

Stratégie Actions

Outlook Equities 2020 : une année placée sous le signe des Gremlins ® ?

Mercredi 08 Janvier 2020

Sylvain Goyon CFA - Stratégiste

sylvain.goyon@oddo-bhf.com

+33 (0)1 55 35 42 61

<https://www.oddosecurities.com>

Notre scénario central est proche du consensus de marché pour 2020 : reprise économique modérée, apaisement des tensions commerciales et des risques politiques en Europe. Dans ce cadre : 1/ favoriser Europe vs Etats-Unis ; 2/ repondérons la value via les banques ; 3/ rester prudents vis-à-vis des cycliques qui valorisent déjà un niveau de PMI manufacturier proche de 54 pts. Attention, ce scénario idyllique repose sur l'absence de mouvements de pentification marquée, hors reprise macro, de la courbe des taux. Or, les risques d'un tel mouvement existent : retour du risque politique (Italie), débat autour des inégalités qui pourrait pousser à l'adoption d'une hausse des salaires et donc de l'inflation et des taux.

Entre consensus sirupeux et risques

- Vous rappelez-vous de Gremlins ® ? Une petite créature très mignonne (Gizmo ®) pouvait se transformer en diabolotin (Spike ®). Bref, ce qu'elle vous laissait voir n'était pas du tout ce que vous risquiez d'obtenir. **Aujourd'hui le marché est en mode "Gizmo®"** : la récession redoutée n'aura pas lieu, le point bas de l'activité est derrière nous et une accélération modérée est attendue depuis les points bas du T3. Cette réaccélération n'est pas suffisante pour doper la croissance des BPA (ODDO BHF +2% pour le Stoxx 600, vs +8.9% consensus) mais le reflux des risques politiques (Brexit, Italie) et commerciaux (US Chine) et le maintien de taux réels négatifs permettent d'envisager une légère expansion de multiples.
- **L'adoption de cette vue amène à préférer l'Europe** (PE relatif aux US au plus bas depuis 10 ans) alors que le spread de marge d'EBITDA évolue en faveur du vieux continent. La meilleure visibilité macro questionne l'écart de PE entre Growth et Value, (3 écarts type au-dessus de la moyenne de long terme). En clair, si le potentiel global est modeste (Stoxx 600 :425 pts), l'ajustement des portefeuilles à un contexte moins inquiétant offre une marge de progression importante à la value.
- **Au sein de la value nous privilégions les banques** (P/BV cible 0.8x vs 0.67x) étant donné 1/ le changement d'état d'esprit de la BCE qui se préoccupe désormais de la santé financière (introduction du tiering system), 2/ la volonté du marché de croire à la possibilité d'un assouplissement réglementaire (CRD 5) qui permettrait de percevoir les banques européennes comme moins sous-capitalisées que l'on ne le pensait, 3/ les perspectives (à plus long terme) d'achèvement de l'Union Bancaire et donc la possibilité d'une reconfiguration sectorielle par le biais du M&A . Nous sommes en revanche prudents sur les cycliques qui valorisent d'ores et déjà des PMI manufacturiers nettement supérieurs aux dernières publications.
- **Mais attention Spike® n'est pas loin.** Le consensus est bâti sur deux piliers : 1/ l'absence de récession aux Etats-Unis, 2/ l'absence de pentification non contrôlée de la courbe des taux. Si le premier est robuste, le second pourrait être ébranlé via le retour inopiné du risque politique en Europe, le débat autour des inégalités et ses éventuelles conséquences salariales (retour de l'inflation, réaction des BC), particulièrement aux Etats-Unis. Un tel développement serait négatif pour les actifs risqués, particulièrement les plus illiquides. Enfin notre responsable de l'analyse technique pointe la possibilité d'une correction de grande ampleur (-15 à -20%) qui signerait la fin de la tendance haussière, initiée en 2009, des marchés.

Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, les informations fournies dans ce document proviennent de sources dignes de foi mais ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.



Sommaire

2020, l'année « Gremlins ® » pour les marchés actions ?	4
Cadrage macroéconomique	8
Pas de récession, mais le rebond est modeste 2020 : un scénario central de rebond modéré	
Scénario de profits	16
Une fois de plus le consensus est trop optimiste	
Détermination des potentiels	18
Europe : un potentiel à 12 mois de l'ordre de 6%	
Comment construire l'allocation en 2020 ?	21
Géographique : US vs EU Growth – Value Cycliques vs Defensives Construction de l'allocation sectorielle la « PMI Toolbox »	
4 raisons qui pourraient rendre méchante l'année gremlin	33
Europe : retour inattendu du risque politique Les primes de risque sont inférieures au coût du risque Le débat croissant autour des inégalités Technique : fin de la période de hausse de LT aux Etats-Unis	





2020, L'ANNÉE « GREMLINS® » POUR LES MARCHÉS ACTIONS ?

2019 se sera achevée sur les chapeaux de roue. Tous les voyants semblent au vert pour 2020 : la récession redoutée aux Etats-Unis n'aura pas lieu, l'apaisement est présent sur tous les fronts (commerciaux, macroéconomique, risque politique), les taux réels restent confortablement ancrés en territoire négatif alors que les banques centrales semblent avoir toutes renoncé à une normalisation à court terme de la politique monétaire. Bref, « all in » pour les actifs risqués...

La situation présente nous fait inévitablement penser au film Gremlins ®. Cette mention trahit notre âge mais pas nécessairement la métaphore que nous voulons filer. Ce que l'on voit n'est pas toujours ce dont on dispose en réalité. Rappelez-vous le mignon Gizmo (r) ® pouvait se transformer en horrible Spike (r) ® s'il était nourri après minuit. Le maître de Gizmo (r), pourtant dûment chapitré à ce sujet, n'arrivera pourtant pas à éviter la métamorphose apocalyptique.

Or aujourd'hui le marché est en mode Gizmo ®. Tout va pour le mieux dans le meilleur des mondes. Ce n'est pas de l'aveuglement, les derniers indicateurs permettent effectivement à nos macro économistes de dessiner un monde certes en ralentissement, mais dans lequel la récession est une chimère. Mieux, la zone euro est dans ce scénario central la seule à connaître une accélération (+0.1% de PIB) de sa croissance....

L'adoption de ce scénario en tant que scénario central est donc fondée. Elle se traduit par une progression modeste des BPA en 2020e par rapport à 2019e (+2% vs 0%) bien qu'à un niveau significativement inférieur à celui attendu par le consensus (+8.9% pour le Stoxx 600). Ceci n'est pas particulièrement dérangeant, après tout le consensus pêche systématiquement (à l'exception de 2017) par excès d'optimisme. Le reflux des risques, ou la perception de leur reflux (guerre commerciale, Brexit) autorise, dans un contexte de maintien de taux très bas, un recul du coût du capital et donc une légère inflation des multiples (cible de PE 12m de 15.2x). Combinée à la progression des BPA ceci débouche sur un objectif de 425 points à 12 mois pour le Stoxx 600.

L'adoption de cette vue amène à préférer l'Europe (PE relatif aux US au plus bas depuis 10 ans) alors que le spread de marge d'EBITDA évolue en faveur du vieux continent. **La meilleure visibilité macro questionne l'écart de PE entre Growth et Value**, (3 écarts type au-dessus de la moyenne de long terme). En clair, si le potentiel global est modeste, l'ajustement des portefeuilles à un contexte moins inquiétant offre une marge de progression importante à la value.



Au sein de la value nous privilégions les banques (P/BV cible 0.8x vs 0.67x) étant donné : 1/ le changement d'état d'esprit de la BCE qui se préoccupe désormais de la santé financière (introduction du tiering system) ; 2/ la volonté du marché de croire à la possibilité d'un assouplissement réglementaire (CRD 5) qui permettrait de percevoir les banques européennes comme moins sous capitalisées que l'on ne le pensait ; 3/ les perspectives (à plus long terme) d'achèvement de l'Union Bancaire et donc la possibilité d'une reconfiguration sectorielle par le biais du M&A.

Le secteur énergie (pétrole) nous semble, après une année 2019 calamiteuse en termes de performance relative, également intéressant dans ce contexte. Il combine une valorisation relative faible par rapport au marché et des caractéristiques de qualité (FCF yield élevé à 7%, faible gearing) et le moindre pessimisme sur le cycle devrait être favorable aux cours de l'or noir. Nous sommes en revanche prudents sur les cycliques (notamment les biens d'équipement) qui valorisent d'ores et déjà des PMI manufacturiers nettement supérieurs aux dernières publications. Cette allocation n'est pas originale et force est de reconnaître que, si elle découle naturellement du scénario central, elle est affreusement consensuelle ce qui est gênant (tout comme le consensus qualité croissance l'était au moment du repricing de la courbe des taux début septembre).

Mais attention Spike ® n'est pas loin. A l'heure actuelle personne ne l'a nourri. Malheureusement les possibilités d'incident existent. En effet le consensus est bâti sur deux piliers : 1/ l'absence de récession aux Etats-Unis ; 2/ l'absence de pentification non contrôlée de la courbe des taux. Si le premier est robuste, le second nous semble potentiellement plus fragile et pourrait être ébranlé via :

1. **Le retour inopiné du risque politique en Europe,** plus particulièrement en Italie.
2. **Les conséquences du débat sur les inégalités** débat autour des inégalités et ses éventuelles conséquences salariales (retour de l'inflation, réaction des BC), particulièrement aux Etats-Unis. Un tel développement serait négatif pour les actifs risqués, particulièrement les plus illiquides.

Enfin, notre responsable de l'analyse technique souligne que nous arrivons au terme d'une tendance haussière de long terme, initiée en 2009, outre atlantique. Si le point haut du marché sera difficile à prédire, les indicateurs de participation au rally pointent tous pour un affaiblissement en cours. **Or, ces périodes de hausse de long terme se soldent toujours par une correction dont l'ampleur est proportionnelle à la hausse cumulée.** Ceci ne signifie nullement que le marché entrerait ensuite dans une phase de baisse à long terme, mais que la correction sera forte (de l'ordre de 15 à 20%). Par corrélation les marchés européens seraient également affectés. Le catalyseur n'est pas déterminé mais on ne peut exclure que l'année 2020, qui est celle des présidentielles aux Etats-Unis, ne donne corps à la perception par les investisseurs d'un changement radical des politiques salariales avec les conséquences décrites précédemment.

Dans ce contexte notre allocation se veut essentiellement tactique en ce début d'année 2020.

Nos recommandations sectorielles s'appuient donc sur les enseignements de notre « PMI Tool Box ». Cette dernière nous permet d'obtenir une typologie type en fonction du positionnement dans le cycle. Par exemple, un régime de PMI compris entre 50-55 amènerait à favoriser Basic Resources, Personal & Households Goods, Chemicals, Construction Materials ...et à l'inverse sous pondérer Media, Telco, Food & Beverages, Healthcare.



Hiérarchie sectorielle en fonction de la catégorisation du cycle

	low rising		intermediate rising		expansion rising		expansion falling		intermediate falling		low falling
InduGd&Ser	4	BasicResou	6	FinanServc	5	Chemicals	3	BasicResou	6	Per&HouGds	4
Constr&Mtr	4	Per&HouGds	4	Chemicals	3	InduGd&Ser	1	RealEstate	6	Constr&Mtr	4
Banks Pr	2	Chemicals	4	RealEstate	3	Per&HouGds	1	Per&HouGds	4	Trav&Leisr	4
Per&HouGds	2	Constr&Mtr	4	InduGd&Ser	1	Food&Bevrg	1	Food&Bevrg	4	HealthCare	2
Insurance	2	InduGd&Ser	2	Insurance	1	Technology	1	Oil&Gas	4	InduGd&Ser	2
Telcomm	2	Oil&Gas	2	Technology	1	Oil&Gas	1	Chemicals	4	Food&Bevrg	2
Retail Pr	2	FinanServc	2	Telcomm	1	Constr&Mtr	1	Utilities	4	Technology	2
FinanServc	2	Banks Pr	0	Auto&Parts	1	BasicResou	1	HealthCare	2	Auto&Parts	2
Media Pr	2	Insurance	0	Trav&Leisr	1	Auto&Parts	1	Telcomm	2	Oil&Gas	0
Food&Bevrg	0	Utilities	0	HealthCare	-1	Media Pr	1	InduGd&Ser	0	Chemicals	0
Technology	0	Retail Pr	0	Banks Pr	-1	HealthCare	-1	Insurance	0	Utilities	0
Oil&Gas	0	Auto&Parts	0	Food&Bevrg	-1	Banks Pr	-1	Constr&Mtr	0	Telcomm	0
Chemicals	0	RealEstate	0	Utilities	-1	Insurance	-1	FinanServc	0	Retail Pr	0
Auto&Parts	0	Trav&Leisr	0	Constr&Mtr	-1	Utilities	-1	Media Pr	0	BasicResou	0
RealEstate	0	HealthCare	-2	Retail Pr	-1	Telcomm	-1	Auto&Parts	-2	RealEstate	0
Trav&Leisr	0	Food&Bevrg	-2	BasicResou	-1	Retail Pr	-1	Trav&Leisr	-2	FinanServc	0
HealthCare	-2	Technology	-2	Media Pr	-1	RealEstate	-1	Banks Pr	-4	Media Pr	0
BasicResou	-2	Telcomm	-2	Per&HouGds	-3	Trav&Leisr	-1	Technology	-4	Banks Pr	-2
Utilities	-4	Media Pr	-2	Oil&Gas	-3	FinanServc	-3	Retail Pr	-4	Insurance	-2

Tableau n°1 - Source: ODDO BHF Securities

Mais cette cible ne représente pas notre allocation en début d'année. Nous considérons que l'allocation doit permettre de capter le pari de l'inflexion du cycle joué par les investisseurs.

