

#04

DÉCEMBRE 2019

LA FRANÇAISE
LETTRE SPÉCIALE

insights

PERSPECTIVES 2020

D'un point de vue fondamental, l'environnement global plaide pour des taux durablement bas. La recherche de rendement reste d'actualité, y compris sur des actifs plus risqués.

- Une convergence vers la croissance potentielle des différents pays est attendue en 2020 avec une balance des risques qui reste négative
- Des espoirs de relance budgétaire, suscités par le nouveau leadership du SPD en Allemagne et un gros point d'interrogation sur la capacité des US à livrer un nouveau plan fiscal avant les élections de novembre, constituent, s'ils se matérialisent des facteurs de tensions sur les taux
- Les Banques Centrales et en particulier la FED, qui, depuis septembre, a réinitié des opérations de refinancement comme la BCE, conserveront un biais accommodant et continueront d'abonder les marchés de liquidités
- La pause récente de la FED dans la réduction de son taux directeur ne devrait pas infléchir mais atténuer les baisses de taux des principales banques centrales des pays émergents, nombreuses en 2019
- L'environnement actuel, avec un dollar et un prix du pétrole stable devrait rester peu inflationniste en 2020



LA FRANÇAISE

Dans les pays développés, le ralentissement voire la récession industrielle est toujours à l'œuvre et l'évolution du marché de l'emploi restera la clef pour monitorer le risque de contagion au secteur des services : une convergence vers la croissance potentielle des différents pays est attendue en 2020 avec une balance des risques qui reste négative. La remontée des taux d'épargne des ménages, parallèlement à la bonne tenue de la consommation est une alerte à prendre au sérieux : si elle s'avère être réellement une épargne de précaution (taux négatifs, réforme des retraites), elle ne constitue pas un réservoir de consommation future.

Le protectionnisme va rester un sujet important avant les élections américaines, même si ces dernières semaines ont montré des signes relatifs d'apaisement et continuera de peser sur la croissance, les perspectives d'investissement et la volatilité des marchés. Cette menace demeurera omniprésente dans la balance des risques des Banques Centrales.

Du point de vue des politiques monétaires durablement accommodantes dans le temps, deux camps s'opposent dans le marché :

- Leur effet vertueux laisse perplexe bon nombre d'intervenants quant à leur capacité à répondre à la problématique du ralentissement global de la croissance et à l'inflation plus faible que souhaitée.
- A l'inverse, elle convainc toujours une partie des investisseurs de ses bienfaits avec effets retard pour la croissance en 2020.

Nous pensons que la politique monétaire a effectivement ses limites : les membres de la BCE se sont largement exprimés en ce sens. Le relais doit être pris par la politique fiscale, d'autant que le message de M. Draghi, en relançant le programme d'achats d'actifs pour une durée illimitée, était bien de créer des conditions durables de refinancement à bas coût pour les Etats. Toutefois, il faudra du temps. Des espoirs de relance budgétaire, suscités par le nouveau leadership du SPD en Allemagne et un gros point d'interrogation sur

la capacité des US à livrer un nouveau plan fiscal avant les élections de novembre, constituent, s'ils se matérialisent des facteurs de tensions sur les taux. Le Brexit continuera d'alimenter les incertitudes et en 2020, le focus portera sur la relance fiscale, probablement bien plus qu'en zone Euro. Le Japon a d'ores et déjà annoncé un plan de relance. Les Banques Centrales et en particulier la FED, qui, depuis septembre, a réinitié des opérations de refinancement comme la BCE (qui n'a jamais cessé de le faire), conserveront un biais accommodant et continueront d'abonder les marchés de liquidités.

Il y a eu un avant et un après été 2019 pour la plupart des compagnies d'assurance : la forte baisse des taux a fortement impacté leur solvabilité que les régulateurs tiennent à stabiliser voire faire remonter. Elle pousse les assureurs vers un allongement de leurs achats, le crédit IG*, les dettes périphériques, ainsi que les banques, pour couvrir leur gap de duration actif/passif. Ces flux, massifs limitent toute tension majeure sur les taux, européens en particulier, et la compression des primes de risque périphériques ou de crédit IG*. La recherche de rendement reste d'actualité, y compris sur des actifs plus risqués.

