

#02

SEPTEMBRE 2019

LA FRANÇAISE
SPÉCIAL RENTRÉE

 **insights**

LES ÉVOLUTIONS DE MARCHÉ À RETENIR SI VOUS AVEZ PASSÉ DEUX MOIS À LA PLAGE !

Un été 2019 compliqué au regard des rebondissements quasi quotidiens ! Sans surprise, les facteurs de risque susceptibles de provoquer du stress voire des corrections n'ont pas disparu pendant la trêve estivale.

La résilience des marchés d'actions est notable, en dépit d'une forte remontée de la volatilité. Les attentes sur la rentrée des banques centrales sont très fortes et ont, en toute logique, permis une forte détente des taux.

- De nouvelles taxes de 10 % à partir du 1^{er} septembre sur 300 mds USD d'exportations chinoises vers les US annoncées par M. Donald Trump
- Le Dollar a cassé le seuil des 7 Yuans le 4 août
- La taxe GAFA qui vise à imposer de 3 % le chiffre d'affaires des géants du numérique adoptée par le parlement français
- L'indice d'activité PMI industriel aux Etats-Unis a cassé la barre des 50 en août
- Explosion de la dette souveraine argentine suite aux 15 points d'avance du candidat péroniste contre le président actuel
- 100 % de la courbe des taux allemands affiche des rendements négatifs



LA FRANÇAISE

Chiffres de l'été à retenir !

300,
7,3

1 - LE FEUILLETON SINO-AMÉRICAIN TOUJOURS À LA UNE

Malgré les discussions menées les jours précédents, M. Trump annonce le 1^{er} août de **nouvelles taxes de 10% à partir du 1^{er} septembre sur 300 mds USD d'exportations chinoises vers les US**. Un nouvel épisode d'escalade importante dans la guerre commerciale sino-américaine est à l'œuvre. Un délai de quelques semaines dans la mise en œuvre de ces nouvelles taxes est cependant décidé. Sans doute pour en atténuer l'impact sur le consommateur américain alors que les USA sont entrés en période de pré campagne présidentielle. A noter également, le placement sur liste noire de plusieurs groupes nucléaires chinois ; ces derniers n'auront plus accès aux technologies nucléaires américaines.

La réponse chinoise est arrivée quelques jours plus tard avec de nouvelles taxes sur un panier de 75 mds USD de produits américains, de + 5 % sur le soja à + 25 % sur les voitures américaines. Le 4 août, **le Dollar casse le seuil des 7 Yuans**, alimentant les spéculations de nouvelles interventions de la Banque Centrale chinoise. La réponse des autorités américaines est immédiate : le Trésor américain accuse la Chine de manipulation de sa devise. Les marchés actions américains connaît leur pire journée de l'année et le taux 10 ans américain tombe à 1,7 %, connaissant sa plus forte baisse hebdomadaire depuis 2011.

Nous continuons de penser qu'il est de l'intérêt économique et politique des 2 parties de trouver une issue favorable et le scénario central reste que nous aurons des avancées positives dans les négociations à horizon 6 mois.

2 - DE NOUVEAUX REBONDISSEMENTS AU SEIN DU FEUILLETON EUROPE-US

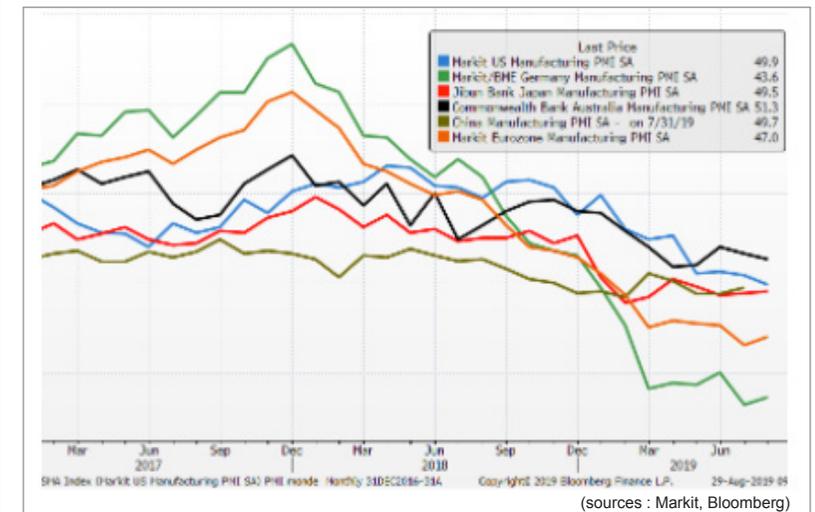
Le Parlement français a définitivement adopté **la taxe GAFSA qui vise à imposer de 3 %** le chiffre d'affaires des géants du numé-