Dans ce contexte, c'est la différence de score, entre l'état actuel (PMI low falling) et l'état cible (PMI low rising) qui nous guide. Ainsi, si le marché veut croire à la concrétisation de l'inflexion PMI devait être concrétisée (ce qui n'est pas encore tout à fait le cas avec les PMI de décembre mais on peut supposer que l'absence de taxation accrue sur les produits Chinois et la nette victoire des conservateurs en Grande Bretagne, le marché reste sur un scénario optimiste) on devrait s'attendre à un rééquilibrage des portefeuilles selon la logique suivante : accroissement des pondérations pour les secteurs présentant des variations positives de score lors de la phase d'inflexion haussière des PMI, baisse des pondérations dans le cas contraire (neutralité si score nul). **Un tel pari implique une repondération sur les financières.**

Hiérarchies sectorielles type en cas de confirmation de l'inflexion cyclique

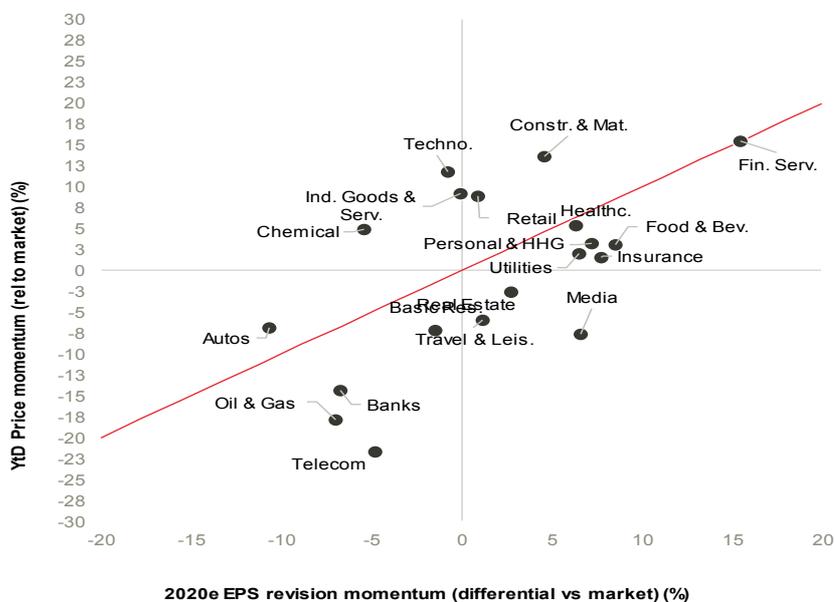
	low falling to low rising		low rising to inter rising	
Banks (EUR) Pr	4	BasicResou EUR	8	
Insurance EUR	4	Chemicals EUR	4	
FinanServc EUR	2	Utilities EUR	4	
InduGd&Ser EUR	2	Oil&Gas EUR	2	
Media (EUR) Pr	2	Per&HouGds EUR	2	
Retail (EUR) Pr	2	Auto&Parts EUR	0	
Telcomm EUR	2	Constr&Mtr EUR	0	
Chemicals EUR	0	FinanServc EUR	0	
Constr&Mtr EUR	0	HealthCare EUR	0	
Oil&Gas EUR	0	RealEstate EUR	0	
RealEstate EUR	0	Trav&Leisr EUR	0	
Auto&Parts EUR	-2	Banks (EUR) Pr	-2	
BasicResou EUR	-2	Food&Bevrg EUR	-2	
Food&Bevrg EUR	-2	InduGd&Ser EUR	-2	
Per&HouGds EUR	-2	Insurance EUR	-2	
Technology EUR	-2	Retail (EUR) Pr	-2	
HealthCare EUR	-4	Technology EUR	-2	
Trav&Leisr EUR	-4	Media (EUR) Pr	-4	
Utilities EUR	-4	Telcomm EUR	-4	

Tableau n°2 - Source: ODDO BHF Securities



Enfin, nous colorons ce classement avec le positionnement de chaque secteur en termes de dynamique de révision / prix par rapport au marché pour favoriser ceux qui affichent un retard d'appréciation (et réciproquement). Graphiquement il s'agit des secteurs situés sous la droite rouge.

Positionnement des secteurs Stoxx 600 en fonction du momentum de révision des BPA 2020e



Graphique n°3 - Sources : Datastream, ODDO BHF Securities

Les résultats de cette approche sont présentés ci-dessous :

- **Surpondérer** : Assurance, Banques, Services Financiers, Media, Pétrole, Retail.
- **Neutre** : Chimie, Hôtellerie / Tourisme, Immobilier, Matières premières, Matériaux de construction, Personal & Household Goods, Santé.
- **Sous-pondérer** : Agro-alimentaire, Automobiles et équipementiers, Technologie, Biens d'équipement, Utilities, Télécommunications.

Par définition ces résultats, répondent à l'état actuel d'un pari d'adaptation du marché à un environnement cyclique plus porteur. Si ce dernier devait être confirmé il faudrait alors pousser le curseur en faveur de secteurs plus cyclique. A contrario, une invalidation de l'inflexion nous ramènerait au statu quo ante (défensive / qualité).



CADRAGE MACROÉCONOMIQUE

Si le monde est en ralentissement nos économistes ne voient pas de risque de récession à court terme. De prime abord, la croissance reste solide, notamment aux États-Unis où les risques paraissent bien identifiés (leveraged loans) et gérables en l'absence de déséquilibres majeurs. La zone euro pourrait rebondir sous le double effet d'une reprise de la croissance industrielle en Allemagne et d'effets de base favorables en France. Les tensions entre Italie et Commission européenne semblent s'apaiser et le Brexit va peut-être trouver son épilogue.

Pas de récession, mais le rebond est modeste

Depuis le pic d'activité de décembre 2017, le marché vit dans la crainte d'un ralentissement brutal et non contrôlé de l'économie mondiale. Fin 2018 cette crainte trouvait son origine dans la croyance d'une erreur potentielle de politique monétaire outre-Atlantique (id est la poursuite de la normalisation poussait cette dernière en territoire restrictif). Ce scénario a été écarté en plusieurs étapes (pause dans les hausses de de taux de la FED avant plusieurs baisses « assurantielles » de milieu de cycle, puis reprise des achats d'actifs). En Europe, la BCE a emprunté le même chemin et a officiellement relancé le QE. Las, ces craintes ont été remplacées par celles sur l'escalade du conflit commercial americano chinois et des effets de bord négatifs que ce soit pour l'industrie américaine ou le secteur manufacturier allemand. L'inversion de la courbe des taux outre atlantique, la baisse ininterrompue des indicateurs avancés semblait donner raison aux Cassandre. Leur pessimisme aura été démenti. La contagion n'aura pas eu lieu. Consommation et services auront fait mieux que résister.

On arrive donc à cette situation bizarre où il devient possible de raconter une histoire sympathique et quasiment érigée au rang de légende tant elle a été attendue depuis maintenant des années : la grande rotation. Les conditions prises isolément ne sont pas exceptionnelles mais se combinent en fait idéalement pour offrir aux actions un cadre apparemment optimal. Le régime actuel d'inflation faible et de croissance modérée ne justifie plus de nouvelles baisses de taux, mais encore moins leur remontée brutale. Les taux réels resteront donc faibles (bon pour la valorisation), l'investissement dans les produits de taux peu rationnel (si les taux montent peu, l'effet de cette baisse sera tout de même négatif sur la valorisation), le différentiel entre dividendes et taux sans risque généreux.



Mais cette histoire est celle d'un monde figé en l'absence de reprise cyclique marquée. Ce que le marché a joué sur la fin de l'année 2019 n'est rien d'autre que 1/ la correction de l'excès de baisse des rendements obligataires observés durant l'été sous l'effet de la panique récessionniste. Cette dernière n'ayant pas eu lieu les rendements ont retrouvé leur niveau pré estival ce qui mécaniquement aura entraîné une vente de duration et un premier rebond de la value, 2/ le soulagement lié à l'absence de cette récession fantasmée. Les marchés auront anticipé dès le mois de septembre une inflexion haussière des PMI. Le positionnement sur les secteurs associés à ce changement de phase aura représenté la deuxième pate de cette rotation.

Toutefois pour que celle-ci dure, il faut que les conditions de surperformance de la value à long terme soient réunies et donc que l'inflexion macroéconomique soit confirmée.

2020 : un scénario central de rebond modéré

Prévisions économiques

En %	Moyenne			2019e				2020e				Consensus**	
	2018	2019e	2020e	Q1	Q2	Q3	Q4e	Q1	Q2	Q3	Q4	2019e	2020e
World	3.7	3.1	2.9										
US	2.9	2.3	1.7	3.1	2.0	1.9	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8	2.3	1.8
EMU	1.9	1.2	1.3	1.7	0.8	0.9	1.2	1.4	1.5	1.6	1.6	1.1	0.9
- Germany	1.5	0.6	0.9	1.9	-1.0	0.3	0.5	1.1	1.3	1.5	1.5	0.5	0.8
- France	1.7	1.3	1.7	1.1	1.4	1.0	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.3	1.2
- Italy	0.7	0.2	0.7	0.5	0.3	0.3	0.5	0.6	0.9	1.0	1.0	0.1	0.4
- Spain	2.4	2.0	1.8	2.2	1.6	1.7	1.6	1.9	1.9	1.9	1.9	2.1	1.7
UK	1.4	1.3	1.0	2.3	-0.9	1.2	0.8	0.8	1.2	1.6	1.6	1.2	1.0
Japan	0.8	0.9	0.4	2.0	1.8	0.2	-2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.2
Chine (y/y%)													

y/y or q/q annualised rate

**Au 14 octobre 2019

Tableau n°4 - Source : ODDO BHF Securities

Etats-Unis : pas de récession en vue

L'inversion de la courbe des taux américains pendant plusieurs mois cet été a causé beaucoup d'anxiété, car on tenait là, nous disait-on, le signal infaillible d'une prochaine récession. La courbe n'est plus inversée, sans que cela ne change en rien le signal.

Pour Bruno Cavalier et Fabien Bossy, l'erreur n'est pas de surveiller ce signal, mais de croire qu'il est infaillible. La baisse des taux de la Fed, le reflux des tensions géopolitiques, la solidité de l'emploi, la reprise de l'immobilier sont des éléments bien plus instructifs pour anticiper l'évolution du cycle US à court terme. Tout cela ne pointe pas vers la récession.

Globalement, les déséquilibres qui avaient causé la récession de 2007 (bulle immobilière) et surendettement des ménages sont aujourd'hui absents. La dette immobilière représente aujourd'hui 50% du PIB contre ... 75% lors du déclenchement de la grande crise financière.

Le revenu des ménages est solide, le policymix est stimulant, les conditions financières sont assouplies, le prix du pétrole est modéré, le secteur de la construction résidentielle accélère. Ce sont des arguments qui pointent clairement contre le scénario de récession. On peut donc rester sceptique sur la force du signal donné par la courbe. A vrai dire, les sautes d'humeur venant de la Maison Blanche nous inquiètent plus que celles venant du marché obligataire.



Pour nos économistes, la probabilité d'un effondrement de la croissance américaine est donc très faible en raison de la solidité de la consommation (+2.7%) qui représente les 2/3 du PIB. Le récent recul des prix du pétrole, non encore intégré dans les prévisions constitue également un facteur de soutien. Certes l'économie va ralentir en 2019, essentiellement en raison du recul des investissements du secteur pétrolier qui se situaient en 2017-2018 sur un rythme exceptionnel. En dépit de cette normalisation la progression de l'investissement restera dynamique à 4.0%. Il est finalement rassurant de constater que le stimulus fiscal a eu assez peu d'impact.

Europe : une croissance modeste mais des perspectives moins sombres

Nos économistes situent à 1.3% la croissance de la zone euro en 2020 soit 0.2% au-dessus des attentes du consensus. Leur « optimisme » porte pour l'essentiel sur la France :

- **Allemagne** : avec une prévision de +0.9%, les attentes de Bruno Cavalier sont supérieures de 20pb à celles du consensus (+0.7%). En zone euro, l'Allemagne est le pays qui a subi le plus fort affaiblissement en dix-huit-mois, du fait d'une sévère correction de la production industrielle (automobile). Le modèle allemand, qui repose pour l'essentiel sur l'exportation de biens industriels à haute valeur ajoutée, a été frappé de plein fouet par une conjonction de facteurs négatifs depuis 2018: réorganisation de la filière automobile, freinage de la demande mondiale, notamment chinoise, hausse des barrières aux échanges (Trump), incertitude liée au Brexit, crise financière en Turquie • Certains de ces chocs se sont atténués dernièrement, ce qui permet d'envisager que la phase la plus aiguë de la récession industrielle est passée. Les indices de climat des affaires dans l'industrie semblent en voie de stabilisation à un bas niveau. A ce stade, la crise industrielle ne s'est que peu diffusée au reste de l'économie. La consommation tient, la construction reste dynamique. La BCE et l'opinion publique sont hostiles à la BCE. Il y a peu d'appétit pour une relance budgétaire, même si le débat évolue lentement en ce sens. Idem concernant l'union bancaire (proposition du ministre des finances, Olaf.Scholz) Politique – La Grande Coalition résiste malgré les tiraillements. Peu d'initiatives à atteindre avant la fin du mandat de Merkel.
- **La France devrait également bien se comporter** (+1.2% en ligne avec le consensus). En zone euro, la France est le pays qui a le mieux résisté au coup de froid conjoncturel. Cela tient en partie à une structure productive moins exposée aux risques externes (à l'opposé de l'Allemagne) • De plus, la demande intérieure est soutenue par une croissance rapide des créations d'emplois, l'une des plus fortes jamais enregistrées en plus de dix ans, et une bonne tenue des crédits au secteur privé. Les dépenses d'investissement des entreprises sont robustes. Le climat des affaires, un temps impacté par la crise des gilets jaunes, s'est redressé en cours d'année. Policy-mix – En réponse à la crise des gilets jaunes (T4 2018), la politique budgétaire a pris un tour plus expansionniste pour les ménages. A ce stade, le choc positif sur le pouvoir d'achat des ménages a davantage été épargné que consommé. Le repli notable du chômage devrait réduire le penchant pour l'épargne de précaution et donc alimenter la consommation. Le front social reste compliqué. Si les institutions sont solides, et l'opposition très fragmentée, la réforme des retraites offre un catalyseur aux revendications très diverses qui alimentent le mécontentement (secteur public, transports, hôpitaux, sécurité).



- **L'Italie devrait également redresser la tête et nos économistes sont sensiblement plus optimistes que le consensus** (+0.7% vs +0.4% pour le consensus). La reprise italienne a été cassée nette en 2018 après le choc d'incertitude politique qu'a représenté la coalition de deux partis anti-européens M5S et Lega. Ce choc politique a frappé une économie qui sortait timidement de deux décennies sans croissance et qui a, tout comme l'Allemagne, mais à un degré moindre, une forte exposition au cycle industriel global et à la demande extérieure. L'apurement des bilans des banques (baisse des NPL) s'est poursuivi malgré la stagnation du PIB. Policy-mix – Le déficit public n'a pas dérapé autant qu'il était craint à la fin 2018, en partie grâce aux économies réalisées sur la charge de la dette. La hausse prévue de la TVA a été repoussée une fois de plus, laissant le budget en position légèrement expansionniste en 2020. Politique –A la mi-2018, la formation de la coalition M5S-Lega a d'un coup ravivé le risque budgétaire italien (tensions Rome-Bruxelles, écartement du spread BTP-Bund). La tentative de M.Salvini de s'affranchir de son allié, cet été, a échoué. Une nouvelle coalition M5S-PD a été formée pour éviter de nouvelles élections. Ces deux partis ont des divisions mais leur alliance a permis de réduire notablement la prime de risque. Mais attention ! La ligue reste très populaire, et les élections régionales de fin janvier pourraient le rappeler aux investisseurs.
- **Quatrième économie de la zone euro, l'Espagne reste dynamique mais poursuit son ralentissement.** L'économie espagnole a largement surperformé les autres grands pays depuis 2014. Le freinage actuel tient à la fois aux évolutions générales du cycle européen et à une normalisation des rythmes de croissance vers le potentiel. Après une amélioration très rapide des conditions sur le marché du travail au sortir des crises de 2008 à 2012, le rythme des créations s'est tassé ces derniers mois. L'incertitude politique est en partie responsable. Le relèvement du salaire minimum par le gouvernement socialiste est aussi peut-être en cause. Policy-mix – L'absence de majorité au Parlement a ralenti l'adoption des budgets. La situation des finances publiques reste délicate, avec une dette élevée et des déficits qui ne sont sortis que très récemment de la zone critique. Politique – Les récentes élections parlementaires, pour la 4ème fois en quatre ans (2015, 2016, avril et novembre 2019), n'ont fait que confirmer la fin du bipartisme PP/PSOE, et une offre politique plus large (Podemos à gauche, C's au centre, Vox à droite). Le PM Sanchez n'a pas de majorité. Il semble pencher pour une coalition avec Podemos. La crise catalane n'est pas réglée mais a nettement baissé d'intensité par rapport à 2017 (référendum illégal d'autodétermination).

Guerre commerciale : un impact plus important sur le sentiment que sur l'économie réelle

La guerre commerciale est plus un facteur de bruit qu'une cause potentielle de déraillement de l'économie mondiale. Ce n'est pas, à notre sens, là qu'il faudra chercher le « black swan » de 2020.

Enfin l'administration Trump aura renoncé à mettre en œuvre la dernière tranche de droits de douane sur les 160 Md\$ d'importations en provenance de Chine non encore taxés. Cette décision marque une pause bienvenue dans l'escalade entre les deux pays, mais pas encore une décade des tensions.

