



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Éditorial du 31 juillet 2018

Retour rapide sur l'allocation d'actifs du 1^{er} semestre 2018

I Analyse fondamentale

Dans l'ensemble, nous avons signalé en fin d'année dernière, le maintien d'un assez bon niveau de croissance mondiale (croissance annualisée en volume de l'ordre de 4% en PPA), sans accélération et c'est ce qui s'est produit.

En revanche, la répartition de la croissance a été quelque peu différente de ce que nous envisagions. L'activité aux USA a été plus forte (3% au S1 vs 2,5% prévus) et elle a été plus faible en zone euro (moins de 2% vs 2,5% prévus).

En Chine, nos prévisions ont été correctes (6,5% de croissance, avec une légère décélération au T2). Pour les autres grands pays émergents, nous n'avions pas prévu en début d'année les grosses difficultés enregistrées par des pays comme l'Argentine ou la Turquie au 2^{ème} trimestre, mais qui ont été dues pour l'essentiel à des difficultés politiques internes, accentuées par le resserrement des conditions financières américaines.

Nous avons anticipé une remontée seulement très graduelle de l'inflation, en dépit des craintes manifestées en début d'année et c'est ce qui s'est produit (l'inflation sous-jacente en Zone euro se situe à 1,1% en mai, soit son niveau de 2016), même aux USA¹.

Concernant la guerre commerciale, nous avons dès le départ exclu un impact macro substantiel immédiat².

II Stratégie d'investissement

Nous étions neutres (en allocation stratégique³) et négatifs (en allocation tactique) en début d'année sur les actions mondiales (sentiment de marché trop élevé, bonnes nouvelles déjà priced et

¹ Voir notamment notre éditorial du 8 janvier : « 2018, retour de l'inflation ? Et que faire ? »

² Chronique hebdo du 5 mars ; « Il paraît qu'une guerre commerciale se prépare : tous aux abris ? ». En revanche, la thématique a pesé sur le marché actions via le recul de l'appétit pour le risque et nous l'avons intégré dans notre allocation tactique (tableaux de bord de mars, mai et juin).

³ Rappelons que l'allocation stratégique a un horizon de 6/12 mois (revue Asset Allocation) et que l'allocation tactique a un horizon d'un mois (revue tableau de bord).

valorisations américaines excessives). Ceci s'est révélé justifié après la correction du 26 janvier-7 février (-10,2% sur le SP 500 en dollars et -9% sur le MSCI World en euros).

Nous sommes revenus sur les actions dès le 7 février⁴, estimant que cette « correction devait être considérée comme un point d'entrée sur les marchés ». Cela s'est révélé pertinent (+ 8% sur le MSCI monde après). Nous sommes simultanément passés sous-pondérés sur le cash, ce qui a été également fondé.

De plus, nous sommes passés de neutre à long sur les matières premières au début février, ce qui était justifié (+6% pour l'indice CRB), avec en particulier une surpondération du pétrole (+24%) et une sous pondération de l'or (-0,8%).

Ajoutons que nous sommes restés sous-pondérés sur les Govies durant tout le S1 (+1,1% au S1, largement sous les actions), ce qui était également approprié.

S'agissant du crédit, notre position de neutralité nous semble avoir été justifiée (-0,4% au niveau mondial) d'autant que cette classe d'actifs s'est révélée assez résiliente et peu volatile.

Rappelons aussi que nous sommes restés long sur les obligations convertibles, même si la performance des obligations convertibles européennes s'est révélée inférieure à la moyenne mondiale. Le choix de revenir neutre au début février sur les obligations indexées était également justifié.

Nos choix sur les grandes parités se sont révélés moins heureux. Nous sommes restés long (en allocation stratégique) sur l'euro au S1 alors qu'il a baissé de 1% en termes effectifs. Nous avons toutefois bien insisté en début d'année sur le fait que l'euro-dollar (se situant déjà à un niveau supérieur à 1, 20)⁵ se stabiliserait dans un 1^{er} temps contre dollar. Mais il faut reconnaître qu'il a au total baissé de 2,8% au 1^{er} semestre.

A l'intérieur des classes d'actifs, nous avons continué de surpondérer le marché actions européen, ce qui ne fut fondé qu'entre le début mars et la mi-mai, la crise politique italienne mettant un brutal et profond coup d'arrêt à cette évolution. Sur l'ensemble du semestre, la performance totale de l'Eurostoxx n'a été que de 0,4% vs 2,7% pour le MSCI World AC.

Nous aurions dû également être plus prudents sur les actions émergentes (vis-à-vis desquelles nous sommes restés surpondérés). Celles-ci ont surperformé au T1, mais elles ont nettement sous-performé au T2. Reconnaissons cependant que nous avons eu une attitude prudente en termes tactiques à partir d'avril et que la surpondération de MSCI China au sein des émergents était fondée.

Au sein des actions américaines, nous devons reconnaître que nous n'avons jamais sur pondéré la tech, ce que nous aurions dû faire au vu de la surperformance du Nasdaq au S1. En revanche, nous avons nié l'existence d'une bulle tech⁶, thématique souvent mise en avant sur les marchés. De même avons-nous écarté l'émergence imminente d'une régulation significativement contraignante

⁴ Éditorial du 7 février : « Correction et montée de la volatilité : on fait quoi maintenant ? »

⁵ Chronique hebdo du 29 janvier : « Où va l'euro-dollar et quelles conséquences ? »

⁶ Chronique hebdo du 22 janvier ; « GAFAM : le début de la bulle cette année ? »

sur la tech, après l'affaire Cambridge Analytica⁷. Ajoutons qu'au plan tactique, nous avons le plus souvent préconisé l'achat des Small Caps (Russel 2000) ainsi que des bancaires américaines, ce qui s'est révélé pertinent.

Au sein des actions européennes, nous avons privilégié l'Italie en allocation stratégique, ce qui ne fut justifié que jusqu'à la mi-mai (crise politique). Dans plusieurs publications de la 2^{ème} quinzaine de mai, nous avons préconisé plusieurs solutions de couvertures face à l'aggravation de la situation⁸, même si notre opinion de moyen et long terme demeure celle d'une surperformance du marché italien, en fonction de la normalisation politique.

En ce qui concerne la compression des spreads souverains en zone euro (thématique centrale des Cahiers Verts depuis le S2 2012), ceux-ci ont stagné en moyenne, mais cela est entièrement dû à la crise politique italienne. Et nous restons confiants quant à la poursuite (modérée) du mouvement entamé il y a 6 ans. Notons que notre analyse de la crise italienne n'incluait pas de fort mouvement de contagion aux autres signatures périphériques, en particulier à l'Espagne⁹ et ceci s'est révélé correct. Parallèlement, notre actif favori au sein des govies européens, la dette portugaise, s'est bien tenu (le spread 10 ans avec le Bund s'est réduit de 15 pb) sur l'ensemble du semestre malgré la crise italienne.

Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie). Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.

⁷ Chronique du 16 avril ; « Facebook, la tech et le marché actions »

⁸ Chronique hebdo du 22 mai ; « Italie ; quoi de vraiment nouveau ? » et éditorial du 29 mai ; « Italie ; faisons le point calmement ».

⁹ Voir notre chronique hebdo du 4 juin ; « Et de l'Espagne, on en pense quoi ? »