rique. Lors du G7 de Biarritz, le France s'est néanmoins engagée à la démanteler dès qu'un accord multilatéral sera finalisé. L'administration américaine décidera quant à elle au plus tard en novembre de possibles nouvelles taxes de 25 % sur l'automobile européenne.

3 - DES ÉPISODES DOULOUREUX EN ALLEMAGNE ET AUX ÉTATS-UNIS

La récession industrielle tire la croissance mondiale vers le bas.

Évolution des indices PMI industriels



L'indice d'activité PMI industriel aux Etats-Unis a cassé la barre des 50 en août. Ce seuil indique théoriquement un passage en récession. Heureusement le dynamisme de l'activité de service demeurant la croissance reste soutenue par la demande domestique. Pour combien de temps ? Certains investisseurs sont inquiets de l'inversion de la courbe 2 ans-10 ans américaine qui indique historiquement une forte probabilité de récession aux Etats-Unis.



LA FRANÇAISE

Chiffres de l'été
à retenir !

50,15,
100

L'Allemagne connaît son neuvième mois consécutif de contraction de la production industrielle alors que cette dernière est repartie à la hausse dans la plupart des pays de la zone Euro : désormais en récession technique avec deux trimestres consécutifs de baisse du PIB, le pays est particulièrement touché sur les secteurs automobiles, chimie et produits pharmaceutiques. La relance budgétaire serait clairement opportune pour ce pays et prendrait ainsi le relais du stimulus monétaire que la BCE devrait annoncer en septembre.

4 - LA CRISE POLITIQUE ITALIENNE, COMME UN AIR DE DÉJÀ VU

Après que M. Salvini a réclamé des élections anticipées le 8 août, l'Italie s'est dotée d'un nouveau gouvernement, sous la férule d'une nouvelle coalition entre le Parti Démocrate et le Mouvement 5 Etoiles. Au final, M. Salvini ressort isolé et les actifs italiens sur-performent puisque des élections ont été évitées et que les relations avec Bruxelles seront plus apaisées !

5 - BREXIT, DEAL OU NO DEAL ?

Boris Johnson, Premier Ministre fraîchement nommé, n'a pas hésité à demander la suspension du Parlement britannique, provoquant une vive réaction de la classe politique et perd finalement la main après la défection de plusieurs députés de son parti. Même s'il faut rester prudent sur ce dossier, la probabilité d'un Brexit sans accord au 31 octobre est désormais réduite. L'incertitude n'en reste pas moins grande et cela continuera à peser sur l'économie du Royaume-Uni.

6 - L'ARGENTINE, LA SURPRISE ÉMERGENTE DE L'ÉTÉ

A la surprise générale, les primaires du 11 août en Argentine ont donné **15 points d'avance au candidat péroniste contre le président actuel**, faisant exploser les rendements de la dette souveraine et s'effondrer le peso argentin : le gouvernement de M. Macri a rapidement demandé au FMI de rééchelonner sa dette en échange d'une cure d'austérité budgétaire, tentant ainsi d'apaiser les marchés.

CONCLUSION

Au global, dans cet environnement d'aversion au risque, les performances obligataires ont été impressionnantes au cours de l'été : 100 % de la courbe des taux allemands affiche des rendements négatifs. L'Europe est désormais plus avancée sur ce point que le Japon et les partisans de la théorie de la stagnation séculaire en Europe se redressent !

Les marchés actions ont fait preuve d'une résistance étonnante et on peut s'interroger sur le message radicalement différent désormais délivré par les actions d'une part et les taux d'état de l'autre.