Depuis le début des tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis, il n'y a jamais eu de retour en arrière. La taxation moyenne des produits chinois importés sur le territoire américain est passée de 3% en mars 2018 à 20% aujourd'hui et elle concerne 70% du volume d'importation. Si les droits de douane sont de nouveau augmentés en décembre (ou plus tard) la taxation moyenne atteindra 23% et portera sur 97% des importations.

Par ailleurs, si la confrontation américano-chinoise concentre l'essentiel de l'attention des marchés, force est de constater une intensification du discours protectionniste outre-Atlantique puisque ce dernier vise également des produits de base (aluminium argentin, acier brésilien), l'Europe (menaces de taxation sur les automobiles allemandes, projet de taxation de l'agro-alimentaire et du luxe français).



Mais les effets sur l'économie réelle de ces différentes décisions semblent finalement bien moindres que l'impact sur le sentiment des investisseurs. A titre d'illustration nos économistes soulignent qu'en septembre 2019 le commerce mondial se contractait (en volume) de 1,3% en année glissante. Or le rythme était de -2% à la mi-année. Il n'y a donc pas d'amplification... et pour mettre ces chiffres en perspectives, rappelons juste que la contraction atteignait -20% yoy post faillite de Lehman. Cet impact relativement marginal se retrouve dans les chiffres de recettes fiscales américaines. Si les droits de douane perçus ont augmenté de 40 Md\$ en 2 ans, ceci ne représente qu'un accroissement de 0.2% points de PIB prélevé sur l'économie américaine...

Nos indicateurs d'intégration du stress lié à la guerre commerciale ne disent finalement pas autre chose avec une réduction progressive de la volatilité de nos indicateurs au fur et à mesure que les investisseurs apprennent à vivre avec le caractère durable de ces tensions (qui recouvrent en fait un débat de fond tout à fait légitime sur le respect des règles concurrentielles, d'ouverture du marché chinois et de protection intellectuelle) et la conduite imprévisible des négociations par l'administration Trump.

Un dollar plus faible, mais pas tellement

Nos économistes ne prévoient pas de mouvements violents sur l'EUR / USD avec une parité de 1.20 à 12 mois soit une dépréciation de l'ordre de 5% du billet vert. A priori ce mouvement n'est pas fondamentalement favorable aux actions européennes. Les indices européens sont, avec seulement 30% environ du CA réalisé en Europe, faiblement colorés localement et de ce fait historiquement corrélés négativement à la force de l'euro.

Cela étant, on constate depuis 6 mois environ un changement de corrélation, les actions européennes évoluant, en moyenne de pair avec l'euro. Ce résultat contre intuitif tient probablement à la multiplication des tensions commerciales. Ces dernières génèrent de l'aversion au risque, favorable aux placements en USD, considérés comme un refuge face aux incertitudes. Dit en d'autres termes, les entreprises européennes n'arrivent pas à tirer le plein parti de la force actuelle de la devise américaine.

La situation est donc paradoxale en ce sens que l'évolution du change est actuellement secondaire par rapport à l'évolution de l'aversion au risque qu'elle caractérise. Faisons toutefois l'effort d'imaginer ce que devrait être la trajectoire du dollar, hors thématique de guerre commerciale. Le nécessaire financement du déficit budgétaire américain, dont le gonflement est acquis du fait de la réforme fiscale, va venir se télescoper avec la réduction du bilan de la FED et la normalisation annoncée de la politique monétaire de la BCE. Ceci devrait naturellement entraîner une baisse de la devise américaine aujourd'hui principalement soutenue par l'aversion au risque.

Calme sur le front du pétrole

Synthèse prévisions des cours du pétrole

Brent (\$/b)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
ODDO Scenario	54.2	72.0	65.0	65.0	65.0	65.0
Consensus Bloomberg		73.2	64.04	60.88	62.13	62.5

Tableau n°5 - Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg

Nos analystes sectoriels estiment que le prix de l'or noir devrait rester stable en 2020e. Mais cette stabilité cache des fluctuations de court terme. Ainsi les prix risquent de baisser au S1 en raison de l'excès d'offre. Cette situation sera toutefois transitoire alors que le marché se rééquilibrera en grande partie du fait de l'intervention de l'OPEP. A plus long terme, la production de shale oil décélère et le sous-investissement du secteur se fera progressivement sentir.

Plus généralement, la croissance de la demande devrait s'améliorer en 2020 vs 2019. Cependant le trend reste au ralentissement à long terme à +0.5%. Le niveau de ~ 65 \$/b permet de lancer de nouveaux projets et aux pays de l'OPEP de survivre. Il satisfait aussi les pays importateurs.



Un scénario central de stabilité des taux

Le scénario des économistes d'ODDO BHF table sur un rendement de 0.3% pour le Bund et 1.9% pour l'UST (Déc. 2020) soit une quasi stabilité par rapport aux niveaux actuellement observés. Cette vue, qui est également celle du consensus, s'appuie sur les éléments suivants.

Consensus de taux

Region	G7	Spread	2 Year - 10 Year				
	Rate	Market Yld	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20
United States							
1)	US 30-Year	2.28	2.15	2.17	2.23	2.31	2.37
2)	US 10-Year	1.83	1.71	1.75	1.82	1.90	1.93
3)	US 5-Year	1.66	1.53	1.57	1.63	1.72	1.76
4)	US 2-Year	1.62	1.52	1.55	1.57	1.62	1.63
5)	US 3-Month Libor	1.91	1.82	1.78	1.76	1.77	1.77
6)	Fed Funds Rate - Upper Bound	1.75	1.75	1.65	1.60	1.60	1.60
7)	Fed Funds Rate - Lower Bound	1.50	1.48	1.42	1.37	1.36	1.35
	2 Year - 10 Year Spread	0.22	0.19	0.20	0.25	0.28	0.30
Germany							
8)	Germany 10-Year	-0.28	-0.50	-0.47	-0.44	-0.38	-0.33
9)	Germany 2-Year	-0.62	-0.74	-0.74	-0.73	-0.70	-0.65
10)	3-Month Euribor	-0.40	-0.47	-0.48	-0.49	-0.50	-0.50
11)	ECB Main Refinancing Rate	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
12)	ECB Deposit Rate	-0.50	-0.52	-0.55	-0.58	-0.58	-0.58
	2 Year - 10 Year Spread	0.34	0.24	0.27	0.28	0.32	0.32

Tableau n°6 – Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg

Dans notre scénario central, l'inflation ne fera pas un retour brutal. En dépit de l'amélioration rapide du taux de chômage en Europe, et du maintien du plein emploi aux Etats-Unis, l'accélération salariale reste modérée. Outre-Atlantique l'arrivée de nouveaux participants sur le marché du travail semble limiter les pressions salariales haussières. D'ailleurs la progression des rémunérations reste depuis plusieurs mois stable (+3.7%). En Europe une probable combinaison de facteurs (effet de cohorte avec le départ à la retraite des salariés âgés mieux payés que les nouveaux entrants, l'automatisation et l'immigration).

Les effets de base inflationnistes du pétrole seront, quelle que soit la décision de modulation (ou non) de la production saoudienne, très faibles.

Nos analystes pétrole ont un objectif de fin d'année 2020 de 65 \$/baril de Brent. Ce niveau de cours, très proches des cours moyens enregistrés en 2019 (64 \$/b) n'engendrerait pas de ponctions notables sur le pouvoir d'achat au sein des économies importatrices nettes d'énergie.

A fortiori, le maintien des cours sur les niveaux actuels (61 \$/b) serait encore plus favorable, via le transfert de pouvoir d'achat qu'il représente, aux thématiques de consommation non cycliques.

Dans ce contexte, le marché ne veut pas croire à une progression rapide des taux longs, et ce d'autant que les principales banques centrales ont toutes successivement renoncé à une normalisation des politiques monétaires, voire (FED) renouer avec les politiques d'achat d'actifs.

L'évolution des taux va dépendre de deux tendances aux effets contraires.

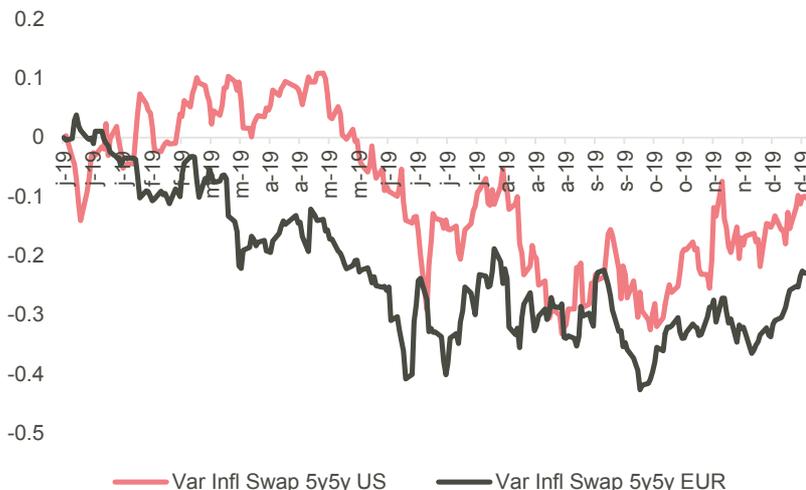
A la baisse : la croissance mondiale reste engagée sur la voie du ralentissement, modéré au niveau mondial (2.9% vs 3.1%). Rien de très étonnant au regard du ralentissement graduel des deux principales économies mondiales : Etats-Unis (1.7% prévue pour 2020 vs 2.3%e en 2019) et Chine (5.8% vs 6.1%). L'Europe se stabilise pour sa part à un niveau proche de la croissance potentielle (1.3%e vs 1.2%e).

Ce ralentissement est d'ores et déjà perceptible dans le rythme de croissance du commerce mondial en volume (et bientôt en valeur s'il s'avérait que le cours du brut devait confirmer son inflexion baissière).

Globalement l'inflation n'accélère pas. Néanmoins les anticipations semblent, bien avoir atteint un point bas au cœur de l'été. Les swaps d'inflation 5 ans dans 5 ans sont quasi stables par rapport aux valeurs observées il y a un an aux Etats-Unis (-10 pb vs -30 pb au cœur de l'été). En Europe, si la tendance est toujours à la baisse (recul de 26 pb sur un an), on enregistre également un rebond important depuis début octobre (+20 pb).



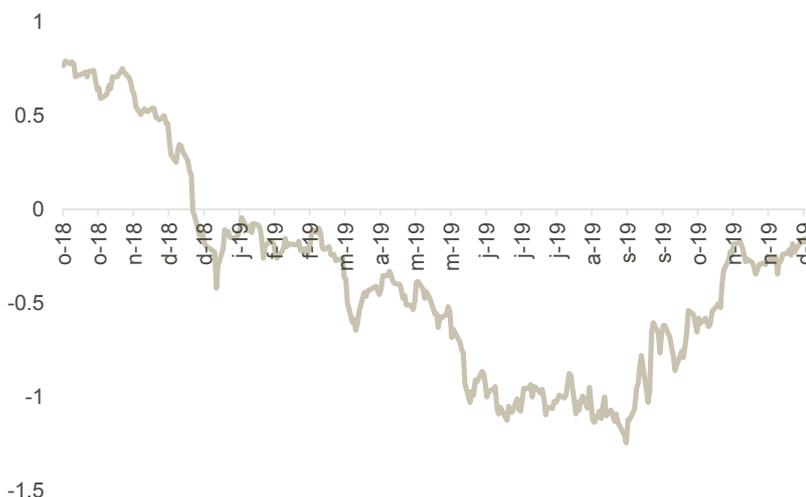
Evolution des swaps d'inflation 5y5y Europe et Etats-Unis (pb depuis 3/01/19)



Graphique n°7 – Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg

Les grandes craintes déflationnistes semblent donc derrière nous. Cette toile de fond explique la baisse des anticipations de baisse de taux outre-Atlantique. Les contrats Fed Futures valorisent (au 23/12) une nouvelle baisse de 12 pb des taux FED d'ici décembre 2020, soit le plus faible niveau depuis janvier 2019.

Niveau implicite de variation des taux Fed Funds d'ici décembre 2020 (%)

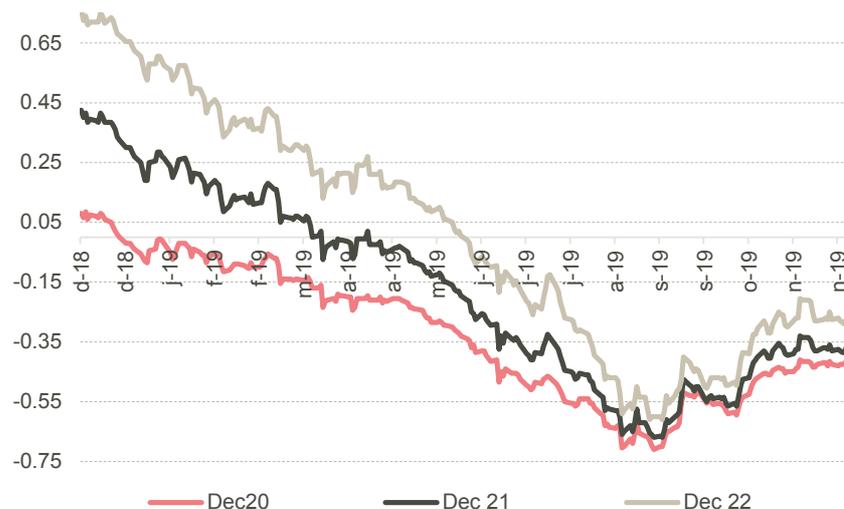


Graphique n°8 – Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg

En Europe, les marchés semblent également convaincus que la hausse des taux n'est pas pour demain, en d'autres termes que Christine Lagarde va endosser l'héritage de Mario Draghi. Les contrats Euribor 3 mois ne valorisent aucune hausse de taux avant Déc. 2021 et entrent en vue d'une accélération modérée de cette tendance en 2022. Cela dit les anticipations de hausse à un horizon 2 ans (+30 pb pour décembre 2022) restent nettement que celles faites à un horizon similaire fin 2018, début 2019 (+75-100 pb).



Recul marqué des anticipations de taux courts Euribor 3m Déc 20, 21, 22 (%)



Graphique n°9 - Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg

On notera cependant que la tendance régulièrement baissière des anticipations sur les taux courts a manifestement connu un coup d'arrêt au cœur de l'été. Les futures pariaient alors sur des niveaux inférieurs à ceux de la facilité de dépôt de la BCE. Ce n'est désormais plus le cas, ce qui, peut en partie expliquer le regain d'intérêt sur le secteur bancaire.

A la hausse : nous explorons cette possibilité plus en détail dans la partie consacrée aux risques de marché. Autant le dire tout de suite nous écartons une pentification marquée de la courbe associée à de « bonnes » raisons, à savoir une accélération du cycle macroéconomique sensible.

Dès lors nous nous entrevoyons trois scénarii possibles de progression non souhaitable des taux longs.

1. **Effet collatéral de la campagne présidentielle américaine** dans le cas où les propositions électorales relatives à la progression des salaires (par exemple via l'introduction d'un salaire minimal obligatoire) se traduiraient par des anticipations de progression des prix, plaçant la FED devant la nécessité de normaliser sa politique.
2. **Hausse rapide et importante du prix du pétrole.** Cette dernière serait particulièrement dangereuse car en faisant monter l'inflation elle réduirait le pouvoir d'achat réel, donc la demande et la croissance, au moment où la défense des objectifs d'inflation impliquerait un relèvement rapide des taux. Cette dernière pourrait être à l'origine d'une crise de la dette, dont les répercussions seraient tragiques du fait du levier d'endettement croissant de l'économie mondiale. Mais là encore, les développements actuels ne militent pas pour une concrétisation de ce scénario.
3. **Fin du « consensus » de pensée sur la japonification de l'Europe.** La tonalité ambiante de retour à un capitalisme « social démocrate », le discours récurrent de relance de l'investissement public, la multiplication des promesses de politique budgétaires expansionnistes, y compris dans des pays traditionnellement peu dépensiers sur le plan social (Grande Bretagne), pourrait être à l'origine d'une croissance rapide des émissions de dette.
4. **Retour du risque politique** avec des poussées électorales de partis considérés comme populistes. Rien d'impossible avec par exemple, la tenue des élections régionales en Italie.

