

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 187
FÉVRIER 2018

Achevée de rédiger
le 08/02/18



FIN DU CONTE DE FÉES SUR LES MARCHÉS

Tout continuait à très bien aller sur les marchés financiers en ce début d'année, avec une croissance mondiale continuellement revue à la hausse et ce, sur toutes les zones. L'adoption de la réforme fiscale et la remontée des prix du pétrole avaient amené de nouvelles raisons de revoir à la hausse les prévisions de bénéfices, ce que confirme d'ailleurs pour le moment la saison des résultats des entreprises avec de très bons résultats outre-Atlantique et des résultats solides en Europe, même si les chiffres d'affaires sont impactés par la hausse de l'Euro sur le 4^e trimestre.

Mais la question que tout le monde se pose actuellement concerne la direction des taux, leur potentiel de hausse et si ces mouvements peuvent impacter les marchés actions, comme c'est le cas depuis quelques jours. A l'heure où nous écrivons ces lignes, le 10 ans américain est à 2,8 % et le 10 ans allemand à 0,73 %, soit des hausses respectives de 0,4 % et 0,32 % depuis le début de l'année. Si d'aventure ce mouvement de hausse s'amplifiait, cela pourrait être de nature à remettre en cause le scénario de « Goldilocks » que connaissent les marchés financiers depuis environ un an. Penchons-nous donc sur ce qu'anticipent les marchés obligataires à l'heure actuelle :

- Aux Etats-Unis, le marché anticipe des taux courts à fin 2019 à 2,41 %, soit entre 4 et 5 hausses de taux, 3 cette année et entre 1 et 2 en 2019. Ces anticipations nous semblent cohérentes.
- En zone euro, le marché anticipe 0,5 % de hausse de taux à horizon fin 2019. La BCE nous a laissé entendre jusqu'ici une fin de QE en fin d'année et une 1^{ère} hausse de taux environ 6 mois plus tard. 0,5 % de hausse de taux sur le 2^e semestre, cela nous semble là aussi correctement valorisé.

Sur les parties longues de la courbe, les taux réels restent bas, surtout en zone euro, et une hausse supplémentaire est toujours possible. Il faut toutefois garder en tête que l'inflation reste aujourd'hui contenue et que sans accélération de cette dernière, nous serons toujours en dessous des cibles de la BCE fin 2019.

Nous conservons une vue haussière sur les taux, principalement sur les parties longues allemandes, mais avec un budget de risque réduit après le fort mouvement que nous venons de connaître. La croissance soutenue et les bons résultats des sociétés devraient par ailleurs permettre aux marchés actions de poursuivre leur hausse à moyen terme, sauf forte accélération des tensions obligataires.



LA FRANÇAISE
investing together



...DES VALORISATIONS

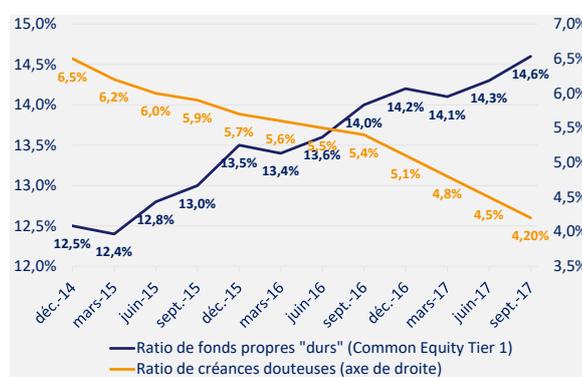
Secteur bancaire européen : les raisons de notre optimisme sur les actions et les Obligations subordonnées

