

Lettre trimestrielle

Achevée de rédiger le 18 octobre 2019

Le haka yankee impressionne de moins en moins mais les perspectives sont transformées...

LES BANQUES CENTRALES

La BCE a dévoilé un ensemble de mesures dès cette rentrée le 12 septembre afin d'inscrire son soutien à l'économie et à l'inflation dans la durée (l'objectif des 2% étant largement inaccessible), à savoir :

- Une baisse des taux de rémunération des dépôts de 10 pbs à -0.50%,
- Des mesures de compensation pour les banques de l'effet négatif des taux avec un système d'exemption pour une partie de leurs réserves (tiering). Pour rappel, les banques de la zone euro doivent déposer auprès de la BCE environ 1 % de leurs dépôts (autour de 132 milliards d'euros), ce que l'on appelle les réserves obligatoires. Au-delà, elles sont réputées « excédentaires » et pénalisées par un taux négatif de 0,40% pour le moment. Le total de ces excédents tourne actuellement autour de 1.732 milliards d'euros. Une « taxe » de 0,40% « rapporte » donc 6,9 milliards d'euros par an à la BCE et aux banques centrales des Etats membres. A partir du 30 octobre, ce taux passera à -0,50%, le coût passant à 8,6 milliards pour les banques. Or justement ce fameux « tiering », ou taux modulable, va réduire la note : les banques pourront déduire des 1.732 milliards jusqu'à 6 fois leurs réserves obligatoires, soit 792 milliards d'euros. La nouvelle assiette taxable (à 0,50%) ne sera donc plus que de 970 milliards d'euros, et la taxe annuelle s'élèverait à 4,85 milliards d'euros (au lieu de 8,6 milliards d'euros). Les banques « économisent » donc bien autour de 4 milliards d'euros.
- Des conditions d'opération de refinancement TLTRO plus favorables que précédemment annoncé ;
- Le renforcement de la forward guidance : les taux directeurs resteront aussi bas ou plus bas

qu'aujourd'hui jusqu'à ce que l'inflation s'oriente « fermement » vers 2% ;

- La reprise des achats d'actifs à hauteur de 20 MM€ par mois à partir de novembre 2019 (moins qu'attendu par le consensus).

Sur ce dernier point, l'absence de date de fin pour le programme témoigne de la volonté de relancer l'activité coûte que coûte (et la possibilité d'en faire plus pour Christine Lagarde dès le début de son mandat en cas de dégradation additionnelle, de Brexit sans accord ou d'une escalade protectionniste), en offrant notamment aux Etats un environnement durable de taux bas.

Mais, il devient de plus en plus urgent que ces pays prennent le relais des banques centrales à travers des mesures de relances budgétaires d'autant que :

- Ce dernier geste de Mario Draghi n'est pas soutenu par un tiers des membres du conseil de la BCE (allemands, néerlandais et français notamment), une première. Et la tendance n'est pas sur le point de s'inverser.
- Les questions politiques sont loin d'être résolues. En effet, un accord sur le Brexit semble difficilement atteignable et, malgré des efforts importants de part et d'autre, la résolution du conflit sino-américain prendra encore du temps.

Outre-Atlantique et conformément aux attentes, la Fed a baissé ses taux directeurs de 25 bps (1,75%-2%) le 18 septembre afin de prémunir l'économie américaine d'un éventuel ralentissement tout en adoptant une attitude de « risk management », comme toujours, très pragmatique sur la conduite à tenir pour la suite. Une dégradation plus importante des perspectives économiques engendrerait logiquement un mouvement plus marqué à la baisse, ce que le marché anticipe pour la fin d'année à savoir un ou deux crans supplémentaires d'ici la fin d'année.

Mentionnons enfin, au sujet des tensions observées fin septembre sur les marchés monétaires américains, que J. Powell s'est montré très rassurant qualifiant ces éléments comme transitoires et le résultat d'un meilleur



calibrage par la Fed du montant des liquidités à offrir aux banques.

