

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 190
MAI 2018

Achevée de rédiger
le 11/05/18



PÉTROLE : OUTLOOK ET CONSÉQUENCES ?

Le consensus en début d'année semblait assez clair avec un prix du baril de pétrole qui devait évoluer selon la majorité des banques d'investissement à l'intérieur d'une fourchette assez étroite, entre \$50 et \$65. Ces prévisions étaient en général étayées par les arguments suivants :

- D'une part l'Arabie Saoudite allait continuer à jouer le jeu d'une réduction de la production pour soutenir les prix en anticipation de l'introduction en bourse d'Aramco prévue à horizon 12-18 mois.
- Et d'autre part, toute hausse significative du prix du baril allait amener une augmentation de l'offre de pétrole de schiste américain, ce qui limiterait de facto le potentiel d'appréciation du baril.

Pourtant, le prix du baril de pétrole est en hausse continue depuis le début de l'année avec une progression de 20 % et un Brent qui dépasse les \$77, soit un niveau bien supérieur aux prévisions de début d'année. Nous voyons plusieurs explications à cela. En premier lieu, il faut noter les révisions positives de la croissance mondiale depuis le début de l'année, ce qui a pour conséquence de faire remonter les prévisions de demande de pétrole. Il faut aussi noter que l'offre de pétrole de schiste américain est une offre de pétrole léger à faible densité, ce qui limite sa faculté à se substituer à une baisse de l'offre de pétrole en provenance de l'OPEC ; il est en effet plus cher à raffiner, demande plus d'investissements et offre un moins bon rendement que les pétroles plus lourds. Enfin, certains événements spécifiques ont impacté des pays producteurs comme le Venezuela ou l'Angola, limitant l'offre de pétrole.

Ces raisons vont-elles disparaître à court terme ? Nous serions tentés de répondre non et donc de penser que le prix du baril ne devrait pas refluer significativement à horizon quelques mois. Quelles sont les conséquences de ce prix du baril élevé ? La première est évidente avec une inflation attendue en hausse dans les mois qui viennent, ce qui conforte notre vue positive sur les points morts d'inflation. L'inflation américaine pourrait ainsi atteindre 3 % au cours du mois de juillet de cette année, ce qui serait une première depuis 2011. Une autre conséquence, moins immédiate, sera un effet négatif, à terme, sur la croissance mondiale, soit l'inverse de ce que nous avons connu après la forte baisse des prix de 2014 à 2016. Cela n'est toutefois pas immédiat et concerne, au plus tôt, l'année 2019.

Nous jugeons par ailleurs rassurante la stabilisation des indicateurs avancés macroéconomiques, ce qui confirme notre scénario d'une croissance mondiale proche des 4 %. Nous réduisons toutefois nos expositions actions après la hausse significative des marchés depuis 6 semaines. Nous conservons une vue haussière sur les taux européens et une vue positive sur les points morts d'inflation.



LA FRANÇAISE
investing together



DU CÔTÉ DES TAUX

Un changement profond de paradigme qui remet en cause l'existence de fleurons du secteur...

Le secteur de la distribution traditionnelle fait actuellement face à un important changement de paradigme avec l'émergence d'acteurs spécialisés dans le « online » tels qu'Amazon, Alibaba ou Zalando. Dans ce contexte, de nombreux fleurons du secteur connaissent d'importantes difficultés opérationnelles et les annonces de mise sous la protection des faillites se succèdent de part et d'autre du globe. L'exemple le plus retentissant est celui de Toys R Us, un symbole mondial de la distribution de jouets, qui présentait un niveau d'endettement particulièrement élevé depuis plusieurs années avant de subir les effets d'internet et du changement des modes de consommation. Les porteurs d'obligations Toys R Us 2018 ont ainsi subi une perte sèche de près de 85 % depuis début septembre 2017 (source : Bloomberg). Les histoires similaires ne manquent pas, avec par exemple Sears, une chaîne de magasins symbole de la société de consommation dans l'après-guerre, ou Radio-Shack, le spécialiste de la vente de produits électroniques aux Etats-Unis, mais également, plus proche de nous, Vivarte, le propriétaire entre autres de La Halle. Nous estimons que cette tendance devrait perdurer au cours des prochaines années, en impactant plus précisément les sociétés les plus endettées, comme nous le montre l'évolution du taux de défaut aux Etats-Unis des sociétés en catégorie Haut-Rendement présentes dans le secteur qui s'établit désormais à près de 11,5 %.