- Accélération de la croissance économique au niveau mondial**, ce qui devrait se traduire, outre la hausse des volumes des crédits aux entreprises et aux particuliers, par la poursuite de la réduction des stimuli monétaires et devrait par conséquent favoriser la remontée des taux. C'est en substance ce que nous observons depuis le début de l'année. Les banques étant très sensibles à la hausse des taux, elles sont donc bien positionnées pour en profiter. Les prix des obligations subordonnées « CoCos » ont aussi tendance à réagir favorablement aux mouvements de hausse de taux (hors épisodes de volatilité importants, comme ce fut le cas ces derniers jours), ce qui est unique dans l'univers obligataire actuel, grâce notamment à leur corrélation partielle avec le comportement des actions bancaires européennes.
- Les activités non bancaires et génératrices de commissions (Asset Management, Banque privée et assurance) connaissent un développement important** et permettent aux banques de compenser dans une certaine mesure la pression sur les revenus nets d'intérêts. Cette tendance, devrait se poursuivre sur les prochains trimestres et contribuer à l'amélioration de la rentabilité du secteur bancaire. Les banques les mieux positionnées pour en profiter sont Crédit Agricole (CASA), Intesa Sanpaolo, Caixabank et, dans une moindre mesure, UniCredit et ING.
- Au niveau de la solvabilité, la finalisation des accords de Bâle 3 (surnommés « Bâle 4 ») a finalement accouché d'une souris. Globalement, la réglementation contraignante est derrière nous. Les banques européennes sont dans leur grande majorité restructurées, assainies et avec des niveaux de capital suffisants.** Les banques sont donc dans une situation plus favorable pour améliorer le retour de capital à l'actionnaire, financer la croissance organique additionnelle et/ou financer la croissance externe. A titre d'illustration, UBS vient d'annoncer un plan de rachat d'actions de CHF2bn, ABN fera le point sur sa solvabilité au premier trimestre 2018, idem pour ING Group. Il faudra s'attendre à d'autres mises à jour dans les prochains mois/trimestres, donc de potentielles bonnes nouvelles pour la classe d'actifs actions en termes de distribution de dividendes. Pour les obligations bancaires, les réglementations actuelles et à venir obligeront les banques à maintenir des ratios de solvabilité confortables, ce qui est également positif, tout en leur laissant le temps de se préparer à cette dernière vague réglementaire. Les établissements de crédit doivent en effet maintenir des niveaux de solvabilité supérieurs à leurs exigences afin de pouvoir payer les coupons des dettes subordonnées Additional Tier 1 (CoCos).


Les créances douteuses ont diminué d'un tiers depuis 2014 dans l'Union européenne et la zone euro.
Commission européenne



Evolution des ratios moyens de solvabilité (Common Equity Tier 1) et de créances douteuses des banques européennes.



(Source : autorité bancaire européenne. Données à fin septembre 2017).

...ET DES RENDEMENTS ATTRACTIFS !



- **Les mesures de l'UE et de la BCE en vue de réduire le poids des créances douteuses dans le bilan des banques seront aussi une bonne nouvelle.** En effet, en plus de libérer de la capacité de financement, le nettoyage du bilan, notamment des banques italiennes, devrait se traduire par une amélioration de la rentabilité, par une meilleure croissance du PNB et une plus forte baisse du coût du risque. Des bilans assainis de ce point de vue permettront aux banques de faire progresser leur *Return on Equity* grâce à la diminution des provisions et devraient favoriser des rehaussements de notations auprès des agences S&P, Moody's et Fitch.
- **La réduction des coûts reste une priorité pour le secteur bancaire.** Si un meilleur contrôle des coûts est nécessaire pour des raisons de rentabilité, c'est aussi une nécessité face à la montée en puissance des « Fintech » qui sont capables de proposer certains services à des coûts plus attractifs. Il faut donc s'attendre à la poursuite de la baisse des coefficients d'exploitation.
- **Le retour à terme de la consolidation.** Si nous ne croyons pas à des opérations significatives en 2018, nous estimons néanmoins que des discussions et appels à la consolidation resteront au cœur de l'actualité à moyen terme. De manière assez simple, dans un environnement de pression sur la croissance du PNB, la réduction des coûts est indispensable. Or, pour des banques ayant une présence dans plusieurs pays de la zone euro, procéder à une croissance externe dans l'un des pays de présence est le meilleur moyen d'afficher des gains de productivité importants. Toutefois, les obstacles réglementaires, notamment sur les surcharges de solvabilité imposées aux grands établissements systémiques, constituent pour le moment un frein à cette tendance.
- Malgré une très belle performance boursière réalisée par le secteur depuis la mi-2016 (+65 %), **la valorisation des actions bancaires reste attractive, à 0,95 fois l'actif net, compte tenu de la croissance bénéficiaire attendue et des perspectives d'augmentation des dividendes au cours des prochains trimestres.** Au 7 février 2018, les obligations subordonnées CoCos offrent en moyenne des rendements de 2,9 % (rendements aux premières dates de calls), ce qui demeure attractif dans l'environnement obligataire actuel.