L'attitude des banques centrales sera dans ce domaine déterminante. La monétisation partielle ou totale de ces nouvelles émissions pourrait certes permettre d'absorber sans effet majeur ce changement de paradigme, mais aussi contribuer à alimenter, particulièrement dans un contexte d'instabilité politique et institutionnelle, une **forme de fuite devant la monnaie**. Après tout il ne s'agit pas que d'une vue de l'esprit, les prix des actifs réels (immobilier, or, terres agricoles) ont connu, depuis la mise en place du QE, des progressions notables.

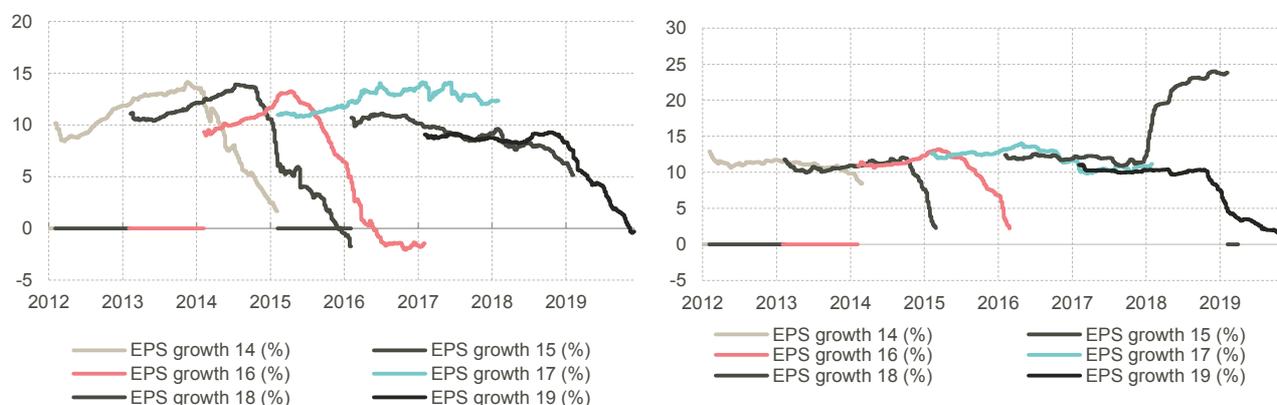


SCÉNARIO DE PROFITS

Nous estimons que les attentes pour l'exercice prochain sont trop optimistes. Ce n'est malheureusement pas la première fois... Sur les dix dernières années, seule 2017 aura vu des réalisations en ligne avec les attentes. L'an prochain pas de miracle en vue. Selon les approches, nous anticipons une croissance des BPA de l'ordre de 2% (vs 9% pour le consensus) en Europe et marginalement supérieure aux Etats-Unis (3% vs 10% pour le consensus). De part et d'autre de l'Atlantique, le potentiel de progression des marges paraît épuisé. En revanche, sous le résultat opérationnel pas de freinage supplémentaire, liée à une progression des coûts de financement à attendre.

Une fois de plus le consensus est trop optimiste

Evolution des attentes de croissance BPA (%) Europe (gauche), Etats-Unis (droite)



Graphiques n°10 - Sources : Datastream, ODDO BHF Securities

En Europe, le consensus 2019 aura connu une érosion lente mais constante tout au long de l'année avec une baisse de 8.8% des attentes (0.3% à la date de rédaction contre 9.1% en début d'année). Par rapport à 2017, le décrochage est net (+15%). Il semble donc que malheureusement le vieux continent renoue avec le déficit de croissance qui le caractérise depuis la grande crise financière.

Pour 2020, le consensus reste obstinément fixé sur une croissance « high single digit » même s'il convient de relativiser cette dernière après l'effondrement de 2019 (la croissance cumulée 2019-20 du BPA à fin 2020 est, sur la base des anticipations actuelles d'ores et déjà inférieure de 50% aux attentes formées fin 2018). Mais en dépit de cette érosion mécanique nous pensons que les attentes sont encore trop importantes.

Pour le consensus européen, les secteurs qui devraient afficher les plus fortes progressions de BPA en 2020 sont la Technologie (+17.8%), Pétrolières (+16.7%), Tourisme (+13.9%), Telco (+13.5%). Hors Pétrole, la progression sous-jacente ressort à 7.9%.


Attentes du consensus en Europe, révisions et valorisations au 6 janvier 2020

En %	Croissance BPA			Révisions BPA 2019e		Révisions BPA 2020e		Croissance topline			PE (x)	
	2018	2019e	2020e	1M	6M	1M	6M	2018	2019e	2020e	2019e	2020e
DJ Stoxx 600	5.3	-0.5	8.6	-0.4	-3.6	-0.7	-4.1	4.5	1.9	2.7	16.4	15.1
Automobile	-9.2	-12.2	10.6	0.7	-13.1	-1.2	-11.1	2.1	2.1	1.7	8.6	7.8
Banques	8.4	-6.0	4.9	-0.2	-4.2	-0.2	-6.3	0.3	-0.2	1.0	9.9	9.4
Produits de base	16.8	-30.4	8.5	-2.7	-23.4	-2.2	-18.2	7.8	-1.8	-2.1	13.1	12.1
Chimie	-2.8	-10.9	10.9	-0.2	-8.1	-0.6	-8.5	8.4	-0.5	3.5	22.9	20.7
Construction	1.5	14.3	8.1	0.3	1.6	-0.2	-0.8	6.5	3.4	1.5	17.6	16.2
Services financiers	-13.4	24.9	-6.2	-0.8	16.1	-0.6	3.1	3.5	3.9	2.5	17.2	18.4
Alimentation / boissons	6.7	10.7	7.7	0.1	0.5	-0.1	-0.2	1.1	3.3	2.9	22.9	21.3
Pharmacie	3.7	5.3	7.9	0.0	3.4	0.0	2.8	5.3	6.7	5.2	19.5	18.0
Industrie	2.6	5.8	9.0	-0.5	-2.7	-1.7	-4.7	4.0	4.7	3.0	20.2	18.5
Assurance	11.5	7.9	7.7	-1.0	-1.2	-0.9	-0.2	-0.8	5.3	2.1	11.9	11.0
Médias	-1.4	1.6	5.4	-0.6	1.4	-0.6	-0.2	1.1	6.2	1.9	17.0	16.1
Pétrole	38.2	-13.2	16.7	-1.6	-11.4	-1.8	-9.7	22.8	-4.9	0.5	13.3	11.4
Biens de consommation	8.4	4.2	7.6	-0.2	-0.5	-0.5	-0.4	4.1	3.7	4.5	18.6	17.3
Distribution	9.7	2.5	12.6	-3.4	-4.5	-1.3	-2.7	2.3	1.6	3.2	22.0	19.5
Technologie	2.8	7.2	17.8	-0.6	-3.4	-0.8	-4.3	7.1	7.1	5.7	25.9	22.0
Télécoms	-18.7	-3.2	13.1	0.6	-8.3	0.3	-5.8	-4.3	1.5	1.4	15.9	14.0
Hôtellerie & loisirs	1.6	-8.6	12.3	-0.6	-0.8	-2.0	-2.6	6.8	6.1	4.0	16.7	14.9
Utilities	-6.3	8.3	8.7	0.0	1.8	0.6	0.4	-11.6	2.2	10.2	16.7	15.4
Immobilier	9.1	5.3	0.0	0.3	1.6	-0.8	-1.6	10.2	4.0	3.5	19.5	19.5

Tableau n°11 - Sources : Datastream, IBES, ODDO BHF Securities

Aux Etats-Unis, après l'accélération liée à la réforme fiscale en 2018, la progression des profits s'est écroulée en 2019. L'optimisme de 2020 trouve également son origine dans le secteur de l'énergie, vu comme le principal contributeur l'an prochain (+22.9%). Hors énergie, la consommation discrétionnaire (+12.9%) et les industrielles (+15.6%) restent dynamiques, avec pour ces dernières peut être un peu trop d'optimisme quant à la progression des marges. Comme en Europe, on peut penser que le niveau de prévision du secteur Énergie est trop élevé et sera revu à la baisse. Les Utilities restent à la traîne, très endettées et plutôt pénalisées par le traitement moins favorable des intérêts d'emprunts dans le cadre de la réforme fiscale.

Attentes du consensus aux Etats-Unis, révisions et valorisations au 6 janvier 2020

En %	Croissance BPA			Révisions BPA 2019e		Révisions BPA 2020e		Croissance topline			PE (x)	
	2018	2019e	2020e	1M	6M	1M	6M	2018	2019e	2020e	2019e	2020e
S&P 500	24.0	1.1	9.0	-1.1	-1.6	-1.2	-3.2	8.5	4.0	4.9	20.2	18.5
Financials	28.8	8.3	5.4	-1.4	-1.1	-1.0	-3.9	3.7	7.4	0.6	14.0	13.3
Industry	19.9	-2.2	13.9	-1.3	-6.4	-2.8	-5.7	8.5	-1.5	4.9	19.4	17.0
Materials	25.6	-24.0	12.9	-1.5	-6.5	-2.3	-6.9	15.9	-19.1	3.7	20.7	18.4
Utilities	7.3	4.7	4.7	-0.7	1.5	-0.8	0.3	3.2	3.7	3.0	20.7	19.8
Energy	n/m	-27.7	22.9	-1.0	-16.3	-0.5	-20.4	17.4	-4.2	4.9	21.3	17.3
Consumer Staples	11.1	1.2	6.4	-0.7	0.9	-0.8	0.5	4.2	3.1	3.4	21.6	20.4
Consumer Discretionary	20.4	1.0	12.4	-0.8	-5.4	-1.2	-5.1	7.8	4.0	6.1	24.8	22.0
Healthcare	16.1	9.1	8.7	-0.9	2.6	-1.0	1.9	7.3	14.0	6.4	17.6	16.2
Technology	26.6	1.2	7.7	-0.8	0.8	-0.9	-0.7	10.4	1.6	5.9	24.0	22.3
Telecoms	24.2	1.9	10.8	-1.2	-0.1	-1.3	-1.1	0.1	77.4	11.8	20.9	18.9

Tableau n°12 - Sources : Datastream, IBES, ODDO BHF Securities



DÉTERMINATION DES POTENTIELS

A 12 mois, dans le cadre du scénario central, le marché européen offre un potentiel de l'ordre de 5%. C'est bien évidemment modeste mais le « risk rally » de fin d'année a d'ores et déjà intégré un redressement de l'ordre de 2 points des PMI. De plus, la progression des résultats sera modeste et ne devrait pas excéder 2%. Dans ce contexte, la dynamique des indices sera pour l'essentiel dépendante de l'évolution du coût du capital (CoE). Si ce dernier a nettement reflué depuis son pic de l'été 2019, ses marges de recul supplémentaires semblent minces. Nous retenons un CoE cible de 8.10%, marginalement inférieur à celui observable en cette fin d'année (8.30%)

Europe : un potentiel à 12 mois de l'ordre de 6%

Cible décembre 2020 du Stoxx 600

En point	Stoxx 600 (6/12)	Scénario +	Potentiel	Scénario -	Potentiel
Décote politique	405	433	+6.9%	387	-10.6%
Coût du capital	405	425	+4.9%	377	-11.2%
Moyenne		429	+5.9%	382	-10.9%
Probabilité			70%		30%

Tableau n°13 - Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities

Décote politique : + 6% si intégration renforcée, -5% si scénario de crise

Notre approche par la décote politique (part de la performance non expliquée par la croissance économique) est, pour nous, un bon outil de mesure de la perception des investisseurs sur les risques en Europe.

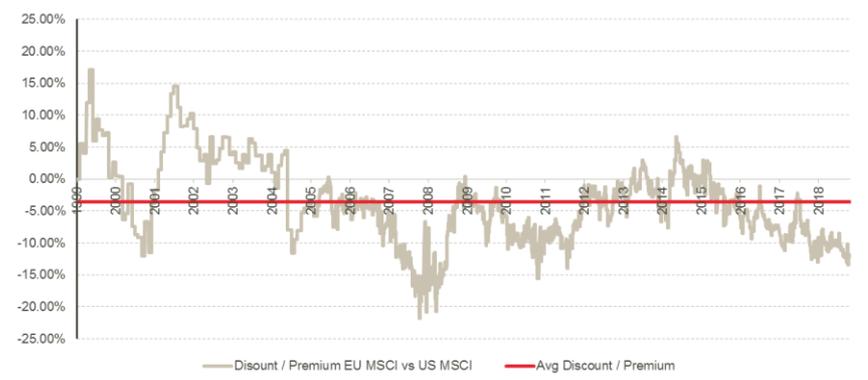
L'évolution de la décote en 2020 dépendra pour beaucoup de la situation politique des plus importantes économies des pays membres. Pour ce faire il faut que les partis populistes les plus puissants (Lega en Italie, RN en France) au sein de ces économies restent en retrait. Le premier test pourrait avoir lieu avec les élections régionales italiennes suivies des municipales françaises en mars 2020. Un score solide de la majorité présidentielle concourrait à un retour de la décote au niveau de l'été 2018. A contrario une bonne performance des partis « populistes » alimenterait une progression de cette dernière qui pourrait revenir sur les niveaux enregistrés lors du mouvement des « Gilets Jaunes ».



Dans le premier cas on pourrait tabler sur un retour de la décote sur sa moyenne historique (-3%) ce qui ménagerait un potentiel de 6% (Stoxx 600 : 433 points¹)

A l'inverse, le retour des craintes « populistes » se traduirait par une baisse de 5% des indices (Stoxx 600 : 387 points). On ne peut exclure que ce niveau soit testé dans le courant du T1 2020.

Evolution de la décote politique européenne



Graphique n°14 - Sources : Datastream, ODDO BHF Securities

**Approche par le coût du capital : 5% à 12 mois.
-7% en cas de « stress » politique.**

Dans le scénario central, les taux d'intérêt réels sont stables et restent sensiblement inférieurs à la croissance du PIB en volume, un élément positif pour la valorisation des actions.

Nos économistes anticipent, toutes choses égales par ailleurs, une stabilité du bund² d'ici fin 2020.

Prévisions ODDO BHF de taux longs

En pb	03/12/2019	3 mois fwd	12 m fwd
Taux 10 ans allemand	-0.35	-0.40	-0.30

Tableau n°15 - Source : ODDO BHF Securities

En ce qui concerne la prime de risque, la régression par rapport aux spreads de crédit synthétiques Investment Grade, implique un potentiel de détente de l'ordre de 184 pb. Ce niveau est proche de la progression de l'ERP enregistrée depuis 2018. **Nous retenons, une détente de 20 pb « seulement » de la prime de risque européenne à horizon 12 mois, pour tenir compte d'une aversion au risque structurellement dégradée.**

En nous appuyant sur notre scénario de profits à 12 mois pour le Stoxx 600 (+2.0%) et un coût du capital de 8.1%³, notre objectif s'établit à 425 points (+5.0%). Un scénario de stress politique, qui impliquerait une remontée de la prime de risque à son niveau actuel au niveau de novembre 2018 ramènerait cet objectif à 387 points.