Fin 2019, les indicateurs semblent montrer que la croissance économique des pays émergents a passé le point bas. Les prévisions économiques suggèrent une croissance 2020 proche de celle de 2019 ; le rythme trimestriel ne montre pas de rebond important. La croissance de la Chine montre un léger ralentissement entre 2019 et 2020. Cette stabilisation de la croissance reste néanmoins soumise aux tensions géopolitiques, à des progrès sur la résolution de la guerre tarifaire entre la Chine et les Etats-Unis et au maintien des politiques accommodantes des Banques Centrales. La pause récente de la FED dans la réduction de son taux directeur ne devrait pas infléchir mais atténuer les baisses de taux des principales banques centrales des pays émergents, nombreuses en 2019. Celles-ci disposent encore d'une marge de manœuvre au regard de l'évolution actuelle de leur inflation qui reste, en général, à l'intérieur de l'inflation cible des Banques Centrales. L'environnement actuel,



avec un dollar et un prix du pétrole stable devrait rester peu inflationniste en 2020. Le résultat des élections législatives, présidentielle et locale en Argentine, en Inde, en Ukraine, en Afrique du Sud, en Turquie, en Roumanie... ont pu modifier les anticipations des futures politiques économiques, comme en Argentine avec la défaite de M. Macri et le retour des péronistes au pouvoir et en Ukraine avec l'élection de V. Zelinsky et l'arrivée d'un gouvernement pro-réforme.

Les fortes tensions sociales de ces derniers mois, en réponse aux inégalités économiques, à l'austérité budgétaire, à la corruption et aux privations des libertés ont augmenté la pression sur les gouvernements et les répercussions sur les politiques économiques et budgétaires se matérialiseront sur certains pays en 2020.

Les relances budgétaires peuvent également jouer un rôle dans la reprise de la croissance économique mais elles restent limitées au pays ayant une solide base financière (endettement peu élevé, des déficits maîtrisés, un large refinancement domestique). Nous demeurons enfin positifs sur la dette émergente IG* HC.

Nous demeurons positifs sur les dettes périphériques à l'exception de l'Italie : résurgence du risque politique et fragilité de la coalition gouvernementale en place, chemin de croissance sont autant de facteurs de risque à surveiller dans les prochains mois. Notre modèle interne de valorisation suggère un scoring PUR (prime par unité de risque) toujours attractif sur la Grèce, grâce notamment à la baisse de la volatilité. L'environnement de taux cœur très bas et le programme d'achats de la BCE militent toujours pour des positions directionnelles sur ces dettes ainsi que des positions crédit IG. Toutefois la volatilité est clairement de retour sur les dettes allemande et américaine en particulier. Ces éléments militent pour des budgets de risque assez faibles sur le directionnel taux 10 ans mais les parties longues de courbe allemande nous apparaissent plutôt cher (risque de relance fiscale et signal PUR à la vente). Nous n'attendons pas de tensions inflationnistes mais l'inflation sous-jacente restera sur une tendance modérément haussière dans notre scénario : la faiblesse des valorisations sur la classe d'actifs sera source d'opportunités.



LA FRANÇAISE

La prudence tactique dérivée du ralentissement macroéconomique et de la faiblesse de la croissance des bénéfices par action n'est plus de mise. Avec des fondamentaux qui tendent à se stabiliser pour 2020, les éléments d'un "risk rally" se mettent en place pour la fin d'année et pour 2020 : optimisme sur la guerre commerciale, éloignement du "no-deal Brexit", stabilisation des indicateurs (PMI) en Europe, persistance de la croissance aux USA.