LA FRANÇAISE

TAUX ET INFLATION

Le ralentissement industriel et la guerre commerciale pèse sur l'activité. Toutefois, nos attentes en termes de croissance pour 2019 demeurent à 2,3 % aux Etats-Unis et 1,1 % en zone Euro. La dynamique de la consommation porte l'activité des services dans la plupart des économies. Plusieurs menaces pèsent également sur la croissance et la balance des risques s'est particulièrement dégradée sur l'été avec l'escalade de la guerre commerciale, un Brexit "dur" plus probable, les difficultés de l'économie allemande et des anticipations d'inflation très basses.

La rentrée des Banques Centrales est donc très attendue, en particulier celle de la BCE. Nous sommes convaincus que M. Draghi et son équipe annonceront en septembre un stimulus monétaire de taille. Mais la politique monétaire seule ne sera peut-être pas suffisante : il convient d'être attentif aux velléités de relance budgétaire, que le gouvernement allemand ne fait qu'évoquer à ce stade et que M. Trump pourrait annoncer dans la dernière année de son mandat en cours.

NOS CONVICTIONS

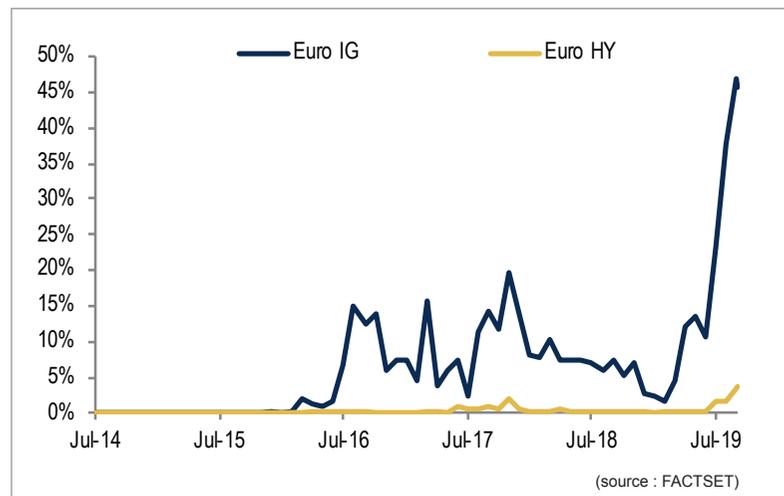
Même si les niveaux actuels pourraient marquer des points bas à court terme, les taux cœureront en territoire négatif et les dettes périphériques seront soutenues par le ton accommodant de la BCE. Les anticipations d'inflation pourraient rebondir... de façon ponctuelle ; nous ne percevons, en effet, aucun signe structurel de tension inflationniste.

Trois facteurs de risque peuvent être associés à notre scénario : des mesures de relance budgétaire, une déception sur les attentes des Banques Centrales et des surprises positives sur la macro-économie. Malgré les niveaux de taux historiquement bas, il nous semble toujours opportun de maintenir une duration positive dans les portefeuilles.



LE MARCHÉ DU HIGH YIELD

Pourcentage de l'univers crédit au taux négatif



Le bilan sur le marché High Yield a été plutôt contrasté. Alors que la performance du segment des notations BB a été impressionnante, celle des signatures de moindre qualité (B et CCC) a été plutôt décevante. Ce segment a été fortement pénalisé par les incertitudes sur la guerre commerciale qui pèsent sur l'économie mondiale. A cela s'ajoutent aussi les risques géopolitiques liés notamment au Brexit.

Dans la même lignée, les secteurs les plus cycliques comme l'énergie, l'automobile, la chimie, ou les matières premières ont été également fortement pénalisés par les incertitudes économiques et commerciales.

Cette aversion au risque se concrétise par des courbes de rendement sur les segments de signatures B et le CCC entre les maturités qui se sont inversées entre les maturités 1-3 ans et 3-5ans.

Le taux de défaut sur le marché High Yield est en légère hausse, en particulier aux USA où il est atteint 5% sur les 12 derniers mois, principalement en raison d'une hausse des défauts dans le secteur énergétique.

NOS CONVCTIONS

L'évolution du marché High Yield dans les prochains mois dépendra essentiellement des avancées sur la guerre commerciale :

- A très court terme, l'aversion au risque devra rester de mise et les flux devraient continuer de s'orienter vers la partie la plus solide du marché, les émetteurs BB.
- A horizon 6 mois, dans le cas où la guerre commerciale s'apaise et compte tenu du contexte actuel des taux et la recherche de rendement des investisseurs, nous pensons que les flux sur le High Yield peuvent s'orienter davantage sur les émetteurs les plus cycliques et les moins bien notés qui ont fortement souffert récemment.



