

► DES RISQUES ET DES DÉCEPTIONS SUR LES MARCHÉS : QUELLE STRATÉGIE ADOPTER ?

Trois questions essentielles taraudent la sphère financière depuis quelques mois : les négociations difficiles entre Américains et Chinois aboutiront-elles à un accord commercial ? Quel sera l'impact des tensions entre les deux pays sur l'économie mondiale ? Et dans ce contexte, quelles seront les réactions des banquiers centraux ?

« Les marchés resteront difficiles à court terme. »

Face à ces interrogations, de juin à juillet, les investisseurs ont été tiraillés entre **des indicateurs économiques en demi-teintes** - laissant craindre une décélération économique mondiale -, et des banques centrales **réduisant à nouveau leurs taux directeurs** pour retarder l'échéance d'une récession. En conséquence, la plupart des indices ont évolué à l'horizontal.

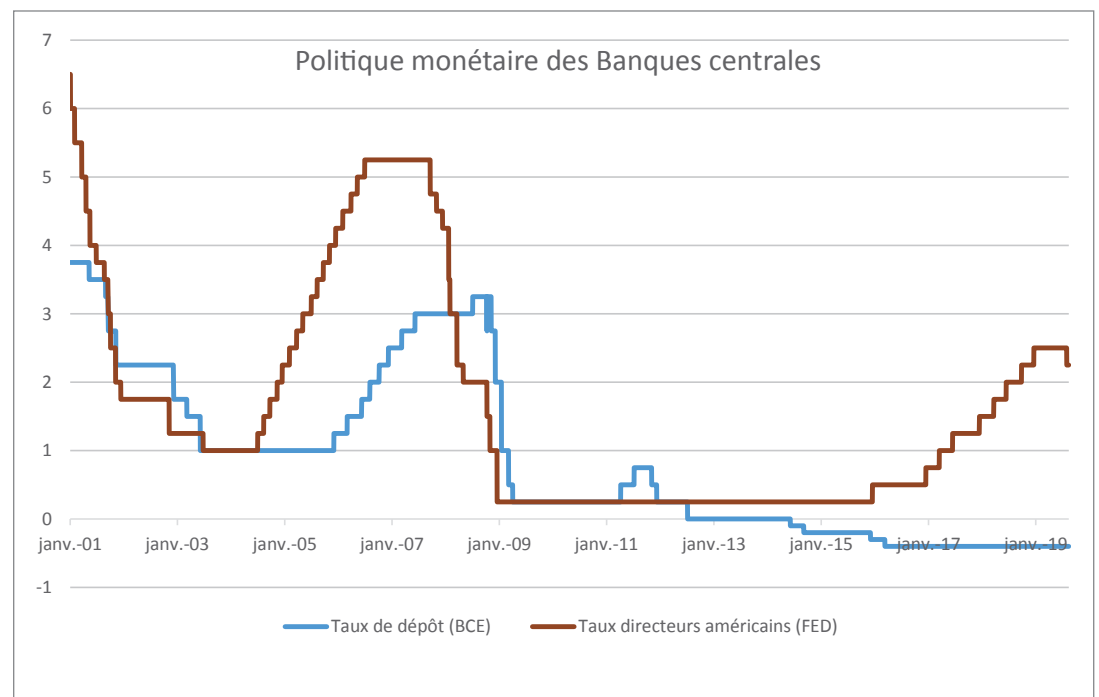
Déception de la Fed

Début août, **l'humeur des marchés a brutalement changé**. Après l'annonce d'une baisse de taux de seulement 25 points de base de la Réserve fédérale américaine (Fed) qui ne répondait pas pleinement aux exigences des investisseurs, ni à celles du Président Trump, ce dernier a annoncé, contre toute attente, **de nouveaux droits de douane** sur 300 milliards de dollars de produits chinois importés aux Etats-Unis. Les effets ont été immédiats : les actions, les matières premières et les taux d'intérêt ont chuté tandis que l'or a repris le chemin de la hausse.

