

ORIENTATIONS & STRATÉGIE

LETTRE MENSUELLE

N° 194
OCTOBRE 2018

Achevée de rédiger
le 08/10/18



ITALIE, ROYAUME-UNI, ETATS-UNIS... LA RENTRÉE EST POLITIQUE

Comme prévu, mais il ne fallait pas être grand clerc pour cela, le mois de septembre n'a été qu'une succession de nouvelles politiques et il en sera très certainement de même pour le mois d'octobre.

Commençons par l'Italie. Malgré la bonne volonté de M. Tria et ses annonces d'un déficit budgétaire inférieur à 2 % du PIB, ce sont MM. Salvini et Di Maio qui ont eu gain de cause in fine, avec un déficit 2019 prévu à 2,4 %. Le chiffre en lui-même n'est pas si alarmant que cela, surtout au regard des déficits français ou espagnol, mais il est extrêmement fragile (hypothèses de croissance sans doute trop élevées) et ne permettra pas une stabilisation de la dette italienne.

Il est probable que la commission européenne s'offusque de ce dérapage, mais elle n'a finalement que peu de pouvoirs de sanctions réellement applicables. Le Président Mattarella, que l'on n'a pas entendu cet été, pourrait lui aussi s'inviter dans les discussions et s'appuyer sur les articles 81 et 97 (sur la soutenabilité de la dette) pour infléchir certaines positions mais cela semble difficile. Tous ces développements ne changent pas notre positionnement sur l'Italie : nous restons à l'écart tant que la situation politique ne sera pas éclaircie.

M. Trump a, lui, de son côté, renégocié les accords de l'Aléna (USMCA) sans que ceux-ci soient modifiés de manière substantielle, mais cela pourrait lui valoir quelques suffrages en vue des élections de mi-mandat. Ses menaces vis-à-vis de la Chine ont été mises en application avec une taxe de 10 % sur 200 milliards de dollars de produits chinois importés ; le marché craignait un taux de 25 % de taxe (qui n'interviendra qu'en 2019) et les représailles chinoises sont pour le moment contenues (taxe sur 60 milliards de dollars d'importations), raisons pour lesquelles les marchés n'ont quasiment pas réagi.

Les négociations concernant le Brexit restent difficiles, avec le rejet du plan "chequers" de la part des Européens. Il reste peu d'options viables pour Theresa May, même si elle arrive à trouver un accord avec les Européens (au prix d'importantes concessions), celui-ci aura en effet beaucoup de difficultés à être voté au Parlement. La piste d'un nouveau référendum, écartée il y a encore quelques semaines, ne semble plus si improbable aujourd'hui étant donné l'impasse politique actuelle.

Le monde émergent va, lui, en revanche un peu mieux, avec une banque centrale turque qui a enfin augmenté ses taux et une Argentine qui a obtenu suffisamment de garanties du FMI (50 mds + 7 mds) pour rassurer le marché. Tous les problèmes ne sont pas réglés, mais la situation s'est stabilisée.

Dans ce contexte hautement incertain et dominé ce mois-ci encore par des problématiques politiques, nous maintenons des paris limités : pas d'exposition à l'Italie, peu de positions vendeuses de taux "core" ou sur la sphère financière et expositions actions proches des indices. Nous maintenons un avis légèrement positif (mais sélectif) sur les émergents.



LA FRANÇAISE
investing together



DU CÔTÉ DES TAUX

CASINO : UNE ATTAQUE À TORT OU À RAISON ?

Les nouvelles habitudes de consommation, centrées sur les commerces de proximité et les livraisons à domicile, ont remis en question le modèle traditionnel de la grande distribution française. Pour survivre, les acteurs français doivent évoluer et ce, au même rythme que ces nouvelles habitudes se développent. Si une consolidation du secteur est envisagée par la majorité des investisseurs, les défauts retentissants de distributeurs anglo-saxons ont accentué le poids accordé à la valorisation des dettes des acteurs dans la détermination de la prochaine entreprise en difficulté.

Le complexe Casino-Rallye, connu pour ses dettes à chaque échelon et sa complexité financière a, de facto, concentré les craintes du marché sur le secteur. Sous la pression des ventes à découvert, l'action Casino avait, au 5 septembre, perdu 47 % de sa valeur depuis le début de l'année. A ce niveau, nous ne pouvons plus parler de craintes mais bien d'une attaque. Aujourd'hui, Casino nous paraît sous-évalué avec une capitalisation inférieure à la valorisation estimée de Monoprix.

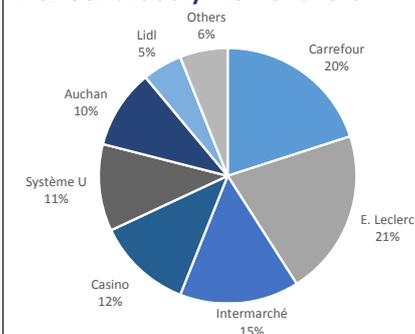
Revenons sur la structure du groupe : la majorité des dettes du groupe est détenue par la maison mère de Casino, Rallye, ce qui force Casino à verser des dividendes récurrents importants afin que Rallye puisse assurer le paiement des intérêts de ses dettes. Pour obtenir des financements, Rallye prête des actions Casino aux banques. Plus l'action Casino baisse et plus Rallye doit nantir des actions en échange de ces financements. L'idée des fonds activistes est donc de faire baisser au maximum l'action Casino pour assécher le financement de Rallye afin que celle-ci fasse défaut et que Casino soit soulagé du poids des dettes de Rallye. A ce stade, on pourrait conclure que Casino a été attaqué à raison, pour protéger son futur et lui permettre de réaliser les investissements nécessaires. Cependant, ceci est théorique.

