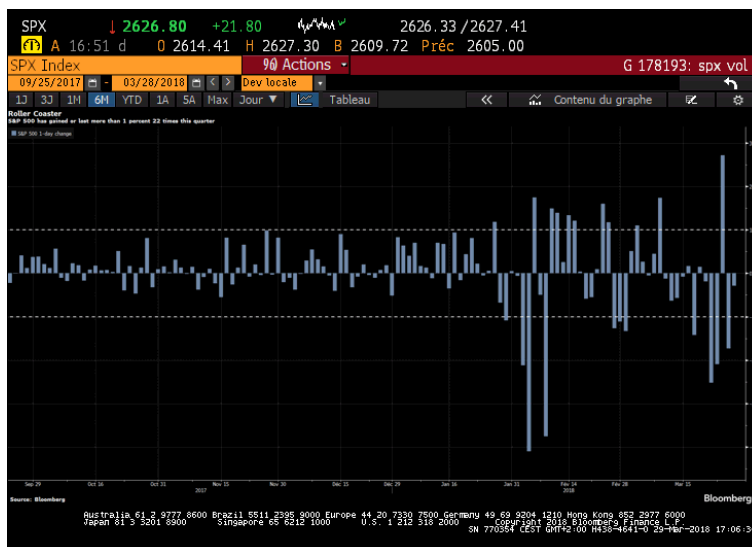
Source : Bloomberg

Taux US à 10 ans vs. rendement des dividendes : vers un réalignement ?



Source : Bloomberg

Signe du regain de la volatilité, le S&P a connu 22 séances avec des variations supérieures à 1% au Q1 :



Source : Bloomberg

3. Les perspectives que l'on peut dessiner pour le deuxième trimestre

Quatre grands thèmes vont à notre sens rythmer le deuxième trimestre : (i) la croissance américaine et le calendrier de hausse de taux ; (ii) la zone euro et l'Italie (iii) la Chine (iv) les risques géopolitiques

3.1. La croissance américaine et les hausses de taux

La croissance américaine accélère avec un rythme de croisière de 3% environ, un stimulus fiscal de \$1.500 milliards à contrecycle et un risque de surchauffe. Cela pourrait inciter la Fed à accélérer le rythme de hausse de taux.

En 2017, les Etats-Unis avaient connu une situation assez particulière : les marchés d'actions et d'obligations envoyaient des messages contradictoires. Les marchés étaient extrêmement positifs sur les perspectives de l'économie américaine. A l'inverse, les taux d'intérêt ne bougeaient pas sur le marché obligataire malgré trois hausses de taux consécutives par la Fed. En théorie, cela suggère que le marché attendait une récession dans un horizon d'un an. Il y avait là une incompatibilité de message. Aujourd'hui, on assiste à une sorte de réconciliation. L'inflation commence à donner des signes d'accélération, la croissance américaine est solide : il est donc logique que les taux d'intérêt remontent (l'effet est surtout observable sur le taux à 2 ans).

Pour l'instant, cette hausse des taux d'intérêt américains est encore modeste. Il ne serait toutefois pas souhaitable qu'elle se fasse de manière désordonnée et trop rapide car cela pourrait compromettre la reprise du commerce mondial qui est pour une bonne part menée par les pays émergents. Ces derniers se financent en grande partie en dollars sur les marchés internationaux pour soutenir leur croissance et sont donc dépendants du niveau des taux d'intérêt américains.

A noter que d'après le Bureau of Labor Statistics le pourcentage de personnes qui ont trouvé un emploi, alors qu'ils n'en cherchaient pas activement le mois précédent, est au plus haut historique. Il y a donc bien une partie des inactifs qui reviennent sur le marché du travail, et cela se fait à un rythme inhabituellement élevé. C'est cohérent avec la vue de Janet Yellen qui parlait de réserves sur le marché de l'emploi. Cela explique la faiblesse de l'inflation dans un environnement de plein-emploi apparent.

3.2. La zone euro et l'Italie

La zone euro connaît sa reprise la plus forte depuis le début de la crise de 2008. Il faut noter que cette reprise concerne tous les pays de la zone à des degrés divers. Cependant, deux éléments pourraient faire peser un risque sur cette reprise.

Une hausse de taux trop rapide aux Etats-Unis pourrait, dans une certaine mesure, se traduire par une hausse des taux européens qui risquerait de compromettre l'investissement.

La seconde variable est la baisse du dollar, à laquelle on assiste depuis quelques mois et que visiblement rien ne vient interrompre. Elle pourrait heurter la compétitivité des produits européens et devenir gênante pour la Banque centrale européenne. La forte hausse de l'euro pourrait contrarier la BCE dans son projet de normalisation monétaire car toute hausse de taux alimenterait encore une hausse de l'euro.