¹ Potentiel calculé sur la base des cours de clôture du 6 décembre 2019.
² Les deltas sont exprimés en référence au niveau du 17 décembre au soir, à -30 pb.
³ Soit une stabilité du coût des fonds propres par rapport au 19/12/2019 (8.12% dont taux sans risque à -0.21% et prime de risque à 8.33%).



Matrice de sensibilité du DJ Stoxx 600 en fonction du coût du capital et de la croissance BPA 2020e

	European cost of capital (%)	12-month EPS growth (%)						
		-3.0%	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
Level Dec 16th	8.15%	403	407	411	416	420	422	424
	8.30%	395	399	403	407	411	413	415
Risk Premium Easing	8.45%	387	391	395	399	403	405	407
	8.55%	384	388	392	396	400	402	404
	8.70%	376	380	384	388	392	394	395
Sxxp on Dec 18	8.85%	368	372	376	379	383	385	387
	9.00%	360	364	367	371	375	377	378
	9.10%	354	358	362	365	369	371	373
	9.20%	349	353	356	360	363	365	367
	9.30%	344	347	351	354	358	360	361
	9.40%	338	342	345	349	352	354	356
	9.50%	333	336	340	343	347	348	350

Target Zone Dec 2020e

Tableau n°16 - Source : ODDO BHF Securities



COMMENT CONSTRUIRE L'ALLOCATION EN 2020 ?

Le scénario central est fondamentalement celui d'un monde pas forcément très différent, en moyenne, de celui de 2019, mais qui bénéficie séquentiellement d'une ré accélération modeste de la croissance et de l'amélioration de la croissance qui va avec. A la date de rédaction (18 décembre), le potentiel du marché européen, après le « risk rally » de fin d'année est modeste. Ceci signifie que les opportunités ne vont pas tant résider dans le potentiel d'appréciation que dans celui de l'allocation géographique (Europe vs Etats-Unis) et styles (Value vs Growth).

Géographique : US vs EU

Depuis la grande crise financière la surperformance des Etats-Unis par rapport à l'Europe est incontestable qu'elle soit mesurée en monnaies locales (depuis 1^{er} janvier 2009 : +340% vs +204%) ou en Euro (depuis 1^{er} janvier 2009 : +424% vs +204%).

Performance Etats-Unis vs Europe (base 100 : 1/1/2009. En Euros)

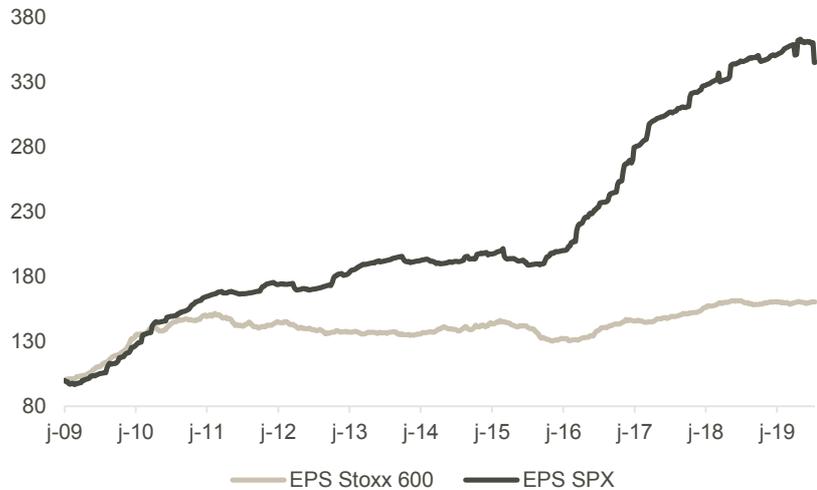


Graphique n°17 - Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities

Les raisons de cette surperformance sont multiples mais on retiendra pour l'essentiel une croissance des BPA nettement supérieure aux Etats-Unis (CAGR 12.5% vs 4,6% depuis le 1/6/2009) L'écart impressionnant d'évolution en faveur des Etats-Unis a été certes dopé par les rachats d'action outre-Atlantique. Toutefois un simple examen graphique suffit à observer que l'absence de dynamique en Europe, depuis début 2011, aurait impliqué un rythme de rachat de l'ordre de 8% de la capitalisation par an, ce qui est totalement irréaliste.



Performance BPA Etats-Unis vs Europe (base 100 : 1/6/2009. Monnaies locales)

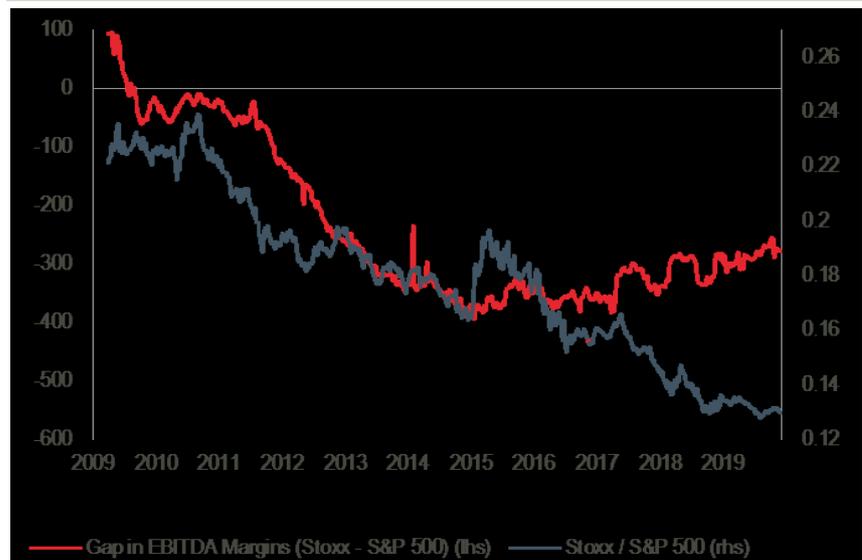


Graphique n°18 - Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities

Plus fondamentalement, la surperformance américaine reflète avant tout une évolution très favorable de la profitabilité des entreprises américaines par rapport à celles de l'ancien monde avec un spread de marge d'EBITDA ayant progressé de 300 pb sur la période considérée. Néanmoins, après une période de croissance rapide en faveur des Etats-unis, ce spread a tendance à se réduire en faveur des groupes européens. On observe peu ou prou une tendance similaire sur le spread de ROE. Mais alors que cette inflexion positive date de 2015, la performance relative des marchés européens aura poursuivi sa détérioration.

2020 pourrait signaler le début d'une période de réaligement des performances boursières avec l'évolution positive des marges du vieux continent. Après tout, pour nos économistes, le vieux continent sera la seule zone majeure à afficher l'an prochain une accélération, marginale certes, de sa croissance macro-économique.

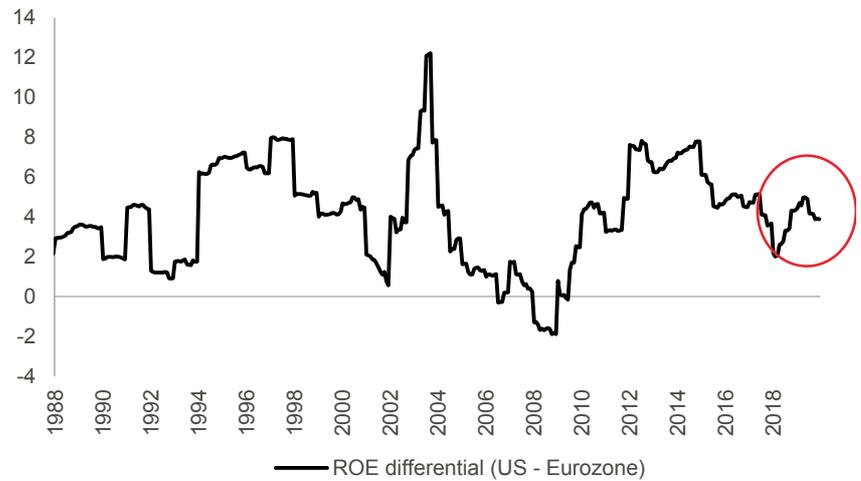
Evolution Spread de marge EBITDA (Stoxx – SP&500)



Graphique n°19 - Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities



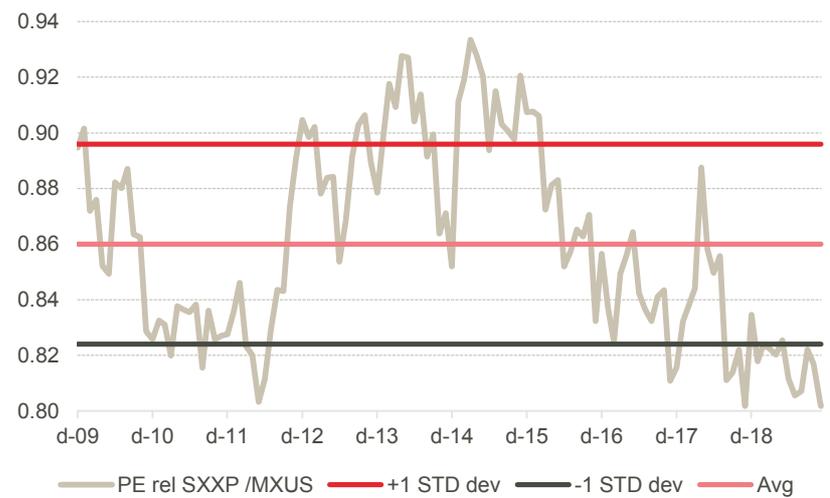
Evolution Spread ROE (Stoxx – SP&500)



Graphique n°20 - Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities

Et pourtant, la valorisation relative du marché européen est au plus bas depuis 10 ans par rapport au marché américain (et à un niveau voisin vs MSCI monde).

Valorisation relative Europe – Etats Unis



Graphique n°21 - Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities

Valorisation Relative Europe - Monde



Graphique n°22 - Sources : Bloomberg, ODDO BHF Securities



Growth – Value

L'exercice du choix de style n'est pas facile au regard de la timidité de la reprise : une reprise franche de la value nécessite la confirmation de l'inflexion des PMI, alors que le marché a d'ores et déjà anticipé un rebond significatif des indicateurs avancés. Quant à la croissance, son potentiel paraît limité au regard 1/ d'un spread de performance Growth-Value en ligne, pour la première fois depuis plusieurs années, avec la pente de la courbe des taux et 2/ de l'écart sans précédent de différentiel de PE 12 m entre MSCI growth et value. Dans ce contexte nous proposons d'exploiter, sur la base des performances relatives observées historiquement, les changements de hiérarchies sectorielles découlant de l'évolution des anticipations des investisseurs.

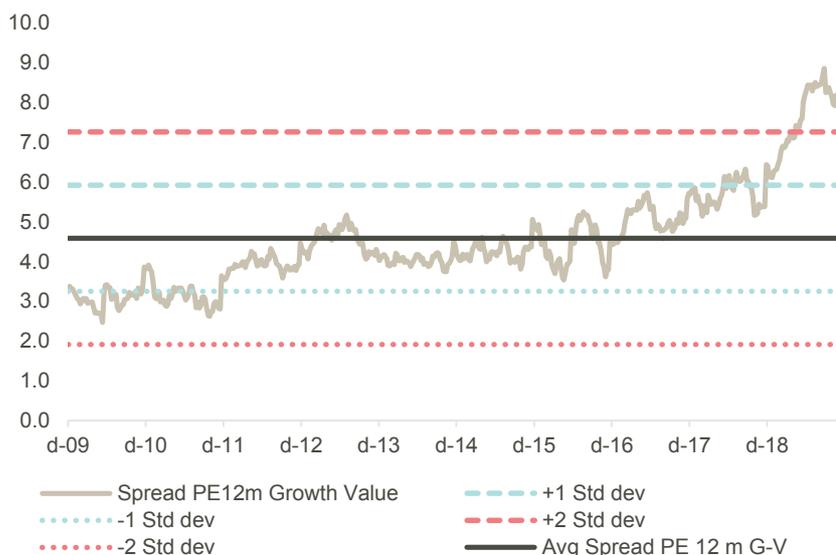
Les seuls retours en grâce de la Value n'interviennent plus que de façon brève lorsque le marché veut se convaincre que le retour de cycles « classiques avec pentification de la courbe des taux, accélération de la croissance, hausse de l'inflation » est possible (par ex. S1 2015, T4 2016...). Mais ces espoirs sont généralement déçus et la surperformance de la value (essentiellement celle du secteur bancaire) ne dure pas... C'est peu ou prou ce qui s'est passé en début d'année 2018, jusque fin janvier.

Les mêmes causes devraient produire les mêmes effets. Si la reprise modérée ne permet pas d'assister à une reprise franche de la croissance bénéficiaire, elle devrait néanmoins faciliter une baisse de l'aversion au risque et donc une expansion des multiples.

Cette dernière devrait préférentiellement bénéficier au segment value de la cote et aux valeurs cycliques n'ayant pas déjà re raté. Sur le plan géographique, l'Europe (Zone Euro), seule grande zone à présenter un différentiel de croissance positif, et dont la valorisation relative vs reste du monde devrait bénéficier d'une réallocation des flux en sa faveur.

L'amélioration de la visibilité macroéconomique devrait conduire les investisseurs à s'interroger sur le bien-fondé de la valorisation actuelle de la croissance.

Un spread de PE 12 m au plus haut depuis 10 ans entre Growth et Value

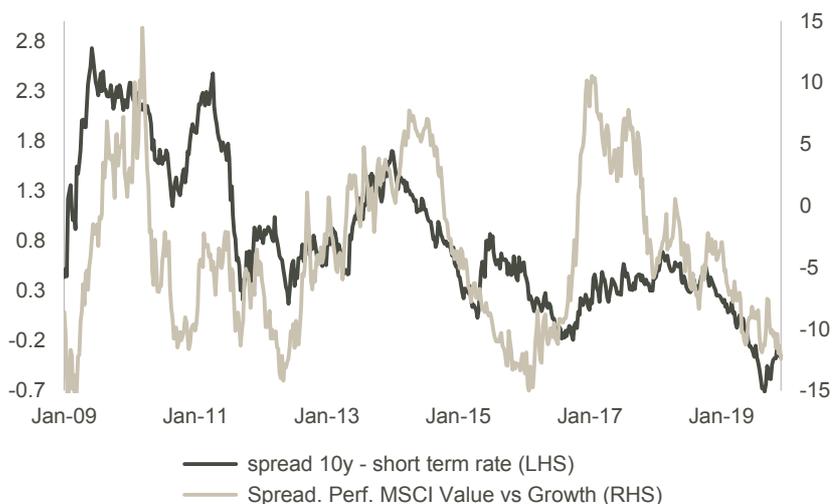


Graphique n°23 - Sources : ODDO BHF Securities, Datastream

Le graphique ci-dessous, qui met en parallèle performance relative Value et la courbe des taux en Europe, raconte la même histoire. Après une surperformance continue de la Croissance depuis 2009 le marché a connu une brève et modérée surperformance de la Value vs la Croissance entre septembre et fin novembre. Néanmoins, alors que le moteur actuariel a soutenu sans discontinuer la croissance, le spread de performance actuel ne laisse plus de marge d'appréciation dans l'immédiat ce style de gestion.