LE MARCHÉ DE LA DETTE SUBORDONNÉE

L'été a été profitable pour les dettes subordonnées. Les performances ont en effet accéléré en raison des anticipations de relance du QE de la BCE et d'un assouplissement plus général des politiques monétaires des grandes banques centrales. La surperformance relative des dettes subordonnées par rapport au High-Yield B et CCC cyclique est à noter et s'explique par la faible sensibilité du secteur bancaire au ralentissement de la croissance mondial. Dans le même temps, la possible formation d'un gouvernement de coalition en Italie évite une nouvelle crise politique et tire à la baisse les taux d'états italiens. Comme toujours, la baisse de ces derniers a eu un impact très positif pour les valorisations des dettes subordonnées d'émetteurs italiens.

D'un point de vu spécifique, le plan de restructuration annoncé par la Deutch Bank parait ambitieux mais n'est pas salué par le marché. Certes, le risque d'exécution est important mais le management prend enfin la décision indispensable de réduire le levier de la banque à un rythme soutenu, seul salut pour la banque.

Les dettes subordonnées européennes, d'émetteurs financiers ou non-financiers, devraient selon nous profiter pleinement de plusieurs facteurs pour les mois à venir.

En premier lieu, elles offrent des rendements très attractifs alors même qu'une grande partie du gisement des dettes d'entreprises notées "Investment Grade" affichent un rendement actuariel négatif.

L'indice Bloomberg Barclays Contingent Capital, qui regroupe les dettes perpétuelles Tier 1 dites CoCos, affiche ainsi un rendement actuariel moyen de 4,00 % au 28 août 2019. (rendement au call). De plus, bien qu'elles ne soient pas directement achetées par la banque centrale, elles devraient bénéficier du mouvement général de resserrement des marges dans le cas de nouveau programme d'achat de dettes obligataires d'entreprises par la BCE.

NOS CONVCTIONS

Notre principale conviction sur le marché du crédit ainsi demeure la classe d'actif des dettes subordonnées financières de type CoCos.

Au-delà de l'argument de rendement attractif, le profil de risque crédit des banques européennes continue de s'améliorer. Si la rentabilité reste en partie contrainte par la faiblesse des taux européens, cela affecte avant tout la valorisation des actions bancaires dans la mesure où les investisseurs obligataires s'attachent surtout aux éléments de stabilité financière.

Sur ce point, nous appuyons notre conviction sur la réduction des ratios de créances douteuses (3,1 % à fin mars 2019 à l'échelle européenne d'après l'EBA contre 5,6 % trois ans auparavant) et sur l'augmentation régulière des ratios de solvabilité, que ce soit dans le cadre des textes réglementaires actuels ou bien de ceux à venir sous Bâle 4.

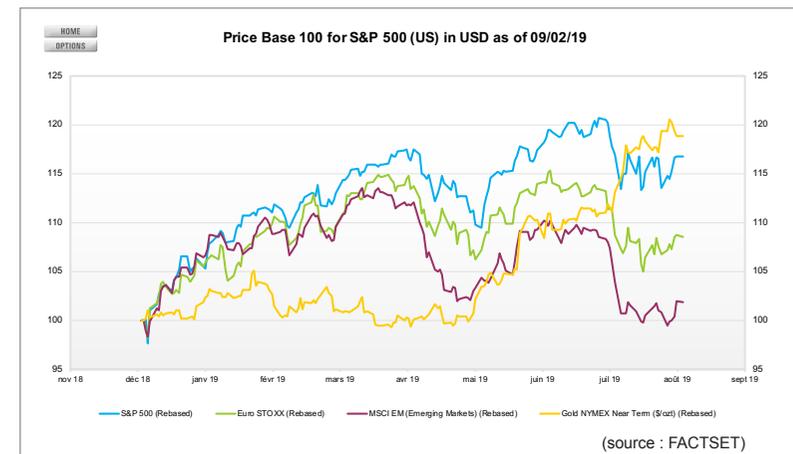


EUROPE & MONDE

Dans le contexte déjà décrit ici, les indices actions ont finalement été peu pénalisés durant l'été avec une hausse de 1,80 % pour le MSCI World du 1^{er} juillet au 30 août et une baisse de -1,04 % pour l'indice Stoxx Europe 600. Comme souvent, les indices américains se montrent plus résistants avec une hausse de +3,13 % pour le S&P 500, profitant d'une dynamique économique plus sereine. En revanche, les indices des pays émergents ont été fortement impactés en raison d'une situation de plus en plus difficile en Chine et de la crise en Argentine. Le MSCI China abandonne -4,90 % et le MSCI EM 2,84 %.