En Italie, un risque politique subsiste avec l'absence d'une solution de coalition claire et un niveau élevé de députés populistes. Le sort des banques italiennes n'est pas totalement réglé et la dette n'est toujours pas soutenable compte tenu de la croissance atone (0.8% prévu en 2018). Au-delà de l'Italie, certaines banques européennes doivent encore assainir leurs bilans.

3.3. La Chine

Compte tenu du niveau d'endettement privé, du *shadow banking* et de la volonté de Pékin de durcir les conditions de financement, afin de contenir la croissance du crédit, la Chine demeure un sujet à surveiller pour les investisseurs. Cependant, la qualité de la croissance chinoise s'est améliorée car la reflation soutient les bénéfices des entreprises et donc la gestion durable de la dette. Il faudra surveiller les indicateurs comme les PMI, les prix à la production ou les réserves de change qui pourraient provoquer des secousses ponctuelles.

3.4. Les risques géopolitiques

Les tensions géopolitiques sont fortes dans plusieurs régions du monde. Elles peuvent accroître le risque de cyber-attaques, des fins idéologiques venant s'ajouter aux visées purement criminelles. La montée des thèses protectionnistes ou populistes accroît la probabilité de politiques commerciales qui, si elles se concrétisaient, altéreraient très significativement les marchés (commerce mondial, pays émergents...). Enfin, de nombreux problèmes économiques structurels restent à résoudre, à commencer par les excès d'endettement public ou privé y compris dans de grands pays émergents comme la Chine. La remise en cause de l'accord iranien, désormais probable après la nomination de John Bolton comme conseiller à la Sécurité nationale de Trump, pourrait déstabiliser la région.

4. Les classes d'actifs que nous privilégions actuellement

4.1. Les actions japonaises

Depuis 2012 et le début des Abenomics (politique économique du premier ministre Shinzo Abe), la Banque du Japon (BOJ) mène une politique monétaire très accommodante et a mis en place des taux d'intérêts négatifs en janvier 2016. Les pressions déflationnistes semblent désormais appartenir au passé, tandis que la double impulsion née du redressement de la confiance des entreprises et du sentiment des consommateurs dope la croissance de l'activité.

Entre la baisse importante de l'impôt sur les sociétés, les incitations fiscales à relever les salaires, l'amélioration de la gouvernance et les mesures prises pour que les fonds de pension investissent massivement en actions, le premier ministre a imposé un traitement de choc visant à un véritable bouleversement de la culture d'entreprise.

Face à l'embellie de la conjoncture, les investisseurs commencent à s'intéresser de nouveau au pays, où les valorisations semblent de plus en plus attractives et où l'amélioration de la conjoncture est nette. Après avoir réduit leurs capacités et fermé des usines, les entreprises japonaises sont désormais plus agiles. Une véritable culture de la rentabilité et de l'actionnaire se diffuse, d'autant que de nouvelles primes pour une meilleure gouvernance ont encouragé les entreprises à se concentrer sur les dividendes. Les sociétés voient leurs profits augmenter, une bonne dynamique favorisée par l'évolution du marché de l'emploi. Par ailleurs, le départ en retraite de nombreux *baby boomers* contribue à réduire une bonne partie des inefficiences et de la bureaucratie traditionnellement associées aux entreprises japonaises.

Alors que les actions américaines affichent des valorisations de plus en plus tendues et que les valeurs européennes ont déjà signé un beau parcours depuis l'été 2016, les actions japonaises figurent parmi les moins chères des marchés développés, aussi bien par rapport à celles d'autres pays que par rapport à la moyenne historique du pays.

Les craintes des investisseurs se sont jusqu'ici concentrées sur la démographie en berne et le ralentissement induit de la productivité. Un élément souvent ignoré est toutefois la forte augmentation du taux de participation à l'emploi des femmes (obtenue grâce à de nouvelles lois et à des investissements importants dans le développement de crèches) qui compense la faible natalité.

Trois éléments devraient contribuer à la hausse des actions japonaises en 2018 : (1) les réformes pro-business du gouvernement Abe (2) la politique monétaire accommodante qui porte ses fruits (relance du crédit et éloignement de la déflation) (3) la bonne spécialisation sectorielle du Japon avec l'essor de la robotique.

4.2. Les actions russes

Après deux années difficiles, la Russie bénéficie aujourd'hui de la remontée des cours du pétrole autour de \$70 après l'accord intervenu avec l'OPEP et une stabilisation de l'offre. La Russie voit sa situation sur la scène extérieure s'améliorer un peu, du fait d'un certain succès en Syrie et une stabilisation de ses relations avec l'Europe. Un éloignement de l'Europe et des Etats-Unis pourrait permettre un rapprochement ultérieur entre l'Europe et la Russie et une levée des sanctions. Le pays jouit d'une stabilité politique : le niveau de popularité du président Poutine est en forte hausse depuis 4 ans et il a été brillamment réélu en mars 2018.