Ecart Growth vs Value et pente de la courbe de taux (en %)

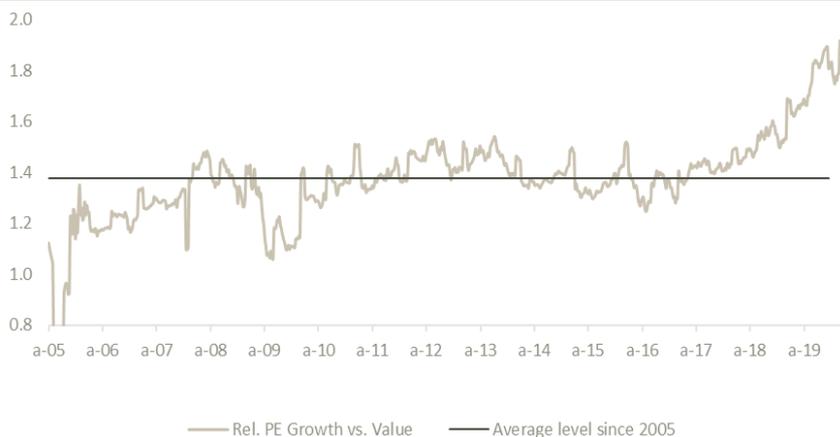


Graphique n°24 - Sources : ODDO BHF Securities, Datastream

Aujourd’hui, le marché price un niveau implicite de pente de l’ordre de -30 pb, qui est le niveau qu’attendent nos stratégies taux pour la fin de l’année 2020.

Ce signal intervient alors que, comme le montre le graphique ci-dessous, la croissance se paie, en dépit de la surperformance de la Value enregistrée depuis septembre 2018, avec une prime supérieure à sa moyenne historique Le marché est donc sur le fil du rasoir, partagé entre l’effet négatif mécanique de la hausse des taux sur la croissance, et son manque de confiance dans l’économie européenne.

PE relatif Growth vs Value depuis 2005 (x)



Graphique n°25 - Sources : ODDO BHF Securities, Datastream

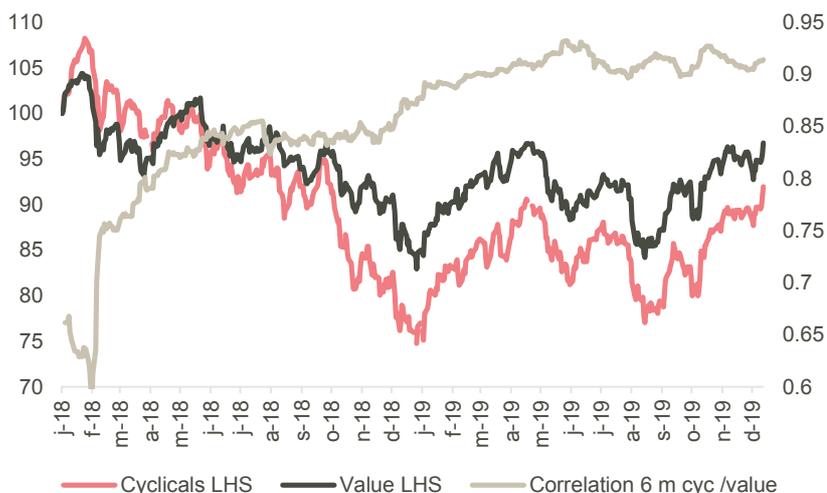


Cycliques vs Défensives

La probabilité d'un retour en grâce tactique de la value amène naturellement à se poser la question de la performance des cycliques par rapport aux défensives.

En effet ces dernières ont été fortement pénalisées par les doutes sur le cycle, les craintes liées à une éventuelle récession et surtout la guerre commerciale. De fait la performance des cycliques a été fortement corrélée à celle de la value à partir des premières déclarations « martiales » de l'administration Trump... Rien de très étonnant puisque la valorisation déprimée de ces dernières les plaçaient naturellement dans le camp de la value.

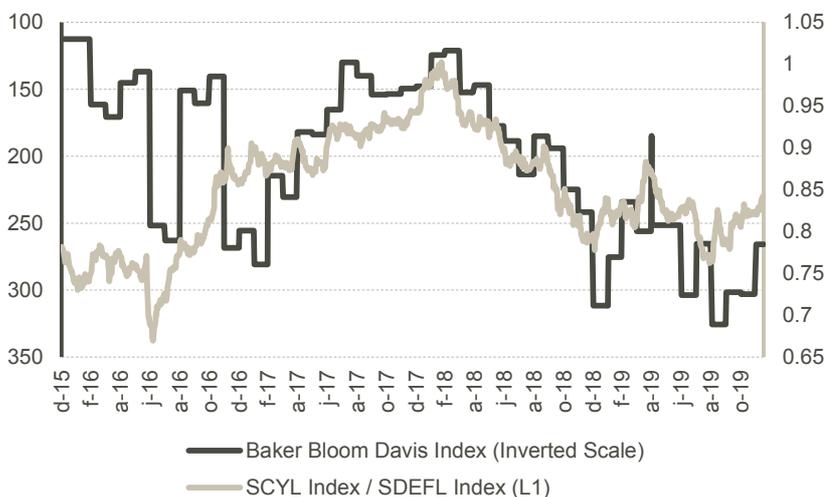
Performance et corrélation cyclique value



Graphique n°26 - Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg

En effet ces dernières ont été fortement pénalisées par les doutes sur le cycle, les craintes liées à une éventuelle récession et surtout la guerre commerciale. De fait la performance des cycliques a été fortement corrélée à celle de la value à partir des premières déclarations « martiales » de l'administration Trump... Rien de très étonnant puisque la valorisation déprimée de ces dernières les plaçaient naturellement dans le camp de la value.

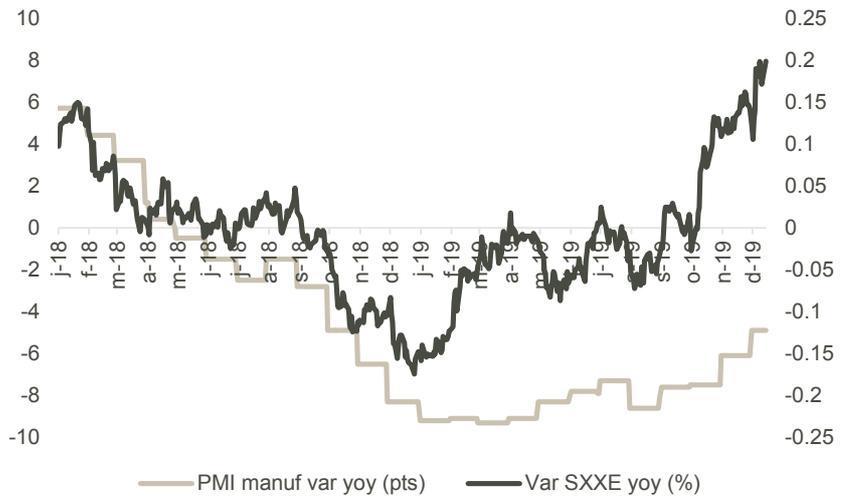
Cycliques / Défensives et incertitude politique



Graphique n°27 - Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg

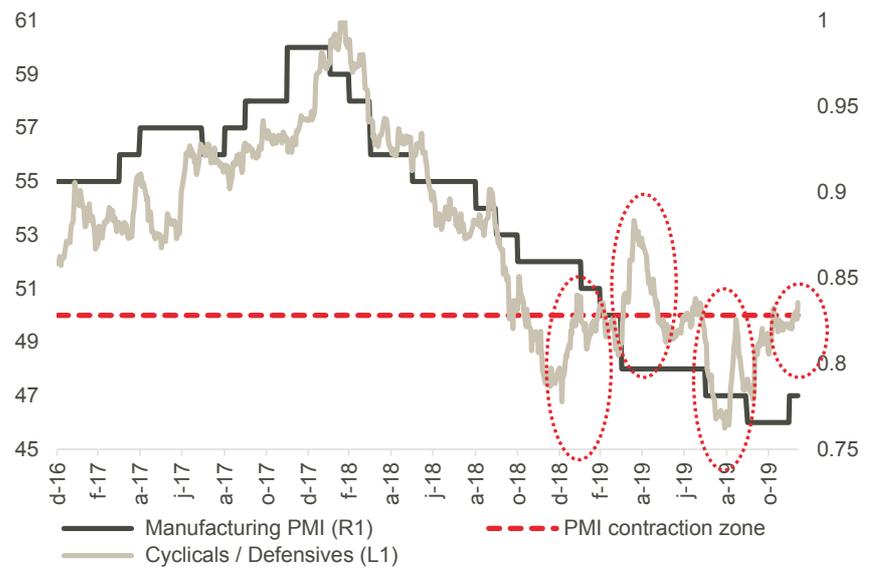


Performance PMI manufacturier vs EuroStoxx



Graphique n°28 - Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg

Cycliques / défensives et PMI : attention aux faux départs



Graphique n°29 - Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg



Construction de l'allocation sectorielle la « PMI Toolbox »

Comme souvent l'exercice de prévision pour l'exercice à venir est entaché d'incertitude. Si le scénario central est par définition le plus probable, on peut aisément constater qu'il ne prévoit pas d'accélération franche de la macro économie. C'est d'ailleurs précisément parce que le cycle n'est pas vraiment marqué que les « risques » haussiers comme baissiers (qui seront explorés dans la partie suivante) existent.

Il nous a donc paru opportun de définir une méthodologie adaptée à cette incertitude sur le cycle et sur celle qu'elle entraîne sur la stratégie de sélection de style (Growth – Value) et secteurs.

PMI Toolbox méthodologie

Dans ce contexte notre approche a été la suivante : nous avons examiné la série des PMI manufacturiers de la zone euro depuis 1999. Nous avons placé ces derniers dans 3 catégories définies de façon arbitraire : 1/ PMI faible (inférieurs à 50) ; 2/ PMI intermédiaires (50-55) ; 3/ PMI en expansion (PMI >55).

Pour chacune de ces catégories nous avons déterminé si la tendance était haussière ou baissière en nous appuyant sur l'approche suivante. Pour « débruiter » les séries nous avons calculé les moyennes mobiles 6 mois du PMI composite et de ses sous composantes service et manufacturier

Nous calculons ensuite la différence mensuelle entre deux moyennes mobiles consécutives. Si le signe de cette différence est positif alors la série est en hausse, sinon en baisse. Un score nul n'invalide pas la tendance en cours précédemment. Nous nous appuyons sur les variations du PMI manufacturier (plus volatile que le PMI services).

Sur ces bases nous pouvons ainsi placer systématiquement toutes les périodes rencontrées dans une des six catégories disponibles (PMI faible en baisse / hausse, PMI intermédiaire en baisse / hausse, PMI en expansion en baisse / hausse).

Sur la base des derniers chiffres de PMI disponibles (décembre 2019), nous nous trouvons dans une série de PMI faibles et en baisse. Cette dernière a débuté en février 2019. La stabilisation cyclique est néanmoins perceptible avec une différence mensuelle qui tend à se rapprocher de zéro depuis mars 2019 (pour l'anecdote les différences mensuelles des moyennes 3 mois sont devenues pour l'ensemble des composantes du PMI positives en décembre).

Parallèlement pour chacune des périodes ainsi déterminées et classées nous calculons pour l'ensemble des 19 secteurs du Stoxx 600, le spread de performance réalisé par rapport au marché. L'ensemble des résultats est présenté dans le tableau ci-dessous.



Cette typologie fournit des informations intéressantes sur la hiérarchie « cible » correspondant à un état du cycle donné. Mais elle ne permet pas de capturer l'essence même du marché, à savoir le potentiel de sur ou sous performance lié au pari implicite des investisseurs sur un futur changement d'état. Ce pari n'a pas nécessairement besoin d'être juste en tant que tel. En revanche l'investisseur se doit de les anticiper. Après tout le marché est ce qu'il croit ! Pour cette raison nous avons axé notre processus d'allocation sectorielle sur les hiérarchies résultant des changements de phase. Pour l'établir nous calculons, à partir du tableau précédent, la différence de score entre deux phases pour un secteur donné. Par exemple le secteur bancaire affiche un score de -2 dans la phase actuelle (PMI faible en chute) et +2 dans la phase PMI faible en hausse, soit un différentiel positif de 4...

Le panorama des différentiels de score est affiché dans le tableau suivant :

Différentiel de score pour les secteurs du Stoxx 600 lors des transitions de phase

	low falling to low rising	low rising to inter rising	inter rising to exp rising	exp rising to exp falling	exp falling to inter falling	inter falling to low falling
Auto&Parts EUR	-2	0	1	0	-3	4
Banks (EUR) Pr	4	-2	-1	0	-3	2
BasicResou EUR	-2	8	-7	2	5	-6
Chemicals EUR	0	4	-1	0	1	-4
Constr&Mtr EUR	0	0	-5	2	-1	4
FinanServc EUR	2	0	3	-8	3	0
Food&Bevrg EUR	-2	-2	1	2	3	-2
HealthCare EUR	-4	0	1	0	3	0
InduGd&Ser EUR	2	-2	-1	0	-1	2
Insurance EUR	4	-2	1	-2	1	-2
Media (EUR) Pr	2	-4	1	2	-1	0
Oil&Gas EUR	0	2	-5	4	3	-4
Per&HouGds EUR	-2	2	-7	4	3	0
RealEstate EUR	0	0	3	-4	7	-6
Retail (EUR) Pr	2	-2	-1	0	-3	4
Technology EUR	-2	-2	3	0	-5	6
Telcomm EUR	2	-4	3	-2	3	-2
Trav&Leisr EUR	-4	0	1	-2	-1	6
Utilities EUR	-4	4	-1	0	5	-4

Tableau n°32 – Source : ODDO BHF Securities

En hiérarchisant, pour chacune des phases, les différentiels ainsi obtenus il est possible d'obtenir une cartographie des secteurs à privilégier en fonction des anticipations. A titre d'illustration le pari actuel d'une transition vers des PMI manufacturiers faibles mais en hausse impliquerait de s'appuyer sur la hiérarchie présentée dans la colonne gauche du tableau présenté ci-dessous.

Hiérarchie sectorielle pour jouer les inflexions cycliques

	low falling to low rising	low rising to inter rising	inter rising to exp rising	exp rising to exp falling	exp falling to inter falling	inter falling to low falling
Banks Pr	4	BasicResou 8	FinanServc 3	Oil&Gas 4	RealEstate 7	Technology 6
Insurance	4	Chemicals 4	RealEstate 3	Per&HouGds 4	BasicResou 5	Trav&Leisr 6
FinanServc	2	Utilities 4	Technology 3	BasicResou 2	Utilities 5	Auto&Parts 4
InduGd&Ser	2	Oil&Gas 2	Telcomm 3	Constr&Mtr 2	FinanServc 3	Constr&Mtr 4
Media Pr	2	Per&HouGds 2	Auto&Parts 1	Food&Bevrg 2	Food&Bevrg 3	Retail Pr 4
Retail Pr	2	Auto&Parts 0	Food&Bevrg 1	Media Pr 2	HealthCare 3	Banks Pr 2
Telcomm	2	Constr&Mtr 0	HealthCare 1	Auto&Parts 0	Oil&Gas 3	InduGd&Ser 2
Chemicals	0	FinanServc 0	Insurance 1	Banks Pr 0	Per&HouGds 3	FinanServc 0
Constr&Mtr	0	HealthCare 0	Media Pr 1	Chemicals 0	Telcomm 3	HealthCare 0
Oil&Gas	0	RealEstate 0	Trav&Leisr 1	HealthCare 0	Chemicals 1	Media Pr 0
RealEstate	0	Trav&Leisr 0	Banks Pr -1	InduGd&Ser 0	Insurance 1	Per&HouGds 0
Auto&Parts	-2	Banks Pr -2	Chemicals -1	Retail Pr 0	Constr&Mtr -1	Food&Bevrg -2
BasicResou	-2	Food&Bevrg -2	InduGd&Ser -1	Technology 0	InduGd&Ser -1	Insurance -2
Food&Bevrg	-2	InduGd&Ser -2	Retail Pr -1	Utilities 0	Media Pr -1	Telcomm -2
Per&HouGds	-2	Insurance -2	Utilities -1	Insurance -2	Trav&Leisr -1	Chemicals -4
Technology	-2	Retail Pr -2	Constr&Mtr -5	Telcomm -2	Auto&Parts -3	Oil&Gas -4
HealthCare	-4	Technology -2	Oil&Gas -5	Trav&Leisr -2	Banks Pr -3	Utilities -4
Trav&Leisr	-4	Media Pr -4	BasicResou -7	RealEstate -4	Retail Pr -3	BasicResou -6
Utilities	-4	Telcomm -4	Per&HouGds -7	FinanServc -8	Technology -5	RealEstate -6

Tableau n°33 – Source : ODDO BHF Securities



L'intérêt de cette approche est de fournir une « boîte à outil » qui permet d'adapter son exposition sectorielle en fonction de ses anticipations mais aussi des publications d'indicateurs avancés.