Vue neutre

Dans ce contexte politique et économique difficile, nous avons **réduit notre exposition aux actions** fin juin pour adopter une vue neutre. Nous continuons de penser que **les marchés resteront difficiles** à court terme compte tenu des **facteurs de risque**, essentiellement politiques : les discussions entre la Chine et les Etats-Unis sont laborieuses, les négociations avec l'Union européenne n'ont pas encore démarré et l'option d'un Brexit sans accord est à présent plausible. Si ces risques restent maîtrisés, le cycle économique ne devrait toutefois pas arriver à son terme en 2019-20, selon nous, et **des opportunités d'achat devraient dès lors à nouveau se dessiner** au cours des prochains mois.

Politique monétaire des Banques centrales
Source : Bloomberg, Banque Transatlantique Belgium



► SECTEUR BANCAIRE EN BERNE

En attendant, certains secteurs sont à manier avec prudence. Nous sommes ainsi **sous-pondérés en banques**. Le secteur est confronté à de multiples facteurs de risque, le plus notable étant **la baisse de la profitabilité**. Celle-ci est devenue structurellement plus faible depuis que la Banque centrale européenne (BCE) a mis en place **une politique d'assouplissement monétaire**. La baisse des taux d'intérêt est, en effet, particulièrement pénalisante pour la rentabilité des fonds propres du secteur bancaire. Dans un contexte de **ralentissement de la croissance** et de l'inflation dans la zone euro, le rendement du taux à 10 ans des emprunts d'Etat allemands, actuellement au plus bas, ne devrait pas remonter rapidement.

Taux négatifs

Par ailleurs, avec **un taux de dépôt auprès de la BCE négatif (-0,40%)**, les banques européennes sont pénalisées par un afflux de liquidités. A ce titre, lors de la dernière réunion de la BCE, Mario Draghi a évoqué la possibilité d'un **ajustement du calcul de taux de dépôt par palier** (système de « *tiering* ») qui pourrait alléger la charge d'intérêt pour les banques disposant d'un large excédent de liquidités. Les premières concernées seraient les banques établies en Allemagne, Finlande, France et au Luxembourg.

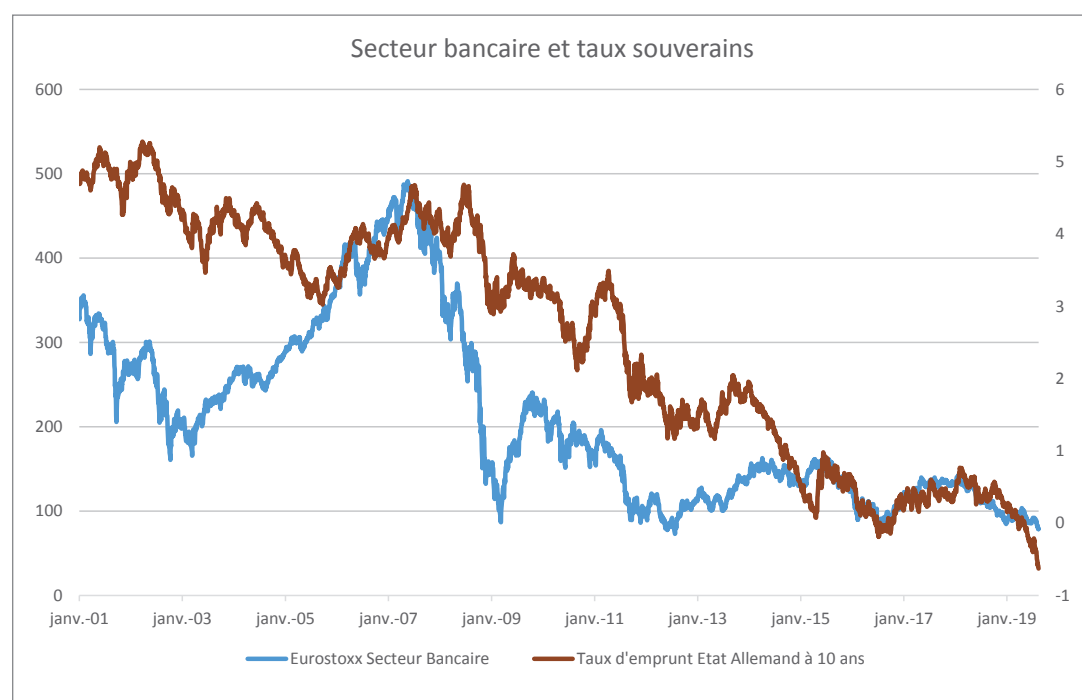
Un ralentissement notable de l'économie pourrait aussi peser sur le secteur bancaire. Jusqu'à présent, l'expansion économique a soutenu la rentabilité des banques. La croissance robuste des prêts en Europe a contribué à atténuer la compression des marges. Les créances douteuses ont été aussi considérablement réduites, diminuant ainsi les nouvelles dépréciations et améliorant la rentabilité des établissements bancaires.