Dans ce contexte, la Fed laisse entendre qu'elle pourrait laisser son bilan remonter plus rapidement que prévu dans le but de fournir davantage de liquidités aux banques, ce qui passerait par une reprise des achats d'actifs...

La Banque d'Angleterre (BOE) a maintenu le statu quo le 19 septembre en raison du niveau toujours élevé du rythme de progression des salaires proche de 4%, un niveau qu'elle estime trop dynamique, et l'incidence sur l'objectif d'inflation de moyen-terme. Néanmoins, la BOE témoigne des craintes croissantes de l'impact du Brexit sur la croissance et l'inflation britannique. Cela vaut bien évidemment pour le cas d'une sortie sans accord, mais aussi si l'incertitude venait à se prolonger plus longtemps que prévu (une hypothèse facilement imaginable, notamment en cas de report de l'article 50 au-delà du 31 octobre).

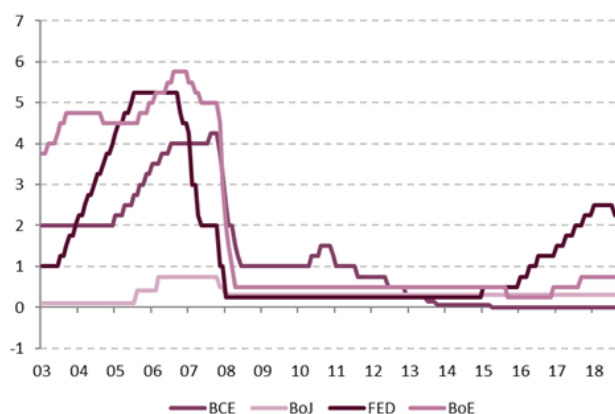
Pour l'heure, les discussions entre Londres et Bruxelles restent dans l'impasse alors que les dirigeants européens restent dans l'attente d'une proposition concrète de la part de Boris Johnson. Le risque de sortie sans accord reste élevé.

La Banque du Japon (BOJ) a maintenu sa politique monétaire inchangée lors de la réunion du 19 septembre, mais elle a adopté un message un cran plus prudent qu'en juillet. La dégradation de l'environnement international et son impact sur l'économie nipponne l'inquiète, ce qu'elle devrait acter lors de la révision de ses prévisions de croissance et d'inflation le mois prochain. Si pour l'heure, la demande domestique se montre résiliente, elle risque fort de l'être insuffisante en raison de la poursuite des tensions commerciales et de la hausse de la TVA prévue en octobre. Face aux risques pesant sur son scénario économique, l'institution a d'ores et déjà fléchi qu'elle prendrait une décision en octobre, ce qui devrait prendre la forme d'une baisse de ses taux directeurs (de -0,1 à -0,2%) et d'un élargissement de la bande de fluctuation des taux souverains japonais à 10 ans (actuellement +/- 20 pb autour de la cible de 0%). Ceci lui permettra de contenir les pressions haussières sur le yen qui resteront fortes le temps de la résolution des conflits commerciaux et politiques.

Tant que les risques politiques et géopolitiques ne seront pas totalement dissipés, la BOJ, tout comme la Banque Suisse d'ailleurs, devront continuer de lutter contre les pressions haussières sur leurs devises caractérisées comme valeurs refuge. Ceci sera renforcé par l'assouplissement de la Fed et de la BCE,

contraignant les deux banques centrales à prendre de nouvelles mesures accommodantes qui maintiendront aussi les taux souverains à des niveaux durablement faibles.