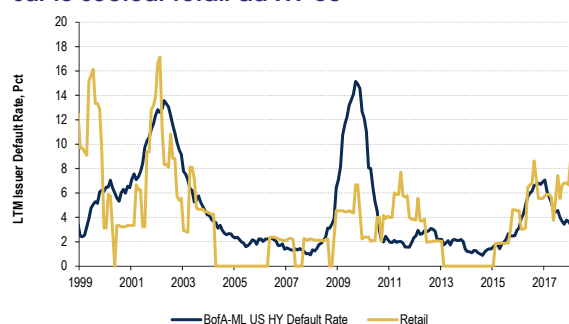
... mais qui est également source d'opportunités d'investissement

Le secteur de la distribution ou retail, est devenu le secteur qui offre le plus gros rendement (aux US le gisement offre un YTM moyen de 8,3 %). Ce surcroît de rendement paraît attractif, cependant les taux de défaut sont en hausse. Il convient donc de faire une distinction assez fine afin d'éliminer les noms les plus exposés à la montée en puissance de la distribution "online" :

- 1) Géographiquement : les pressions du "online" sont beaucoup plus importantes aux US qu'en Europe. Qui plus est les sociétés américaines ont tendance à restructurer leur dette bien plus vite. Une surpondération européenne fait donc sens, à l'exception du retail au UK.
- 2) Sectoriellement : l'univers retail sur le High Yield peut se diviser en deux sous-segments, alimentaire et non alimentaire. Il est clair que les acteurs de l'alimentaire souffrent beaucoup moins. Idem au sein du secteur non alimentaire, il apparaît que certains sous-segments sont moins exposés à la concurrence d'internet (instruments de musique, outils...).
- 3) Positionnement : les sociétés qui ont le plus souffert de la montée d'internet sont les acteurs milieu de gamme.
- 4) Cibles potentielles : le stress que rencontre le secteur va pousser à une accélération de la concentration, il convient donc d'identifier quelles sont les cibles potentielles.
- 5) Structure actionariale : de nombreux émetteurs vont avoir besoin d'argent frais pour respecter leurs covenants bancaires et pour investir. Il conviendra donc de privilégier les actifs détenus par des actionnaires ayant le plus de capacité à faire face à ce besoin.

C'est donc pour cela que nous aimons tout particulièrement des noms comme Burger King, Casino, Picard, SMCP ou Supervalu (supermarchés US), et que nous sommes à l'inverse bien plus prudents sur des noms comme House of Fraser (grands magasins UK), Fresh Markets (supermarchés en concurrence frontale avec Amazon/Wholefood et détenus par un fonds agressif), New Look (vêtements bas de gamme détenus par un fonds déstabilisé par la chute de Steinhoff)...

Taux de défauts globaux sur le HY US et sur le secteur retail du HY US

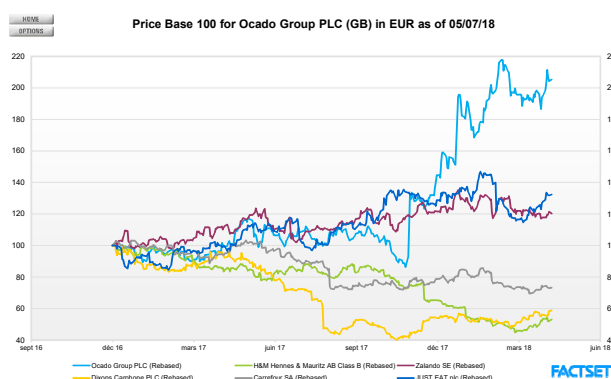


(Source : Bank of America)

DU CÔTÉ DES ACTIONS

Depuis 2017 nous assistons à un parfait exemple de "darwinisme économique" au sein du secteur de la distribution. Au fil des années, les plateformes de distribution en ligne sont montées en puissance jusqu'à directement concurrencer les entreprises historiques. Pour s'adapter à ces nouveaux modes de consommation nous avons repensé nos outils de gestion pour suivre ce secteur.