Structure de coûts

Dans ce contexte difficile, les banques de la zone euro ont dû améliorer leur structure de coûts (**réduction des réseaux bancaires, montée en puissance du digital**). L'achèvement de l'union bancaire pourrait contribuer à garantir **un meilleur partage des coûts** et permettre aux banques d'utiliser efficacement les liquidités et les fonds propres au niveau de la zone euro.

Le dernier défi pour la rentabilité des banques vient de **la concurrence accrue de l'extérieur du secteur**, en particulier des sociétés de technologie financière (fintech). Ces dernières, peu réglementées, ont commencé à empiéter sur le domaine des systèmes de paiement, ce qui représente un nouvel enjeu pour le secteur.

Secteur bancaire et taux souverains
Source: Bloomberg,
Banque Transatlantique Belgium



«Les évolutions réglementaires ont également eu un impact au cours de la dernière année.»

► AUTOMOBILES AU RALENTI

Les **secteurs cycliques souffrent également** du contexte actuel. A ce titre, nous **sous-pondérons le secteur de l'automobile**. Sur les sept premiers mois de 2019, la composante automobile de l'indice large européen affiche une sous-performance de 5,3% par rapport au Stoxx 600 alors même que les valorisations sont à des niveaux planchers. Cette contre-performance s'explique par plusieurs faits. **La guerre commerciale « sino-américaine »** a en premier lieu jeté un voile d'incertitude économique sur le secteur. La Chine, consommatrice insatiable de berlines grâce à la croissance de sa classe moyenne, a connu **une inversion de tendance sur son marché domestique** pour la première fois en trente ans. Les usines locales ouvertes en joint-venture avec les constructeurs occidentaux ont dès lors vu leur **capacité de production ramenée largement sous les seuils d'équilibre**, se situant à 80% des capacités d'utilisation (l'usine PSA/DongFeng étant à 22% de sa capacité sur le premier semestre 2019 ou encore celle de Ford/Chang'an se trouvant à 11% de sa capacité, selon le Financial Times). Ce retournement du marché chinois peut également s'expliquer par **le ralentissement des autorisations d'immatriculation** des nouveaux véhicules.