Evolution des taux banques centrales :

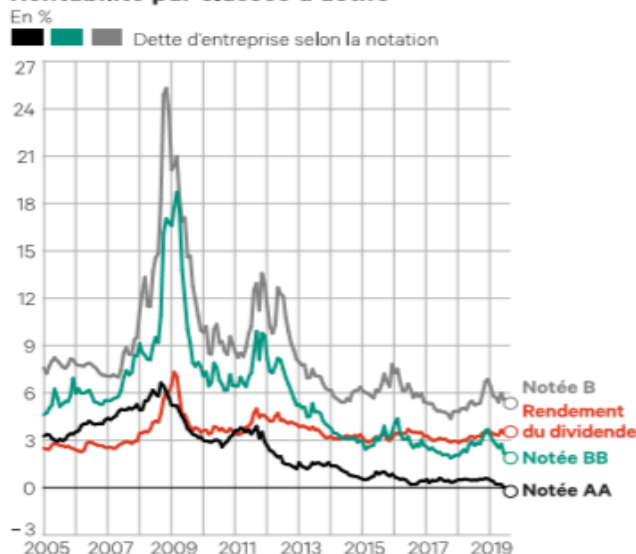


TAUX

Sur le trimestre écoulé dans la mouvance des politiques accommodantes des banques centrales, le spread High Yield (HY) s'est resserré de 255 à 235 (352 en début d'année), tandis que le spread Investment Grade (IG) s'est lui écarté de 52 à 56 (87 en début d'année)

Le graphique ci-dessous illustre cette décline tendancielle sur les différents ratings corporate IG et HY :

Rentabilité par classes d'actifs

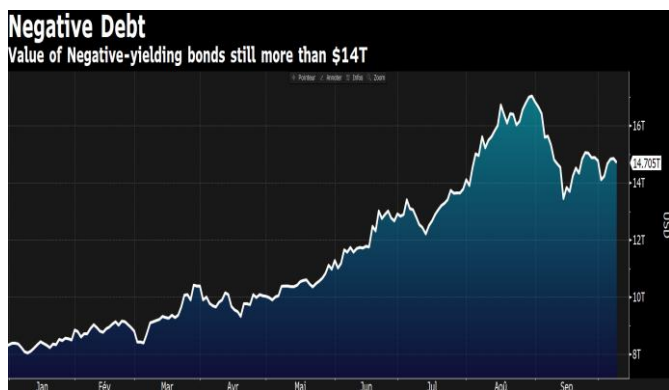




Pour rappel, le 10 ans français est passé de 0% à -0,27% après une plongée abyssale à -0,44% en août.

La course au rendement positif a été telle que désormais le 10 ans italien « blacklisté » en ce début d'année a retrouvé les faveurs des investisseurs en glissant de 2,10% à... 0,82% en 3 mois !

Un mouvement tel sur la classe obligataire que le stock de dettes mondiales en taux négatifs dépasse désormais quelques 14 trillions de dollars (13 trillions en mai dernier et deux fois plus que le niveau de fin d'année dernière) traduisant une franche accélération.



La faiblesse des taux d'intérêts fait des heureux. Apple, Orange ou encore SoftBank ont profité de conditions de marché attractive pour venir en nombre sur le marché. En conséquence, les émissions d'obligations ont atteint un nouveau record historique en septembre, avec un volume supérieur à 300 milliards de dollars. Depuis le début de l'année, elles dépassent les 2.000 milliards de dollars.

Profitant de taux parmi les plus bas au monde, les entreprises européennes se sont montrées particulièrement actives.

Les émissions d'obligations notées en catégorie d'investissement en Europe, d'environ 580 milliards d'euros depuis le début de l'année, ont dépassé en neuf mois le précédent record annuel.

Naturellement, le rendement des actions a dépassé celui des emprunts d'Etat en 2008.

Cette configuration avait déjà été observée avant la seconde guerre mondiale. Mais, depuis, l'écart n'a cessé de se creuser et le différentiel de rendement a atteint un niveau totalement inédit.

Quand on compare le rendement offert par les dividendes et celui des obligations d'entreprises ces quinze dernières années, celui de l'EuroStoxx est resté relativement stable autour de 4%.