En 2017, le secteur de la distribution en Europe a affiché une sous-performance de plus de 13 % par rapport au Stoxx Europe 600. La dichotomie des performances boursières illustrée ci-dessous est avant tout liée à l'inquiétude croissante des investisseurs quant à la capacité des acteurs historiques à maintenir des niveaux de marges et de génération de flux de trésorerie satisfaisants. A titre d'exemple, la marge opérationnelle de H&M est passée de 18 % en 2012 à 9 % attendu cette année.



Les distributeurs historiques sont pris en tenaille entre :

- 1) Préserver la rentabilité de leurs points de ventes physiques malgré une baisse continue de la fréquentation de leurs magasins ;
- 2) Essayer de faire croître leur part de marché en ligne tout en essayant de contrôler leur distribution (en minimisant les partenaires externes comme Amazon, Zalando, Asos...)

Pour le moment, les acteurs historiques ne parviennent pas à rassurer les investisseurs sur leurs capacités à inverser cette tendance. Cependant aux Etats-Unis, certains distributeurs comme Walmart ont fini par s'adapter et parviennent aujourd'hui à concurrencer Amazon sur internet.

La tyrannie des plateformes

L'émergence de plateformes internet dans différents secteurs a souvent débouché sur un quasi-monopole. Celles-ci proposent le meilleur choix de produits et regroupent le plus grand nombre de clients. Nous investissons dans ces plateformes car il nous semble qu'elles continueront à gagner des parts de marchés. Elles peuvent également être les cibles de multinationales souhaitant acquérir une présence en ligne. Récemment, le groupe de luxe Richemont a acquis Yoox - Net à Porter pour développer son canal e-commerce.

Néanmoins nous restons très attentifs à leur valorisation qui peut atteindre rapidement des niveaux stratosphériques. En Europe, nous sommes positifs sur Asos et Zalando dans l'habillement et Just Eat dans la restauration.

L'acte de consommation a évolué

Celui-ci est de plus en plus digital, le "online" fait désormais intégralement partie du processus d'achat. Le consommateur s'informe, s'inspire et compare en ligne avant de réaliser un achat en magasin. Tous les secteurs de la consommation au sens large sont concernés, de la distribution aux voyages et loisirs en passant par les télécoms et les médias.

De nombreux acteurs du luxe nous ont confirmé que plus de 80 % de leurs clients qui achètent au sein de leurs magasins ont précédemment consulté le ou les produits qui les intéressaient en ligne.

Partant de ce postulat, nous avons développé une expertise à l'aide d'outils d'analyse de données nous permettant d'obtenir le trafic estimé et différents indicateurs. Cela nous aide à estimer les dynamiques commerciales des différentes marques.

SURPERFORMANCE DES ACTIONS EUROPEENNES

En avril, les craintes de guerre commerciale se sont atténuées, contribuant au rebond des actifs risqués. Les principales places boursières des pays développés ont enregistré des performances mensuelles positives. Le marché européen a surperformé largement son homologue américain (DJ Eurostoxx 50 +5,2 %, S&P 500 +0,3 %), retrouvant ainsi son niveau de début d'année.

La hausse des cours du pétrole et des matières premières (Brent +7 %) a participé aux tensions sur les taux d'intérêt, en particulier en Amérique du Nord et en Australie. Le taux à 10 ans aux Etats-Unis a furtivement passé le seuil symbolique des 3 % tandis que le rendement de l'emprunt d'Etat allemand a grimpé au-dessus de 0,60 % avant de se replier à 0,56 % en fin de mois. Aux Etats-Unis, la remontée des taux nominaux s'est faite tant par la hausse de taux réels (+9bps) que par celle des points morts d'inflation (+12bps). A l'inverse, en Zone Euro, la hausse des taux nominaux s'est principalement nourrie de la hausse des taux réels.