En conséquence, notre positionnement a évolué depuis la mi-octobre, rassurés par des statistiques économiques et des résultats d'entreprises moins défavorables, qui pourraient constituer des signes que la pause dans la guerre commerciale permet un arrêt de la dégradation de la dynamique économique. La saison de publications de résultats du troisième trimestre 2019 a d'ailleurs émontré une stabilisation des prévisions de croissance des résultats des entreprises du Stoxx Europe 600.

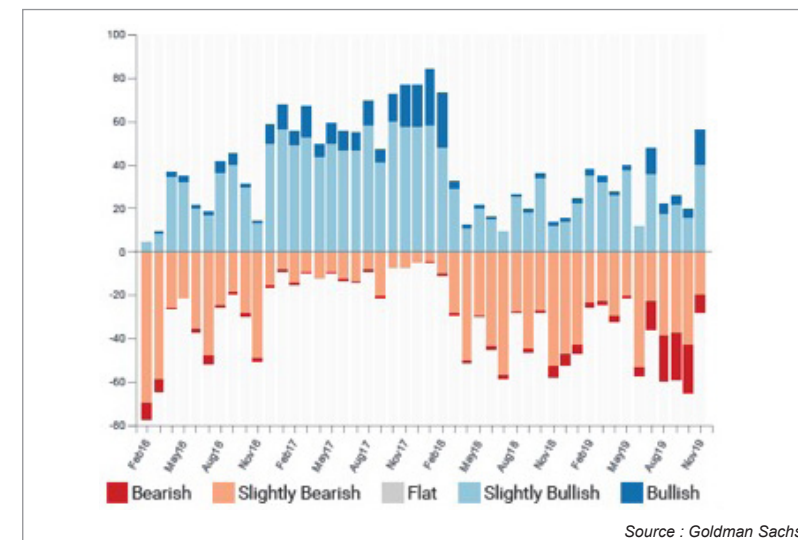
Dans ce contexte, le PE 12 mois forward du Stoxx Europe 600 s'est installé autour de 14,5x (entre son haut de fourchette de 2003-2007 et sa moyenne de 2015-2017), un niveau qui n'est pas bloquant en soi, mais particulièrement dépendant de l'évolution du risque protectionniste et géopolitique. Tant que ces sujets ne s'aggraveront pas, les actifs risqués devraient donc continuer à progresser prenant en compte de meilleures perspectives pour la première partie de l'exercice 2020... Dans cet environnement où le FCF yield des entreprises européennes en relatif au niveau des taux d'intérêt est particulièrement élevé, la classe d'actifs actions pourrait enfin retrouver certains flux d'investissement positifs.

En termes de positionnement, alors que les marchés Actions européens sont notoirement sous-détenus, les investisseurs semblent avoir retrouvé de l'appétit pour les actions si l'on en croit le succès de certaines IPO. Les niveaux d'allocation seront également dirigés par la crainte du "FOMO" (soit la peur de rater la hausse des indices actions). Ce sentiment est conforté par des données plus tangibles comme le rebond récent de la collecte des Mutual funds (cf. graphique).

Enfin, la hausse des taux longs qui suit l'arrêt du cycle de baisse des taux aux Etats-Unis est, sur la base des cycles de baisse "assurantielle" (c'est-à-dire non liée à une récession) de 1995/96, 2018 et 2019, en moyenne, de 100 points de base. Cette dernière hausse s'accompagne également en moyenne d'une hausse (3 mois après la dernière baisse de taux) comprise entre 5 % et 15 % du S&P 500.

L'ensemble de ces éléments devrait se traduire par la poursuite de la rotation vers plus de valeurs cycliques / value étant donné que le positionnement est aujourd'hui majoritairement croissance/qualité.

En termes de secteurs, nous favorisons désormais les cycliques (Industrielles, Technologiques, Consommation) et les financières qui profiteraient d'une remontée des taux longs et d'un meilleur environnement économique mondial.



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

XX3447 - DÉCEMBRE 2019

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

Ce document s'adresse aux investisseurs professionnels au sens de la directive MIFID II. 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.