Ainsi, si le marché veut croire à la concrétisation de l'inflexion PMI (ce qui n'est pas encore tout à fait le cas avec les PMI de décembre mais on peut supposer que l'absence de taxation accrue sur les produits Chinois et la nette victoire des conservateurs en Grande Bretagne, le marché reste sur un scénario optimiste) on devrait s'attendre à un rééquilibrage des portefeuilles selon la logique suivante : accroissement des pondérations pour les secteurs présentant des variations positives de score lors de la phase d'inflexion haussière des PMI, baisse des pondérations dans le cas contraire (neutralité si score nul). **Cet examen fait la part belle aux valeurs value et notamment aux financières aux dépens des secteurs défensifs, ce qui est bien ce que l'on observe.**

Pour pousser cette logique un pas plus avant, une poursuite de l'optimisme devrait pousser le marché à favoriser dans un second temps les secteurs cycliques avec en premier lieu, les matières premières, chimie et pétrole.

Hiérarchies sectorielles type en cas de confirmation de l'inflexion cyclique

	low falling to low rising		low rising to inter rising
Banks Pr	4	BasicResou	8
Insurance	4	Chemicals	4
FinanServc	2	Utilities	4
InduGd&Ser	2	Oil&Gas	2
Media Pr	2	Per&HouGds	2
Retail Pr	2	Auto&Parts	0
Telcomm	2	Constr&Mtr	0
Chemicals	0	FinanServc	0
Constr&Mtr	0	HealthCare	0
Oil&Gas	0	RealEstate	0
RealEstate	0	Trav&Leisr	0
Auto&Parts	-2	Banks Pr	-2
BasicResou	-2	Food&Bevrg	-2
Food&Bevrg	-2	InduGd&Ser	-2
Per&HouGds	-2	Insurance	-2
Technology	-2	Retail Pr	-2
HealthCare	-4	Technology	-2
Trav&Leisr	-4	Media Pr	-4
Utilities	-4	Telcomm	-4

Tableau n°34 - Source: ODDO BHF Securities

On l'aura compris, le pari implicite du marché reste celui d'un redressement des BPA via une amélioration de la macro. Ce pari reste pour nous audacieux, particulièrement car nos modèles de projection de BPA laissent entrevoir la nécessité d'une phase de révision en baisse importante des attentes BPA pour 2020e. Mais, il convient d'en avoir les clefs pour ne pas rater un éventuel changement de cap, qui sera violent par nature.

On ne peut d'ailleurs exclure qu'en cas d'invalidation de l'amélioration prononcée du sentiment (tweet intempestif, nouvelle décision de taxation unilatérale ...) le marché ne réagisse de manière marquée. Notre « PMI toolbox » est également intéressante dans un tel cas de de figure. L'application de notre méthodologie d'analyse différentielle, appliquée à une anticipation de dégradation cyclique (ici PMI faible en hausse à PMI faible en baisse) déboucherait sur une hiérarchie familière pour le marché avec des scores positifs pour les secteurs défensifs (Santé, Utilities, Food & Bev, Pers & Household goods) et négatifs pour les financières (banques et assurance).



Hiérarchies sectorielles type en cas d'invalidation de l'inflexion cyclique

	low rising to low falling
HealthCare	4
Trav&Leisr	4
Utilities	4
Auto&Parts	2
BasicResou	2
Food&Bevrg	2
Per&HouGds	2
Technology	2
Chemicals	0
Constr&Mtr	0
Oil&Gas	0
RealEstate	0
FinanServc	-2
InduGd&Ser	-2
Media Pr	-2
Retail Pr	-2
Telcomm	-2
Banks Pr	-4
Insurance	-4

Tableau n°35 – Source : ODDO BHF Securities



4 RAISONS QUI POURRAIENT RENDRE MÉCHANTE L'ANNÉE GREMLINS

Tout semble être pour le mieux dans le meilleur des mondes...Mais faut-il se fier aux apparences ? Après tout, les Gremlins® sont si mignons avant de se transformer en monstres. La bonne nouvelle c'est que ceci n'arrive que s'ils sont nourris après minuit. Qui voudrait faire une chose pareille ? Probablement personne. Mais force est de constater que l'année qui s'ouvre offre plusieurs occasions de dévier du scénario central via des mouvements non attendus sur la courbe des taux. Plusieurs facteurs pourraient en être à l'origine : retour inopiné du risque politique en Europe, mise en cause du modèle capitaliste anglo-saxon avec le débat croissant autour des inégalités et du partage de la valeur ajoutée. En d'autres termes des possibilités d'assister à une pentification non maîtrisée de la courbe des taux. Une telle situation serait bien évidemment négative pour l'ensemble des actifs risqués, mais plus encore pour ceux disposant d'une faible liquidité, et ou d'un profil de risque plus prononcés. Ceci signerait probablement le retour des investisseurs sur les thématiques défensives / qualité / croissance.

Mogwai® lifecycle : de mignon à méchant

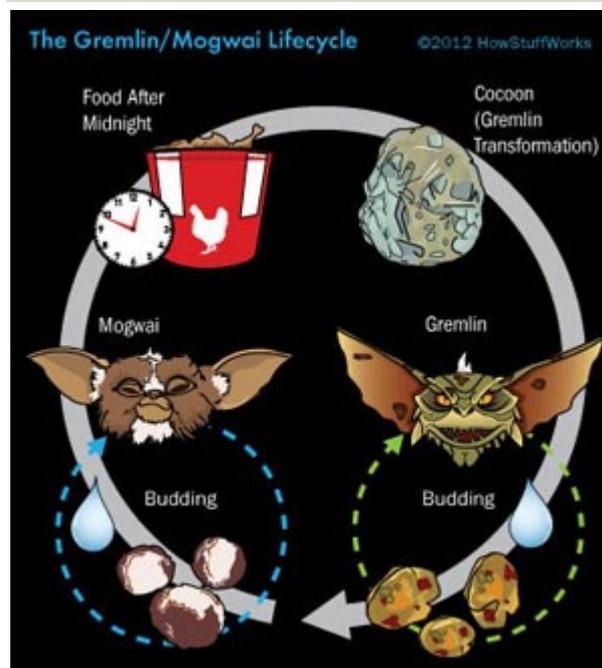


Image n°36 - Source : Howthingswork.com

La problématique actuelle de nombreux clients, et la nôtre par conséquent, est en dépit d'un scénario central plutôt confortable, tient probablement à l'absence, en dehors d'une nouvelle détérioration de la guerre commerciale sino-américaine (ou plus généralement de nouvelles tensions protectionnistes) de risques clairement identifiés.

Dès lors difficile de déterminer des stratégies de couverture, ce qui représente un frein indéniable à la prise de risque. Par ailleurs le caractère relativement consensuel des vues macro (absence de récession, reprise modérée) et des stratégies associées (value, cyclique, Europe vs Etats-Unis) est dérangeant.



Alors où regarder pour tenter de détecter le « cygne noir » ? Nous n'avons pas la prétention de le connaître mais à tout le moins il est peut-être utile de questionner les croyances les plus fortement ancrées dans le marché, id est, celle dont la probabilité de réalisation est voisine de 100%. Nous en voyons deux :

1. **Le niveau des taux va rester extrêmement faible, et la courbe ne connaîtra pas de pentification brutale et ;**
2. **il n'y aura pas de récession outre-Atlantique.**

Ces deux affirmations reposent sur des constats solides : les banques centrales ont renoué avec une politique monétaire expansionniste, l'inflation reste faible, le consommateur américain, n'est plus endetté comme il l'était en 2007, est en pleine forme. De fait, les facteurs qui président habituellement au déclenchement de récessions (hausse rapide et forte des prix de l'énergie, inflation salariale, hausse des prix, hausse des taux, endettement excessif des ménages, bulle immobilière) sont absents ce qui minore considérablement la probabilité d'une récession.

En revanche, l'absence de pentification de la courbe des taux (ou plus précisément de pentification non associée à une accélération de la croissance) nous semble être un pari potentiellement plus risqué. Nous identifions plusieurs éléments qui pourraient concourir à une mise en cause de ce postulat. Pour les repérer nous cherchons à voir s'il est possible de prendre le contre-pied des croyances du marché.

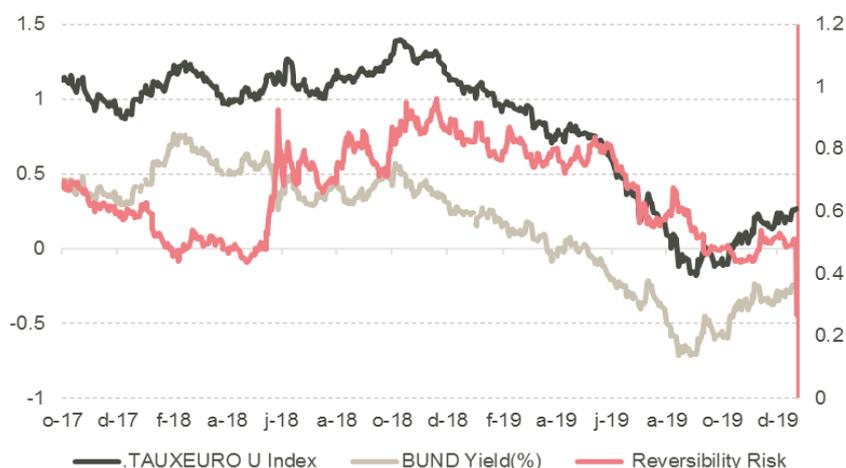
Europe : retour inattendu du risque politique

L'apaisement du risque politique en Europe aura pour une grande part été lié à la normalisation de la situation politique en Italie et à la perspective d'une finalisation du Brexit.

La large Victoire des conservateurs britanniques, et l'accord pré-électoral du Parlement Britannique pour examiner le traité de sortie obtenu par Boris Johnson, plaident en faveur de la fin des attermoissements et une sortie effective relativement ordonnée.

Mais c'est surtout l'éclatement de la coalition M5S / Lega, et le départ de Matteo Salvini qui ont été salués par les marchés. Le risque de réversibilité de l'Euro (mesuré par l'évolution du différentiel Bund, taux sans risque européen) a considérablement chuté post recombinaison politique transalpine. Une évolution logique alors que le gouvernement italien était, à juste titre, ressenti comme eurosceptique.

Écart entre taux sans risque européen et bund (en %)

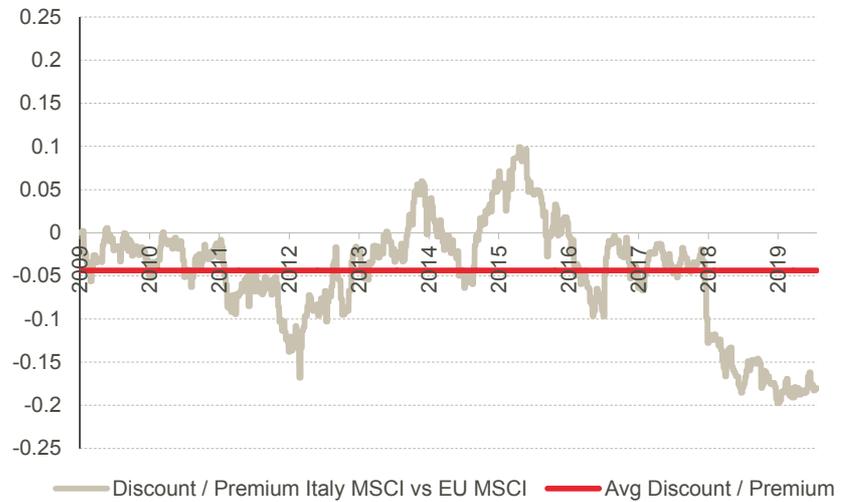


Graphique n°37 - Sources : ODDO BHF Securities, Bloomberg



De fait la décote politique européenne est essentiellement imputable à l'évolution de la situation en Italie

Evolution de la décote politique Italienne



Graphique n°38 - Sources: Datastream, Bloomberg, ODDO BHF Securities

Ce risque politique semble donc appartenir au passé. Vraiment ? Pas si sûr. Le 26 janvier prochain, des élections régionales seront organisées en Italie, et elles pourraient bien rappeler aux investisseurs que Matteo Salvini est toujours très présent dans le paysage politique italien.

Les sondages récents placent la Lega en tête des intentions de vote avec un score 60% plus élevé que le second (Parti Démocratique, actuellement en coalition au pouvoir avec le M5S). Par ailleurs, ces enquêtes d'opinion mettent également en lumière qu'une coalition Lega/ Fratelli d'Italia / Forza Italia pourrait disposer, dans le cas d'élections législatives anticipées d'une majorité absolue à la Chambre.

Sondages Régionales Italie : la ligue en tête

INTENZIONI DI VOTO			
* INDECISI+NON VOTO: 41%	5 DICEMBRE 2019	28 NOVEMBRE 2019	TREND
LEGA	32,5	32,4	0,1
PARTITO DEMOCRATICO	19,5	19,7	-0,2
MOVIMENTO 5 STELLE	16,3	16,5	-0,2
FRATELLI D'ITALIA	10,1	9,9	0,2
FORZA ITALIA	6,9	7,3	-0,4
ITALIA VIVA (RENZI)	5,3	5,3	0,0

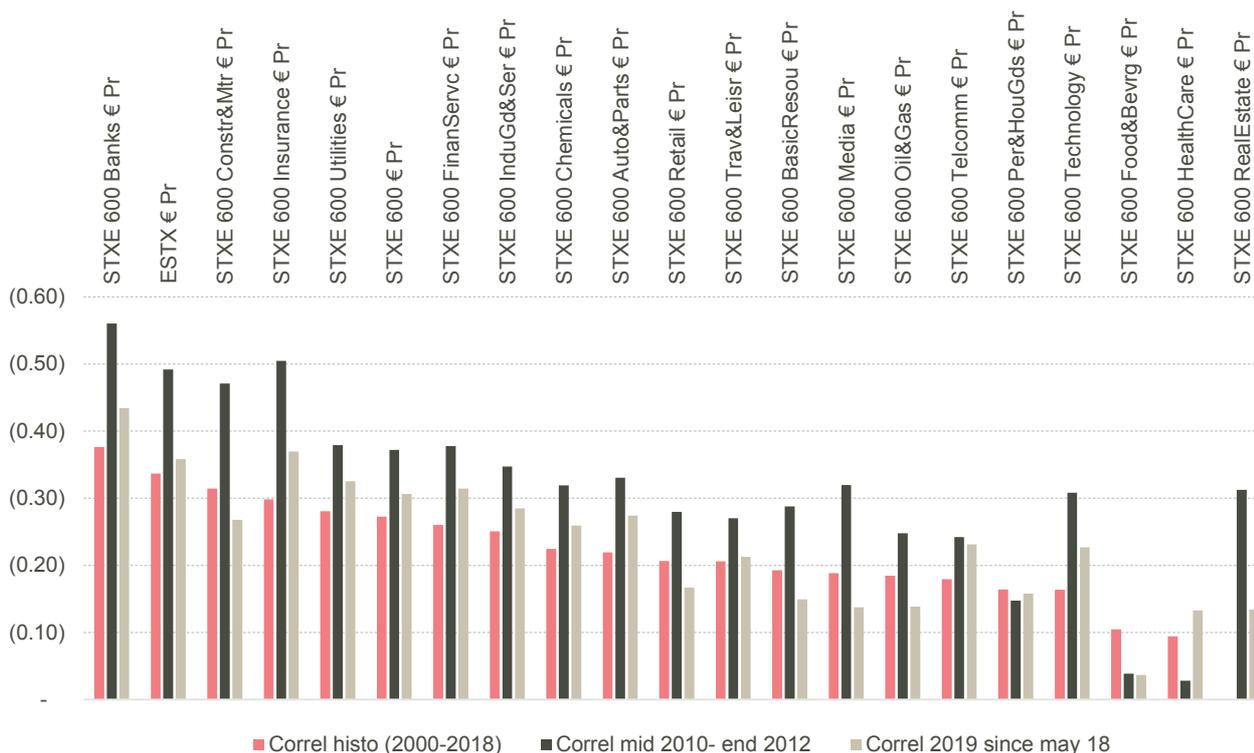
Image n°39 - Sources : Financial Times, OpenOnline

Evidemment, il ne s'agit que d'élections régionales. Mais le marché pourrait réagir fébrilement à une ou plusieurs victoires de la ligue dans des bastions des partis de gauche. L'Emile Romagne fait ainsi figure de test.