En pratique, Jean-Charles Naouri, PDG et principal actionnaire du groupe Casino, mène la stratégie du groupe avec succès depuis 26 ans. Certes, le groupe a une dette élevée mais nous ne considérons pas que la situation soit critique. Pour répondre à la nouvelle demande, assurer ses conditions d'offre et ses sources de financement, le groupe possède une palette d'options.

En dehors du soutien historique des banques françaises au groupe, comme en témoigne la facilité de crédit accordée ce mois-ci à Rallye sans demande de garantie, nous considérons comme tout à fait envisageable que Casino s'allie avec un acteur du online tel qu'Amazon ou un acteur traditionnel de la grande distribution française qui offrirait des synergies et une meilleure compétitivité. De même, pour répondre à ses besoins de liquidités, le groupe possède aussi bien des actifs immobiliers que des participations monnayables à court et moyen terme tels que Cdiscount, Monoprix ou GPA en Amérique Latine.

Casino reste une entreprise reconnue avec des sources de financement possibles lui permettant de pérenniser son future et sa transformation stratégique tout en étant un bon candidat pour une possible consolidation sectorielle. Casino a notamment révélé avoir entretenu des discussions avec Carrefour en septembre, et des rumeurs de marché véhiculent des discussions entre Casino et Auchan, ce qui serait le plus sensé d'un point de vue concurrentiel selon nous.

France: Grocery Market Share



For the 12 weeks ending 22 Aug 2018.
(source Kantar Worldpanel, CreditSights)



DU CÔTÉ DES ACTIONS

UNE POLARISATION GÉOGRAPHIQUE

ET SECTORIELLE COMME RÉSULTANTE DES ANNONCES POLITIQUES

Après un été difficile pour le marché des actions européennes, le mois de septembre reste atone malgré un léger rebond en France et en Italie. La croissance économique mondiale n'est pas remise en cause, pas plus que les résultats des entreprises attendus pour l'ensemble de l'année en Europe ; toutefois, la performance du marché européen reste négative en 2018 alors que le marché américain continue de battre de nouveaux records.

L'analyse des performances boursières montre une claire polarisation géographique et sectorielle comme la résultante des annonces et situations politiques. Autrement dit, la prime de risque appliquée aux marchés européens, et plus particulièrement de la zone euro, reste élevée. Les flux de capitaux montrent également une défiance des investisseurs internationaux à l'égard de la zone euro, alors que les 'fondamentaux' militeraient pour une performance positive en 2018. Les 3 raisons 'politiques' que nous avons déjà soulignées restent des éléments bloquants :



■ Guerre commerciale

Après des mois de menaces, de récriminations, de négociations, l'Aléna a disparu au bénéfice de son proche cousin, l'USMCA pour "Accord Etats-Unis-Mexique-Canada". Le Canada a rejoint le Mexique le 30 septembre dans un accord, qui ne devrait pas bouleverser la nature des échanges entre les trois pays. Cette nouvelle positive pour les échanges internationaux a été éclipsée par une nouvelle annonce du président Trump visant la mise à exécution de sa menace de taxer 200 Mds\$ supplémentaires d'importations chinoises au taux de 10 % dès septembre, puis 25 % au 1^{er} janvier 2019. La Chine réagit en annonçant de nouveaux droits de douane allant de 5 % à 10 % sur 60 Mds\$ de biens américains dès ce mois d'octobre. Les US ont déjà annoncé qu'en cas de riposte, ils taxeraient la quasi-totalité des importations chinoises. Cette escalade d'annonces a accru une nouvelle fois la pression et les inquiétudes quant aux conséquences à venir de cette opposition.

■ Aucun progrès sur le Brexit au sommet de Salzbourg

Le risque de non-accord est substantiel et devra attendre, au mieux, le sommet de décembre. Il n'y a aucune garantie qu'un accord soit trouvé avant le 29 mars à minuit, date programmée du Brexit. Le ministre britannique du Commerce, Liam Fox, estimait à 60 % la probabilité d'un "no deal". Le gouverneur Mark Carney a informé le gouvernement des risques économiques et financiers associés au Brexit.

■ Le vote du budget Italien

Malgré la pression exercée par Luigi Di Maio, leader du Mouvement 5 Etoiles de ne pas voter le budget italien 2019 si toutes ses promesses (instauration d'un revenu citoyen, abaissement de l'âge de départ à la retraite et hausse des pensions) n'y étaient pas retenues, le ministre des Finances Giovanni Tria a tenté de maintenir le déficit à 1,6 % du PIB. Finalement, un accord entre le Mouvement 5 étoiles et la Ligue vise un déficit public à 2,4 % du produit intérieur brut entre 2019 et 2021, loin des 0,8 % espérés par Bruxelles dès l'an prochain. Cette nouvelle source de conflit avec Bruxelles maintient une tension élevée au sein de la zone euro.