Evolutions réglementaires

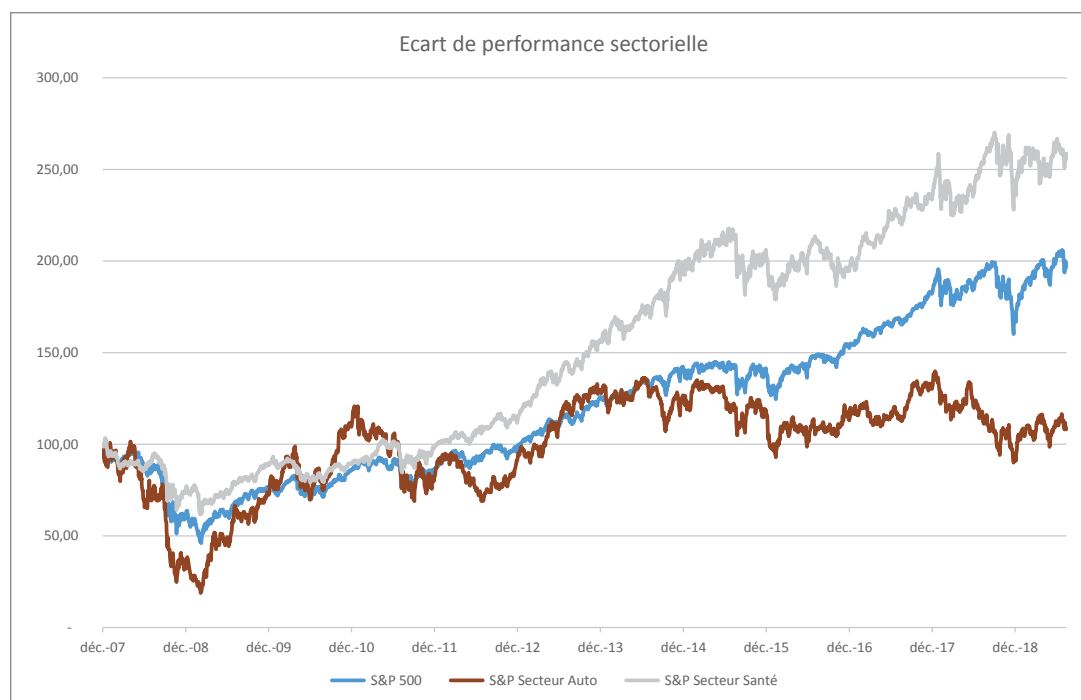
Outre l'environnement économique, des évolutions réglementaires ont également eu un impact au cours de la dernière année. Les équipementiers automobiles ont été affectés **par la procédure d'essai mondiale harmonisée** pour les voitures particulières et les véhicules utilitaires légers. Elle instaure une norme d'essais d'homologation des véhicules en mesurant leur consommation de carburant, l'autonomie électrique et les rejets de CO₂ et de polluants qui sont au cœur des **règles imposées par la Commission européenne**. A échéance 2020-21, l'objectif est fixé à 95g/km, la moyenne observée en 2018 se situant à 120,5 g/km.

Les pénalités prévues en cas de dépassement sont très incitatives et pourraient représenter jusqu'à 80% des profits générés par les constructeurs aux moteurs gourmands, selon les analystes d'Oddo. En l'état actuel des technologies des moteurs thermiques et compte tenu du déclin accéléré de la pénétration du diesel, **les nouvelles limites d'émissions pourraient imposer une électrification** de masse dans l'offre de véhicules en Europe. Daimler a prévu 10 milliards d'euros d'investissements et le lancement de dix nouveaux modèles électriques purs d'ici 2022, Fiat va investir 9 milliards d'euros pour électrifier sa gamme d'ici 2022 également, VW prévoit d'investir 30 milliards d'euros en électromobilité sur 2019-23 et de lancer 80 nouveaux modèles électrifiés (purs et hybrides). Dans ce contexte, **les dépenses d'investissement des constructeurs repartent à la hausse** tandis que les ventes ralentissent...

Evolution de la mobilité

De plus, des pressions inédites font également leur apparition **avec de nouveaux entrants venant perturber le modèle de production** existant (comme Tesla). Les géants de la technologie américains (Google avec Waymo, Apple, Uber, Intel, etc.) imposent également une course effrénée à **l'automatisation de la conduite**, tout en contribuant à **un changement de mentalité dans le concept même de propriété d'un véhicule**. Les voies économiques et réglementaires mondiales nous apparaissent donc sinueuses et parsemée d'embûches, risquant d'amener les valeurs traditionnelles du secteur de l'automobile dans une impasse, si elles ne s'adaptent pas rapidement.