Jusqu'en 2012, le rendement du dividende est équivalent à celui d'un crédit de très bonne qualité, proche de AA. Entre 2013 et 2018, pour obtenir l'équivalent du rendement du dividende il faut prendre un risque de crédit plus important, de l'ordre de BBB. Or, depuis cette année, une rentabilité équivalente au rendement du dividende ne peut être obtenue qu'avec des titres notés en catégorie spéculative.

L'anormalité des marchés s'est généralisée au point que désormais l'on attend des obligations des plus-values et des actions des rendements.

Rendement des dividendes face aux rendements obligataires

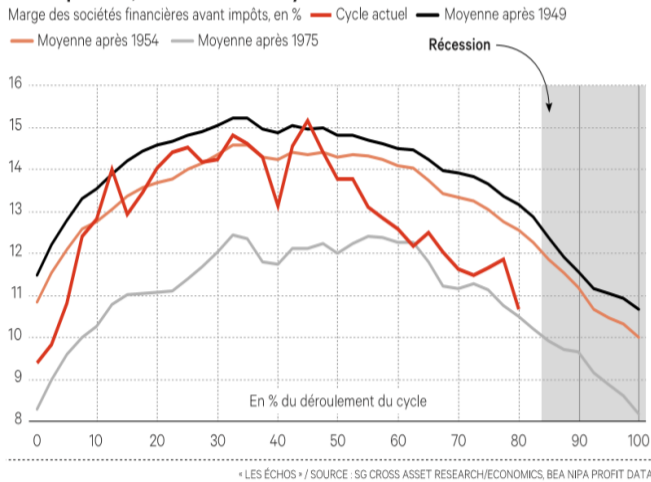




ACTIONS

L'accélération à la baisse des marges des entreprises (graphique ci-dessous) est caractéristique d'une fin de cycle, prévue toutes choses égales par ailleurs pour 2020.

Les marges des entreprises américaines se compriment, comme en fin de cycle



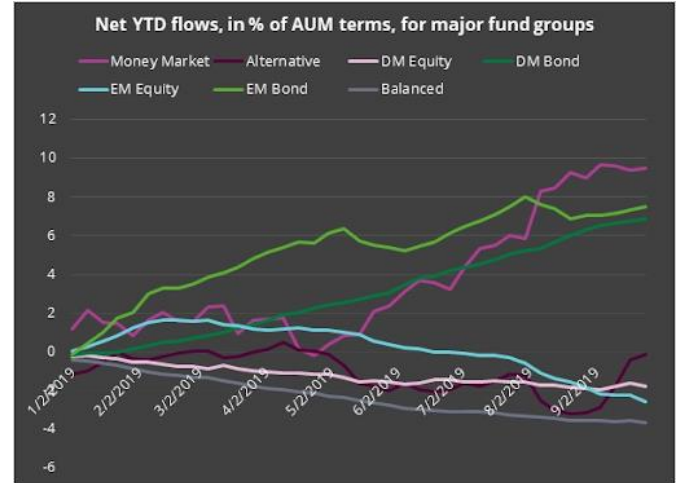
A moins que des relances budgétaires ou un dégel des relations sino-américaines ne viennent contredire cet état de fait et prolonger un peu plus longtemps la plus longue période de croissance de l'histoire. D'ores et déjà, une bonne partie du ralentissement en cours dans l'économie mondiale peut être imputé à l'incertitude commerciale. Selon le FMI, elle a déjà coûté 0,75 point de croissance globale.

Chercher à prévoir les marchés nous semble un peu une perte de temps. Nous avons tous à l'esprit les conseils des experts concernant le Brexit, la présidentielle américaine ou dernièrement en janvier 2019. Les marchés ont effectivement évolué de 10 à 20% comme prédit mais en sens inverse. Nous pouvons constater aujourd'hui que beaucoup des marchés mondiaux d'actions se situent aux alentours de leur valorisation historique, sans excès, mais sont toutefois proches de leurs plus hauts historiques pour nombre d'entre eux.