Les rendements des obligations subordonnées bancaires CoCos demeurent attractifs dans l'environnement obligataire actuel, notamment du fait de leur sensibilité moindre aux évolutions des taux souverains et du fait qu'elles devraient continuer à bénéficier de l'amélioration des fondamentaux du secteur bancaire européen.

Paul Gurzal,
Responsable de la Gestion Crédit



IL FAUDRA COMPTER AVEC L'EFFET TAUX ET L'EFFET VOLATILITÉ

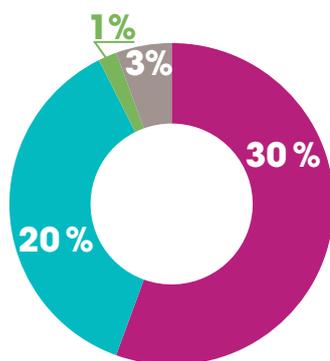
Le mois de janvier s'achève sur une note largement positive pour les classes d'actifs risquées, actions sud-américaines et asiatiques en tête. La dette émergente en devises locales reste également soutenue par des flux massifs de la part des investisseurs. A l'inverse, les titres d'Etats, américains notamment, enregistrent une tension assez nette de leurs rendements.

A l'heure où nous rédigeons cette note, l'impact de cette normalisation obligatoire sur les marchés d'actions est substantiel. En quelques jours, ces derniers corrigent la totalité de la hausse de janvier.

Lundi 5 février, le S&P 500 a baissé de -4.1 %, sa pire performance quotidienne depuis le 18 août 2011. Toutes les zones géographiques ont été impactées avec des baisses d'ampleurs similaires. Autre fait concomitant : l'explosion historique à la hausse de l'indice de volatilité VIX (+20 points), exacerbée par l'ajustement de stratégies systématiques (volatilité ciblée, risk parity, CTA...). Nous pourrions assister à un changement radical par rapport à l'environnement de faible volatilité qui prévalait jusque-là.

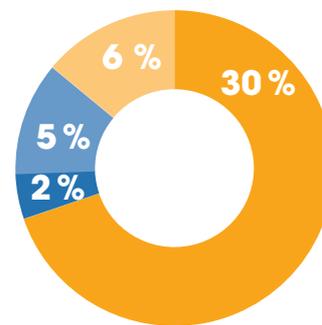
Pour autant, la robustesse du contexte macro et micro ne se dément pas à la lueur des premiers chiffres de janvier (l'ISM américain et le PMI européen étaient très forts) et des dernières publications de résultats. C'est un ancrage positif pour la prise de risque à moyen terme. L'ajustement du prix des actions au cours des derniers jours présente ainsi à notre sens une opportunité.

Nous amplifions modérément à 54 % notre exposition en actions internationales et renforçons les Etats-Unis au détriment du Japon. Côté taux, après avoir profité de notre choix stratégique de sous-sensibilité, nous la réajustons un peu à la hausse mais allégeons notre pari sur les indexées. Côté crédit, nous conservons nos paris dette émergente et dette hybride.



EXPOSITION ACTIONS : 54 %

-  **ÉTATS-UNIS**
Nous renforçons tactiquement notre exposition sur les actions américaines.
-  **EUROPE**
Nous maintenons notre position inchangée.
-  **JAPON**
Nous réduisons fortement notre position sur les actions japonaises.
-  **PAYS ÉMERGENTS**
Nous réduisons notre socle actions émergentes après la bonne tenue du début d'année.



EXPOSITION TAUX : 41 %

-  **OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS**
Poids renforcé après le fort mouvement de tension des rendements : concentration sur le marché américain.
-  **OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION**
Nous réduisons notre pari sur les indexées inflation européennes.
-  **DETTE FINANCIÈRE / SUBORDONNÉE**
Nous concentrons notre risque crédit sur ce thème.
-  **DETTE PAYS ÉMERGENTS**
Nous conservons un biais positif sur la classe d'actifs en mixant hard et local currency.
-  **CRÉDIT HIGH YIELD**
Nous restons toujours à l'écart de la classe d'actifs pour des raisons de valorisation.



LA FRANÇAISE
investing together

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

www.la-francaise.com

Publication éditée par La Française,
Société anonyme à directoire
et conseil de surveillance au capital
de 78 047 940 € - RCS : 480 871 490
Directeur de la publication :
Pascale Auclair
Responsable de la rédaction :
Caroline Babouillard
Chef d'édition : Marion Lévêque
Maquette : Sylvia Chadi