Ecart de performance sectorielle
Source: Bloomberg,
Banque Transatlantique Belgium



► SANTÉ AUX PETITS SOINS

A l'inverse, le secteur de la santé et celui des appareils médicaux peuvent, dans une certaine mesure, constituer une zone de refuge dans le contexte actuel. La **MedTech**, plus résiliente aux aléas du cycle économique, offre une exposition à des secteurs dont la croissance est séculaire en lien avec des évolutions de société (longévité, robotisation, obésité, environnement). Historiquement, les principales entreprises du secteur connaissent **une croissance des ventes soutenue**, de l'ordre de 6% par an. Les **marges opérationnelles** y sont élevées (supérieures à 20%) et la pression sur les prix y est contenue grâce à leur **capacité d'innover** pour tirer parti de marchés porteurs.

S'adapter

Le secteur de la santé a néanmoins connu des périodes difficiles : une fois les brevets tombés dans le domaine public, la **concurrence des génériques** fait généralement baisser les prix de 15% par an. Par ailleurs, les gouvernements, soucieux de contenir la progression de la dette publique, tentent de limiter les hausses de prix sur les traitements remboursés et encore protégés par les brevets. **Certaines sociétés ont su réagir face à ces pertes de revenus** en accroissant de manière stratégique leurs dépenses de recherche et développement afin de remplacer les anciens traitements par de nouvelles molécules. Dans ce contexte, de nouveaux acteurs émergent et développent des **services d'externalisation, de développement et de production de médicaments** afin de les fournir aux grands laboratoires. ThermoFisher, Becton Dickinson, Medtronic en sont de bons exemples.

► CONCLUSION

L'environnement actuel incite donc à **une certaine prudence à court terme**. Les indices boursiers risquent de rester volatils ces prochaines semaines, ballottés par un flux de nouvelles éminemment politiques. Pour autant, les actions conservent, selon nous, **un certain potentiel de progression** qui nécessite **une fine sélectivité sectorielle**. Certains secteurs ont beau être très bon marché, ils peuvent actuellement s'apparenter à des *value trap* (valeur bon marché jugée à tort comme bénéficiant d'un important potentiel de rebond). D'autres, à l'inverse, profitent d'une **croissance séculaire** qui pourrait continuer à porter leurs cours boursiers. Enfin, au sein de ces secteurs plus résilients, le choix de la bonne valeur est également primordial. Le **stock picking** a donc encore de beaux jours devant lui.

Avancées technologiques

La génétique fait également partie des domaines où les avancées technologiques ont été remarquables ces dernières années. La **baisse des coûts du séquençage de l'ADN** a permis d'étendre le champ d'application de la technologie. Les acteurs dans cette activité, essentiellement localisés aux Etats-Unis (Illumina, Pacific Biosciences, ThermoFisher, Abbott Laboratories, etc.), produisent des machines permettant de réaliser des **tests génétiques personnels**, diagnostiquer des maladies, établir des prédispositions génétiques, renforcer les contrôles alimentaires ou pister des épidémies. Cette technologie a ouvert la porte à **la médecine personnalisée**, particulièrement employée dans l'oncologie, domaine où le séquençage du génome des cellules cancéreuses permettrait de détecter les mutations responsables de tumeurs. En 2013, Angéline Jolie a révélé avoir subi une ablation des seins pour prévenir un risque très élevé de cancer. Les **techniques modernes d'analyse d'ADN** ont permis de détecter la mutation de deux gènes qui augmentait de 75% les risques de développer le cancer du sein. Le décryptage du génome a de quoi **bouleverser les soins de santé** et les relais de croissance sont légions, notamment dans l'interprétation des données collectées.

« La MedTech offre une exposition à des secteurs dont la croissance est séculaire. »

BANQUE TRANSATLANTIQUE BELGIUM