A la peur de manquer la dernière phase de hausse du début d'année s'est substituée le principe du « no alternative » aux marchés actions expliquant la poursuite de la hausse et ce malgré les vents contraires en provenance de la macroéconomie.

Le paradoxe est que les flux sur les marchés actions ne sont pas si évidents à analyser dans la mesure où quels

que soient les zones géographiques on observe de la décollecte sur les fonds actions.



En effet, institutionnels et particuliers restent très sous investis, les premiers étant contraints par des réglementations très strictes quand les seconds sont effrayés par la volatilité.

La rotation n'a donc pas encore eu lieu.

Pourquoi la hausse donc ?

La « faute » d'une part aux banques centrales qui de manière plus ou moins transparentes achètent des actions à l'instar bien connu de la BOJ dont on sait, elle, qu'elle procède à des achats à hauteur d'un milliard de dollars par semaine et d'autre part aux entreprises qui rachètent leurs propres actions sur fonds d'incertitudes politiques

OR

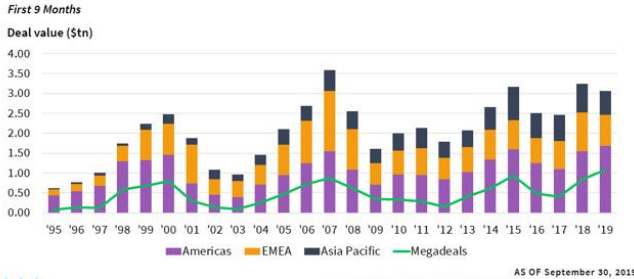
Bien que l'or ait atteint son plus haut niveau en six ans début septembre, nous continuons de privilégier cette classe d'actif pour offrir une réelle diversification dans un environnement de taux négatifs, même si un retour sur la zone des 1420 (-5%) serait plus confortable.

FUSIONS & ACQUISITIONS

Le volume global a décliné de 5,6% en glissement annuel depuis 2018. Néanmoins on observera que le volume de deals « Amériques » n'a jamais été aussi élevé avec un record de 1,6 trillions de dollars (dont la moitié pour les USA) pour 28 transactions « méga-deals » dans la santé et la technologie notamment.



Global Volume M&A 1995 – 2019



Source : Dealogic

Les principaux méga-deals de l'année sont :

- ✓ United Technologies / Raytheon : 122 MM\$
- ✓ Bristol – Myers Quibb / Celgene: 96,8 MM\$
- ✓ Saudi Aramco / 70% Sabic: 69 MM\$
- ✓ Abbvie / Allergan : 63MM\$
- ✓ DowDupont / Spin-off Dow Inc.: 52 MM\$
- ✓ Fidelity / Worldpay: 43,3 MM\$
- ✓ Fiserv / First Data Corp: 39,4 MM\$
- ✓ Novartis / Alcon: 31,4 MM\$

PERSPECTIVES

Pour rappel, la donne n'ayant pas évoluée par rapport au second trimestre, nous réitérons les mêmes observations.

Dans une économie mondiale traversée par des déséquilibres et des transitions multiples (écologie, mix énergétique, révolution digitale) qui nécessitent des investissements gigantesques, le maintien de taux très bas est de bon augure.

Cependant les liquidités doivent être raisonnablement dirigées, dans un cadre institutionnel et de gouvernance stable.

Or :

- Les Etats-Unis sont engagés dans des confrontations tous azimuts,
- L'Europe accouche à grand peine d'un modeste budget dont le nom même fait l'objet d'âpres négociations.
- La croissance dépend plus que jamais de l'Asie.

Dans un contexte de ralentissement de la croissance il est probable que les pressions inflationnistes restent en-deçà des seuils à 2% voulus par les banquiers centraux. L'Europe et le Japon ne disposant d'aucune marge de

manœuvre pour relancer l'activité compte tenu de leur endettement, les espoirs portent essentiellement sur l'aptitude des États-Unis à prolonger leur cycle d'expansion qui dure depuis plus de dix ans.