La publication des résultats du second trimestre a provoqué une poursuite des révisions baissières des prévisions pour l'exercice 2019 dans les principales zones. De plus en plus d'entreprises affichent une prudence renforcée en raison des nombreux facteurs de risque persistants (protectionnisme et Brexit principalement). Les prévisions de croissance des bénéfices par action en 2019 ont été largement revu en baisse à seulement +5,3 % pour l'Europe et à +1,70 % pour les Etats-Unis. Les attentes pour 2020 restent en revanche notoirement trop élevées et nous attendons également à cet horizon une correction significative, considérant que les problématiques actuelles auront un impact sur l'activité et en particulier sur l'investissement dans les trimestres à venir.

Aversion au risque et résistance des indices US



NOS CONVICTIONS

Nous maintenons un positionnement défensif avec une exposition actions avoisinant les 95 %.

Nous privilégions une sélection de titres fondée sur la croissance et la qualité, offrant un potentiel de forte génération de free cash-flow et des dividendes sécurisés ainsi que des entreprises présentant de fortes caractéristiques défensives. Seules quelques positions cycliques, essentiellement des sociétés ayant bien réagi aux publications du 2^e trimestre et dont la guidance nous semble satisfaisante, sont conservées.

D'un point de vue sectoriel, nous restons positifs sur les secteurs des services publics et de l'immobilier qui bénéficient de la baisse des taux, dans une moindre mesure sur l'agro-alimentaire.

D'un point de vue géographique, nous sous-pondérons les marchés émergents en raison des tensions commerciales mais aussi en raison des manifestations à Hong Kong qui renforcent le climat d'incertitude politique en Asie. Nous privilégions la zone Amérique du Nord dont la croissance économique nous paraît pour le moment la plus résiliente.



PETITES CAPITALISATIONS

Le marché des petites capitalisations en France a été bien sûr marqué par le ralentissement de la croissance mondiale et le contexte de guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine.

Nous avons assisté à une dichotomie entre les grandes capitalisations et les plus petites valeurs. Ainsi, si le CAC 40 s'est apprécié de 15,8 % sur 2019 en date du 30 août, les indices CAC Small et PME 150 ont enregistré quant à eux, une hausse respective de 5,24 % et 7,94 %.

L'explication réside sans aucun doute dans les importants retraits dans les fonds de petites valeurs qui ont été effectués depuis 18 mois en relation avec l'habituelle aversion au risque qui caractérise ce type d'actif.

Cette moindre performance rend selon nous les petites capitalisations attrayantes. Ainsi, pour l'année 2020, le P/E ratio de l'indice CAC Small s'établit en ligne avec celui des grandes capitalisations à 13,9 contre 13,4 pour celui du CAC 40. En revanche, les prévisions de bénéfices pour 2020 sont largement à l'avantage des petites valeurs à +30,7 % contre 11,25 % pour l'indice CAC 40.

NOS CONVICTIONS

En fonction des éléments macro-économiques et géopolitiques de ces prochains mois, nous orienterons nos investissements soit vers des secteurs plus défensifs à savoir l'agro-alimentaire et la pharmacie ce que nous avons déjà très ponctuellement commencé à faire soit un retour vers des valeurs plus cycliques.

En effet, un ralentissement ne se transforme pas nécessairement en récession qui sont souvent néfaste dans un premier temps pour les marchés actions pour n'être en fait qu'un simple mouvement de respiration comme cela arrive fréquemment.



LA FRANÇAISE

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

Publication éditée par La Française, Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € - RCS : 480 871 490

XX3392 - SEPTEMBRE 2019

Directeur de la publication : Jean-Luc Hivert
Responsable de la rédaction : Caroline Babouillard
Chef d'édition : Marion Lévêque
Maquette : Wanda Le Sauze

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française.