LA FRONDE ITALIENNE

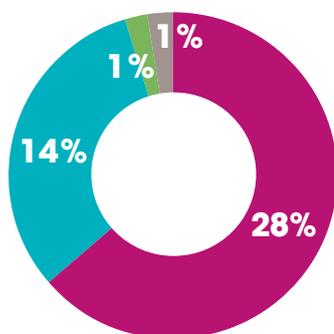
Le gouvernement italien a donc annoncé un déficit budgétaire de 2,4 % pour 2019. Ce chiffre se compare négativement au 0,8 % annoncé par le gouvernement précédent, au 1,6 % défendu par G. Tria et au 1,9 % attendu par le consensus. Les prochaines échéances sont la remise du projet budgétaire à la Commission Européenne le 15 octobre, les recommandations de celle-ci à fin octobre et les annonces Moody's et S&P sur la note italienne le 26 octobre.

Sans surprise, les Etats-Unis ont mis en place, à partir du 24 septembre, des tarifs douaniers sur les biens chinois (200 milliards) et la Chine a riposté immédiatement par l'instauration de tarifs douaniers sur les biens américains (60 milliards). Enfin, lors du sommet européen de Salzbourg, l'Union Européenne a rejeté le plan de sortie ("Chequers") de T. May : la frontière entre l'Irlande du Nord et la République d'Irlande ainsi que la libre circulation des biens et des services sont les principaux points de blocage.

Du côté des publications macro-économiques, les chiffres aux Etats-Unis ont confirmé le dynamisme de la croissance en dépit des risques liés au protectionnisme. En zone euro, les derniers chiffres laissent présager une croissance de 0,5 % sur le T3 2018 (soit 1.9 % en rythme annuel). Les banquiers centraux n'ont pas réservé de surprises. La BCE a de nouveau opté pour le statu quo monétaire. La FED a relevé ses taux directeurs de 25 bp. La quatrième et la dernière hausse de l'année est anticipée à 70 % en décembre selon le consensus de marché.

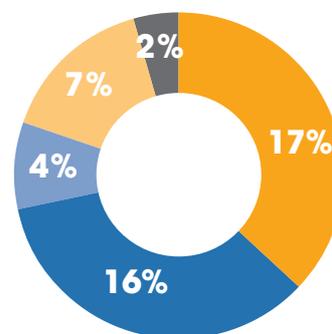
Côté actions internationales, à l'exception du Japon qui rebondit de plus de 5 % en yen, les marchés clôturent le mois plutôt proches de l'équilibre. Sur le marché des obligations d'Etat, les taux nominaux des principaux pays développés (hors Japon) se sont tendus sous l'impulsion des taux américains, et essentiellement par la hausse des taux réels. Sur le crédit, on note une bonne tenue générale des marchés, avec une surperformance des États-Unis sur l'Europe. Sur le marché des changes, la parité euro/dollar a clôturé à 1,1604, stable. Du côté des pays émergents, les pays dont les devises ont enregistré les meilleures performances sont la Turquie (+8 %), l'Afrique du Sud (+4 %), la Colombie (+3 %) et la Russie (+3 %). Au niveau des matières premières, le pétrole a rebondi de 6,8 % sur le Brent, soit 80 \$ le baril (plus haut depuis 4 ans). Sur les marchés émergents, l'indice JP Morgan "Global Diversified Sovereign" s'est resserré de 35 bp sur le mois, à 335 bp.

Nous abordons ce mois d'octobre très chargé avec le même sentiment mitigé, entre prudence et opportunités. Nous conservons quasi inchangée notre exposition sur les marchés d'actions, proche de 44 %, toujours centrée sur les Etats-Unis et l'Europe. Du côté des taux européens, nous maintenons notre sous-sensibilité sur les taux Core nominaux et notre diversification sur les indexées inflation. Nous conservons notre socle sur la dette émergente et les subordonnées financières.



EXPOSITION ACTIONS : 44 %

- ÉTATS-UNIS**
Nous conservons notre position sur les actions américaines.
- EUROPE**
Nous maintenons les actions européennes avec une bonne diversification suivant les styles.
- JAPON**
Nous remettons une toute petite position.
- PAYS ÉMERGENTS**
Nous initions également une petite ligne sur ce thème.



EXPOSITION TAUX : 46 %

- OBLIGATIONS ÉTATS DÉVELOPPÉS**
Réduction légère de la sensibilité globale.
- OBLIGATIONS INDEXÉES INFLATION**
Nous maintenons notre pari sur les indexées inflation.
- DETTE FINANCIÈRE / SUBORDONNÉE**
Pas de changement sur la position.
- DETTE PAYS ÉMERGENTS**
Nous conservons notre position après le renforcement du début de l'été.
- CRÉDIT HIGH YIELD**
Nous amorçons un nouvel investissement de 2 % sur le High Yield européen.



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