La hausse continue de l'endettement des agents publics et privés reste un sujet préoccupant pour les banquiers centraux qui craignent de ce fait une tension sur les taux dans un contexte de croissance et d'inflation molles.

Le marché reste partagé entre :

- D'une part le soutien à nouveau inconditionnel des banques centrales (le fameux « whatever it takes ») qui rend peu probable une correction importante ainsi que la sous-exposition structurelle des investisseurs finaux aux actions depuis plusieurs trimestres ;
 - Et d'autre part, les signes perturbateurs nombreux comme la réalité des tensions commerciales et leur impact sur les perspectives économiques et industrielles (sur toutes les zones) et ce dans une fin de cycle qui se profile, le niveau absolu de l'endettement dans le monde qui certes est relégué au second plan compte tenu de l'environnement des taux mais qui ne manquera pas de se révéler ultérieurement, l'issue définitive de la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne et enfin les tensions géopolitiques au Moyen-Orient (Iran, Yémen).
- Ces différents éléments rendent difficilement soutenables à moyen terme la valorisation actuelle des marchés.

La vie des fonds

SCR Optimum recule de 0,758% sur le trimestre dans un marché volatile. Bien qu'aidé par notre surpondération relative sur les valeurs bancaires, notamment Société Générale, Intesa Sanpaolo et Banco Santander, le fonds a pâti des contre-performances de Michelin, Safran, Seb ou encore Esker. Par ailleurs, la bonne performance d'ASML Holding, pondération importante de l'Eurostoxx nous a pénalisé. Notre exposition nette vendeuse sur le fonds de -12.26% ajusté du beta 2 ans a également joué en notre défaveur. La concentration progressive et plus intense de nos lignes sur nos convictions les plus fortes tout en gardant un équilibre d'équipondération propre à notre process nous permettra, selon nous, un retour à meilleure fortune dans un avenir pas si lointain...



Impact Carbon L/S Equity concède 3.41% sur le trimestre dans un marché action volatile. Le portefeuille était positionné pour une accélération de la croissance mondiale qui ne s'est pas matérialisée. Après une revue détaillée des valeurs détenues, nous avons décidé de rééquilibrer le portefeuille et adopté un biais plus neutre sur notre scénario économique. Les risques macros ne se dissipent pas bien au contraire (guerre commerciale, Brexit, tensions au Moyen orient, etc.). Dans ce contexte, nous n'avons pas de biais sectoriel marqué et privilégions des histoires spécifiques intersectorielles à l'image de Gestamp ou Iliad. Iliad avait ainsi sous-performé l'indice télécom de 27% depuis le début de l'année, pénalisée par la guerre des prix en France et en Italie. La prime historique de valorisation sur le secteur a disparu et le cours boursier valorisait l'activité italienne à 0. Nous avons donc initié une position le 10 septembre dernier. Depuis notre investissement, l'action a surperformé ses pairs de 2.5%, contribuant ainsi positivement à la performance du fonds. Au 08/10/19, le fonds avait repris 1% sur ses plus bas du mois d'août.

Rentoblig progresse de 1,69% contre 0,89% pour son indice de référence sur le trimestre. Les taux souverains ont signé de nouveaux plus bas historiques avec un Bund à 10 ans qui a atteint -0.714% ! Coté crédit, la décorrélation entre la performance de l'Investment grade et du High Yield est à noter car inhabituelle. Comme évoqué plus haut, le HY s'est resserré alors que l'IG s'est écarté. La recherche de rendement et la fuite des taux négatifs expliquent sans doute ce phénomène. Coté mouvement, nous avons participé à plusieurs opérations primaires aux primes attractives à l'image d'Infineon 3.625% Perp, Groupama 2.125% 2029 ou Eurofins 2.875% Perp. A fin septembre le rendement actuariel est de 1.63% pour une sensibilité de 3.61.