Sur le marché des changes, le Dollar s'est apprécié contre un panier de devises, +1,40 % en taux de change effectif nominal tandis que la parité Euro/Dollar est passée de 1,23 à 1,20.

Du côté des publications macro-économiques, les enquêtes de confiance et les chiffres d'activités ont été globalement satisfaisants aux Etats-Unis, ce qui explique en partie la force du Dollar sur le mois. En revanche, les attentes ont plutôt

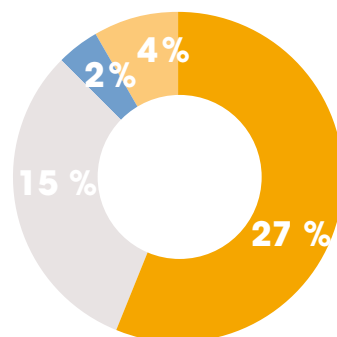
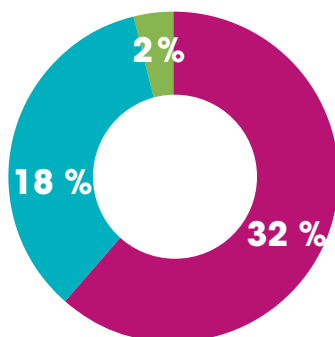
été déçues en Zone Euro, après les pics atteints à la fin de l'année 2017, ne remettant toutefois pas en cause la bonne orientation du cycle économique.

Du côté des publications micro-économiques, les résultats des entreprises américaines sont globalement ressortis au-dessus du consensus tandis qu'en Europe les publications sont plus mitigées.

Notons enfin que sur le marché des obligations des pays émergents, le contexte est resté difficile sur le mois tant sur la composante taux que sur la composante devises.

Nous maintenons inchangés nos grands blocs d'allocations actions et taux internationaux avec une sur-pondération des actions, principalement européennes, et une prudence sur les taux en général. Néanmoins, nous procédons à quelques arbitrages : sur les actions, nous renforçons le marché américain et prenons quelques profits sur l'Europe et le Japon. Nous restons à l'écart des actions émergentes. Côté taux, nous maintenons une sous-sensibilité structurelle, principalement sur la Zone Euro. Nous réduisons les obligations indexées sur inflation américaine et renforçons cette classe d'actifs sur l'Europe. Enfin, après la forte correction d'avril nous rachetons tactiquement un peu d'obligations émergentes.

Nous restons toujours globalement légèrement sous-pondérés sur le crédit en privilégiant toujours le High Yield et les obligations subordonnées.



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 78 836 320 € - RCS : 480 871 490
Directeur de la publication :
Laurent Jacquier Laforge et Jean-Luc Hivert
Responsable de la rédaction :
Caroline Babouillard
Chef d'édition : Marion Lévêque
Maquette : Wanda Le Sauze

EXPOSITION ACTIONS : 52 %



ÉTATS-UNIS

Nous poursuivons le renforcement sur les actions américaines après la phase de sous-performance.



EUROPE

Nous prenons quelques profits.



JAPON

Nous réduisons également notre position sur les actions japonaises.



PAYS ÉMERGENTS

Nous maintenons notre absence d'exposition.

EXPOSITION TAUX : 48 %



OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS

Poids augmenté, avec maintien de la concentration de la sensibilité sur les Etats-Unis.



OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION

Nous réduisons notre pari sur les indexées inflation et nous arbitrons une partie des Etats-Unis vers l'Europe.



DETTE FINANCIÈRE / SUBORDONNÉE

Nous maintenons un investissement faible dans l'attente d'une opportunité de retour sur la classe d'actifs.



DETTE PAYS ÉMERGENTS

Nous renforçons tactiquement après la forte correction des dernières semaines.



CRÉDIT HIGH YIELD

Nous maintenons notre prudence sur ce thème.

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.