Les indicateurs avancés de l'économie russe montrent une accélération de la croissance et tous les voyants sont au vert : chômage en retrait, baisse ses taux par la banque centrale, soutien des prix du pétrole par l'OPEP, entreprises peu endettées. L'inflation baisse depuis fin 2015 ce qui permet de créer des marges de manœuvre pour la Banque Centrale au niveau de sa politique monétaire. La Banque centrale russe a ainsi baissé sept fois son taux directeur depuis 2017. À 10% en janvier 2017, il avait perdu plus de 2 points à la fin de l'année. Début février 2018, il a été abaissé de 25 points de base à 7,50%. Les entreprises russes abordent le rebond économique sur une base saine : elles se sont largement désendettées au cours des deux dernières années. La transmission de la politique de la banque centrale russe sera donc efficace.

Les actions russes se négocient actuellement 6x les bénéfices 2018 et le rendement du dividende moyen ressort à 5%. Trois éléments devraient contribuer à la hausse des actions russes en 2018 : (1) la stabilité politique (2) la politique monétaire accommodante qui porte ses fruits (relance du crédit) (3) la bonne spécialisation sectorielle de la Russie avec le l'énergie et les services financiers, deux secteurs bien orientés.

4.3. Les actions à dividendes élevés

Actuellement, le faible niveau des taux d'intérêt accroît l'attractivité de l'ensemble des actifs à rendement élevé. Certaines valeurs se distinguent par un niveau de dividende élevé. Il s'agit en général de sociétés matures, reversant une partie importante de leurs bénéfices à leurs actionnaires (en raison notamment de leurs besoins limités en matière d'investissement). Les valeurs de rendement sont plus particulièrement présentes dans les secteurs de la télécommunication et le service aux collectivités.

Depuis la création du CAC 40 en 1988, l'indice a été multiplié par 5 mais si on réintègre les dividendes, l'indice a en fait été multiplié par 12. Les études académiques montrent que les dividendes versés représentent en moyenne 60% de la performance des actions. Naturellement, le critère clé est la pérennité du dividende : mieux vaut donc privilégier les sociétés les plus sûres et éviter les entreprises fragiles : le dividende n'est pas toujours acquis, il peut être annulé si l'entreprise traverse une mauvaise passe. Dans la construction d'un portefeuille robuste, il convient donc de cibler les sociétés de qualité supérieure dotées de dividendes stables et pas seulement isoler les titres exclusivement sur la base de distributions et de rendements actuels et potentiels élevés.

Parmi ces actions, on peut par exemple citer : Total (dividende de 5.4%), Rio Tinto (5.9%), Engie (5.1%), Roche (3.8%), ING (4.9%), Orange (5.1%), Endesa (7.7%), Aena (4.0%), Enel (5.3%) et Telefonica (5.0%).

4.4. Les obligations High Yield européennes

Cette classe d'actifs bénéficie toujours de solides facteurs de soutien. D'un point de vue fondamental, la capacité des entreprises HY à rembourser leur dette poursuit son amélioration, du fait de coûts de financement extrêmement favorables. Leur liquidité tend à progresser : le pourcentage d'entreprises HY caractérisées par le profil de liquidité le plus fragile (EMEA Liquidity Stress indicator) a atteint des plus bas historiques (7% en novembre 2017). Le taux de défaut attendu reste également très faible, à 2.11% sur un an, contre une moyenne historique de 3.83% (selon les données Moody's au 31 décembre 2017). Il faut également noter, dans un contexte de hausse, probable mais mesurée, des taux, que le segment du HY a une sensibilité modérée aux taux d'intérêt.

Du côté des émetteurs financiers, on note un renforcement notable et durable de la situation financière du système bancaire européen. En effet, les indicateurs de suivi de l'EBA montrent une augmentation significative et continue du niveau des fonds propres et de la qualité des actifs à l'échelle de l'Union européenne. Dans le contexte actuel, il est capital d'analyser finement les fondamentaux d'un émetteur pour éviter un défaut qui pourrait durablement affecter la performance d'un fonds HY. C'est vrai pour les entreprises mais aussi pour les banques, qui représentent le quart du benchmark. Pour le cas spécifique des banques, le risque réel de perte sur une obligation est imputable soit à un manque de solvabilité, soit à une crise de liquidité.

Les risques pour cette classe d'actifs sont d'une part l'élargissement des spreads, qui peut être beaucoup plus rapide que la remontée des taux, et d'autre part l'augmentation des taux de défaut. Au cours du cycle de crédit, ces deux risques sont à leur maximum lorsque l'endettement des entreprises émettrices a sensiblement augmenté et que celui-ci provoque dans les 12 à 18 mois une remontée des spreads et une augmentation des taux de défaut. Il importe donc de ne pas investir au cours des périodes d'élargissement des spreads pour optimiser de manière significative les rendements sur la durée totale du cycle.

Parmi les émetteurs que nous privilégions : Picard, Loxam, Lecta, Verisure, Europcar, Paprec, Eurofins, Air France.