Alterna progresse de 1,33% contre 0,63% pour son indice de référence. L'exposition action a varié entre 5 et 9% afin de profiter de la volatilité du marché. Sur la poche actions, nous avons arbitré les valeurs défensives telles Essilor et Vivendi que nous avons allégé pour des valeurs plus « value » type BNP, Société Générale et Michelin pour des raisons de valorisations. Côté obligataire, nous avons soldé notre seule ligne en Rallye afin de ne plus subir les aléas de la procédure de sauvegarde. Par ailleurs, nous avons participé à deux émissions primaires une dix ans Peugeot (BBB-) à mid-

swap +140 (1.24% de rendement) et une 3 ans General Motors (BBB) à 0,20%.

A fin septembre, le rendement actuariel brut est de 1,45% pour un rating moyen de BBB+, une sensibilité de 2,40 et une volatilité à un an de 2,56%.

TrendSelection PEA Evolutif progresse de 1,29% sur le trimestre contre 1,30% pour l'indice de référence. L'exposition action est restée stable à 49% sur la période, niveau de neutralité par rapport à son indice de référence. Les mouvements actions ont consisté à alléger légèrement Sanofi et Essilor sur des points techniques. Nous attendons un repli des indices actions afin de se resensibiliser.

GTA France progresse de 2,60% sur le trimestre contre 2,66% pour le CAC 40 dividendes réinvestis. Le fonds est resté surexposé durant le trimestre avec un risque actions compris entre 105 et 123%.

Notre absence des dossiers Arcelor, Carrefour, Kering, Publicis nous a bien aidé en relatif. Essilor a été le principal contributeur à la hausse du fonds, toutefois nous avons choisi de passer neutre en fin de trimestre. Total, Michelin et LVMH nous ont coûté.

Nous avons initié une position en Ipsen (1,4% du portefeuille) estimant qu'à 12x les résultats, le dossier qui se traitait historiquement sur des niveaux de 19x a bien acté l'hypothèse radicale de perte de 30% de son CA à cause de l'apparition d'un générique pouvant concurrencer son produit phare Somatuline.

TrendSelection International progresse de 3,15% sur le trimestre contre 5,01% pour le MSCI World.

L'exposition a varié entre 80 et 103% sur la période afin de tirer profit de la volatilité des marchés actions.

Nous avons renforcé le secteur santé qui sous-performe nettement avec l'entrée en portefeuille de 3 nouvelles valeurs Zoetis (leader mondial de soins vétérinaires), Amplifon (acteur italien des prothèses auditives) ainsi qu'Hoya Corp (acteur japonais de l'optique) que nous avons arbitré avec EssilorLuxotica pour des raisons de valorisation (24x vs 29x). Pour les mêmes raisons nous avons soldé notre position le discounter japonais Pan Pacific (ex-Don Quijote). Amadeus a été cédé pour des raisons de visibilité sur la société.

Rédigée par l'Equipe de Gestion ACTIS AM



Ce document est un document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, diffusé à des fins d'information et ne saurait en aucun cas s'interpréter comme constituant une offre de vente ou sollicitant une offre d'achat de titres qui y sont mentionnés. L'opinion formulée dans le présent document ne saurait en aucun cas se substituer au jugement de son destinataire. Les informations fournies dans ce document n'ont aucun caractère exhaustif et leurs précisions ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent l'opinion d'Actis AM à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Actis Asset Management, agrément AMF GP –06000042 du 20/12/2006.

L'Equipe de Gestion



- ▶ Alexandre FERCI
- ▶ David LETELLIER
- ▶ Christophe GAUTIER

actis asset management

68, avenue des Champs Elysées – 75008 Paris

Par téléphone +33(0)1 53 23 04 30

Par Fax +33(0)1 53 23 04 31

Par E-mail contact@actis-am.fr

Site Internet <http://www.actis-am.fr/>