Qu'attendre d'un retour du risque politique par ce biais ? Les mêmes causes produisant les mêmes effets on devrait assister à une réouverture du spread BTP-Bund. Une analyse historique des corrélations sectorielles par rapport à l'évolution de ce dernier apporte des conclusions bien connues. Les secteurs financiers sont les plus négativement impactés alors que les secteurs défensifs sont moins fragilisés dans ce cas.



Corrélation secteurs Stoxx 600 / BTP-Bund



Graphique n°40 Sources: ODDO BHF Securities, Thomson Reuters, Bloomberg

Les primes de risque sont inférieures au coût du risque

Les politiques monétaires non orthodoxes auront permis à l'économie mondiale de ne pas sombrer dans la déflation post grande crise financière. Mais leur maintien est a produit des conséquences paradoxales. Leurs effets pervers sont désormais de mieux en mieux documentés (risque de bulles, risque de fuite devant la monnaie, fragilisation du secteur bancaire, maintien en vie des compagnies « zombies »). Au-delà de ceux-ci ces politiques, en écrasant l'ensemble des primes de risque (à l'exception des actions ce qui alimente l'intérêt pour cette classe d'actif en 2020), ont poussé les investisseurs dans une recherche frénétique de rendement au risque.

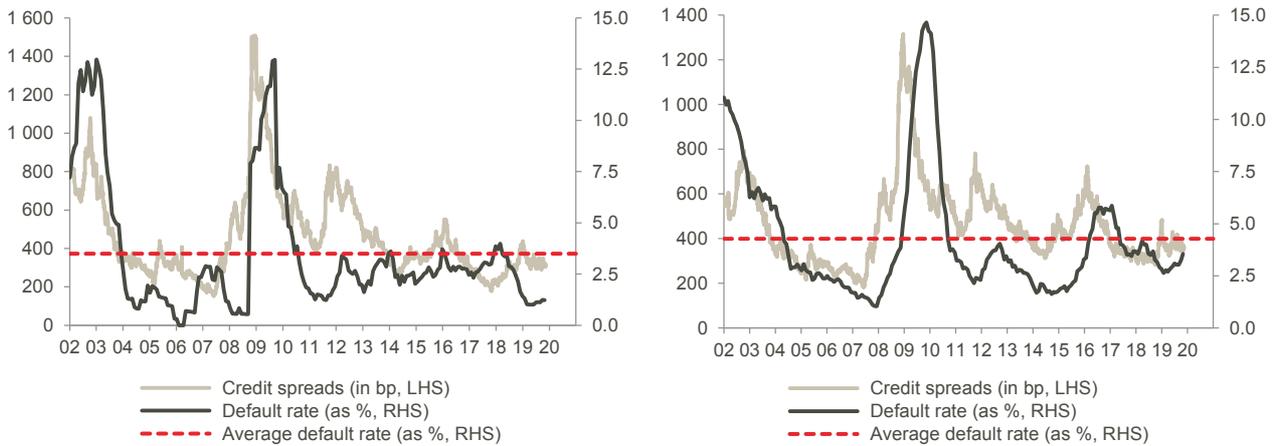
Cette dernière a amené une part croissante de l'allocation d'actifs à être investie dans des véhicules peu liquides (immobilier, fonds d'infrastructure, private equity) pour pouvoir justement capter la prime de liquidité afférente.

Sur les papiers ces produits ont tout pour plaire. Forte rentabilité du capital investi, faible volatilité réalisée. Cette dernière est bien évidemment artificielle puisque la fréquence des mesures de prix est très faible. Par ailleurs, un examen plus attentif révèle que la rentabilité des fonds propres reflète le plus souvent un levier d'endettement considérable. Le multiple moyen d'endettement des entreprises achetées par les fonds de buy-out se monte désormais à 6x / 7x l'EBITDA. Evidemment, le niveau très faible des taux d'intérêt permet d'éluder toute problématique de soutenabilité de la dette.

Or on observe, notamment outre-Atlantique, du fait de cet écrasement des primes de risques, que les niveaux de spread sur le crédit HY ne couvrent plus désormais les taux de défaut moyens.



Spread HY et taux de défaut (Europe haut, US bas)



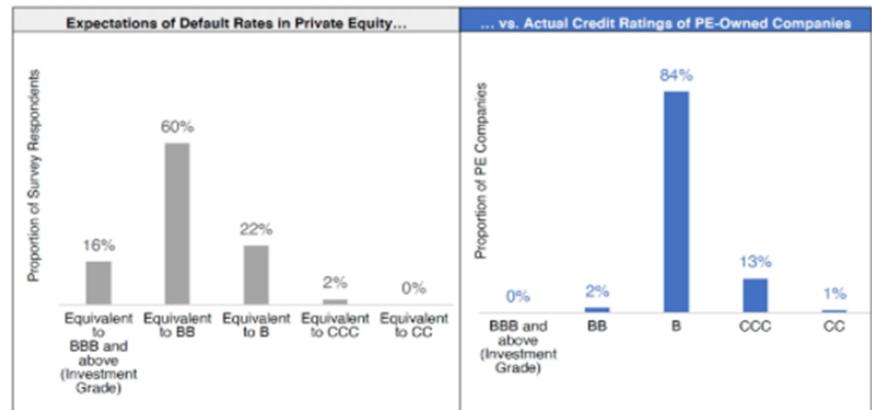
Graphiques n°41 - Sources: Datastream, Natixis, ODDO BHF Securities

A priori ceci est rationnel. S'il n'y a pas (ou plus) de possibilités de défaut l'existence d'un spread de crédit se justifie moins...**Mais pour reprendre la métaphore célèbre de Warren Buffet « c'est lorsque la mer se retire que l'on voit ceux qui se baignent nus ».**

« La mer qui se retire » peut ici recouvrir deux réalités. La survenue d'une récession qui pousserait les taux de défaut à la hausse. Un arrêt des politiques monétaires ultra accommodantes qui pousseraient les taux d'intérêt à la hausse, mettant ainsi à mal la soutenabilité financière de la dette.

Ceci est d'autant plus important que les investisseurs, hypnotisés par les rendements ajustés du risque du Private Equity, se portent acquéreurs « à l'insu de leur plein gré » d'entreprises dont ils surestiment la qualité du crédit, et donc sous estiment la probabilité de défaut. La confrontation entre la perception et la réalité est cruelle. Un récent article paru dans le blog FT Alphaville démontrait ainsi que 86% des investisseurs en PE sous estimaient la probabilité de défaut des sociétés auxquelles ils étaient exposés en réalité (100% HY dont 98% avec une note inférieure à BB).

Rêve vs Réalité : la face cachée du Private Equity



Graphiques n°42 – Sources : FT Alphaville, Investor expectations of PE portfolio default© Rassmussen (Oct 2019). Moody's Investors Service (Oct 2018)

Bien entendu cette situation ne présente aucun problème tant que les actifs illiquides n'ont pas besoin d'être cédés pour financer un passif liquide. En clair tant que les banques centrales maintiennent les politiques ultra-accommodantes actuelles. Le problème, c'est qu'il est possible d'imaginer un scénario dans lequel elles pourraient être contraintes d'en sortir, en l'absence d'une reprise avérée.



Le débat croissant autour des inégalités

Les opinions publiques sont de plus en plus sensibles aux discours centrés sur la réduction des inégalités que celles-ci soient largement documentées (Etats-Unis, Grande Bretagne) ou fantasmées (France, Gilets Jaunes). En Amérique Latine les manifestations les plus récentes (Chili, Colombie, Pérou ...) ont mis en avant cette problématique. En Europe, même les économies les plus prospères n'y échappent pas (Allemagne).

Il faut reconnaître que ce débat est lié à l'évolution du partage de la valeur ajoutée. Schématiquement, les « 30 glorieuses » avaient permis une progression du salaire réel par tête en ligne avec les gains de productivité. Ceci n'a plus été le cas depuis le début des années 80. On assiste depuis, à l'exception de la zone euro, à une déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des entreprises (et donc des actionnaires). Ce phénomène est particulièrement sensible aux Etats-Unis. A titre d'illustration le revenu disponible en dollar constant des 20% des américains les moins rémunérés stagne depuis quasiment 40 ans, alors que la part de la richesse nationale détenue par les 1% les plus riches est passée de 10% environ en 1970 à 21% en 2014...

Evolution des revenus aux Etats-Unis (en USD 2017)

Year	Lowest quintile	Second quintile	Third quintile	Fourth quintile	Fifth quintile	The top 5% of households by income
1990	13,072	32,889	54,325	81,907	158,951	253,111
1991	12,719	31,947	53,064	80,890	155,114	242,068
1992	12,462	31,224	52,605	80,754	156,473	248,352
1993	12,328	31,252	52,386	81,411	169,617	291,119
1994	12,657	31,545	53,141	82,693	173,846	300,358
1995	13,372	32,683	54,648	84,007	175,310	302,560
1996	13,415	32,927	55,385	85,719	180,287	314,053
1997	13,504	33,759	56,796	87,969	187,549	329,126
1998	13,902	35,102	58,736	90,839	192,226	335,049
1999	14,633	35,931	60,142	93,604	199,612	346,946
2000	14,498	36,201	60,285	93,716	203,081	360,286
2001	14,068	35,348	59,166	92,767	202,596	361,505
2002	13,650	34,706	58,484	91,994	196,409	342,977
2003	13,355	34,307	58,235	92,180	196,503	338,339
2004	13,326	34,099	57,774	91,097	197,005	343,303
2005	13,407	34,423	58,259	91,635	200,800	353,772
2006	13,835	35,073	58,772	93,028	204,961	362,469
2007	13,690	34,893	59,220	93,759	199,073	340,368
2008	13,304	33,688	57,216	91,032	195,231	336,358
2009	13,231	33,508	56,732	90,129	195,668	338,310
2010	12,387	32,148	55,397	88,872	190,856	323,594
2011	12,276	31,899	54,442	87,471	194,449	340,186
2012	12,290	31,764	54,743	87,815	194,571	340,198
2013	12,220	32,477	56,644	91,144	203,796	352,531
2014	12,102	32,220	56,012	91,037	201,129	344,465
2015	12,889	33,762	58,803	95,223	209,384	363,039
2016	13,221	35,246	60,421	97,225	218,542	383,154
2017	13,258	35,401	61,564	99,030	221,846	385,289

Tableau n°43 - Sources : US census Bureau

Cette tendance alimente un rejet croissant dans l'opinion du modèle capitaliste « libéral » et une forme de nostalgie vis-à-vis du mode de fonctionnement du capitalisme que l'on pourrait qualifier de « social-démocrate ». Répondre politiquement à ce mouvement impliquerait de « pousser » à un rééquilibrage du partage de la valeur ajoutée en faveur des salaires.

Un tel mouvement serait porteur de conséquences lourdes, certaines positives d'autres au contraire négatives pour les marchés actions.

Parmi les effets positifs les plus évidents, on trouve évidemment une accélération de la croissance via un rebond de la consommation (la propension à consommer est d'autant plus forte que les revenus sont bas) et une probable réduction (réelle et perçue) des inégalités.

Mais les conséquences négatives ne seraient pas mineures. Il faudrait également s'attendre à un retour de l'inflation. Cette dernière est aujourd'hui contenue du fait de la faible croissance des coûts unitaires de production. Ce retour de l'inflation impliquerait, si l'on dépasse les objectifs des banques centrales (2%), une action des instituts d'émissions sur les taux, ce qui mettrait probablement un terme aux politiques monétaires ultra accommodantes que nous connaissons depuis des années.



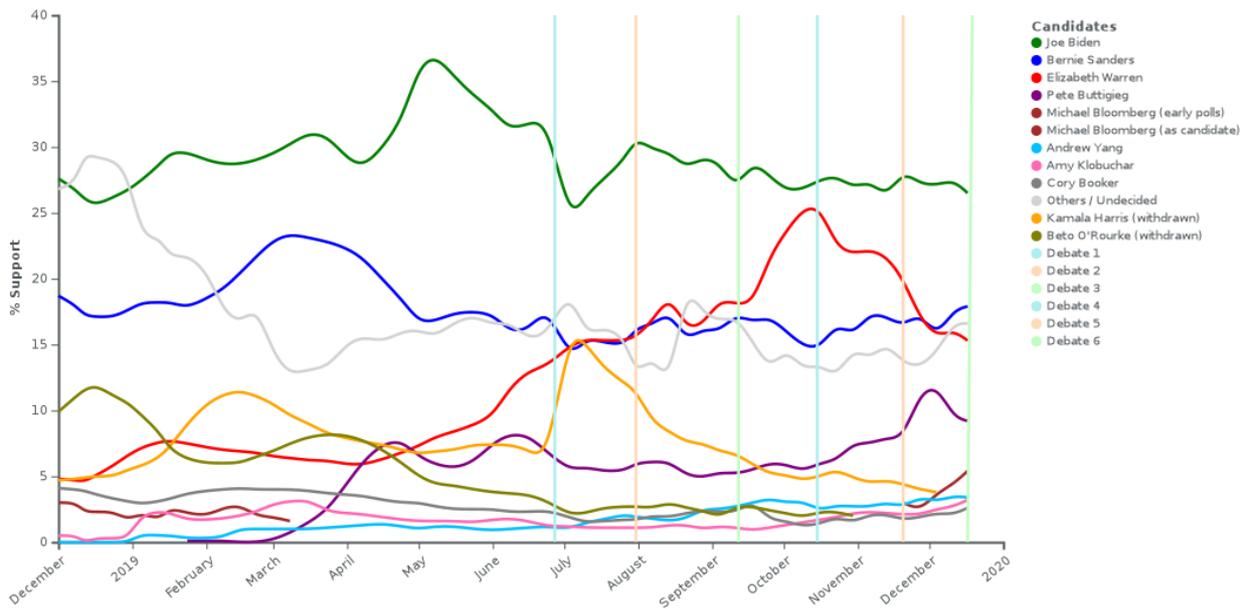
Cette remontée des taux surviendrait alors que le levier d'endettement de l'économie mondiale a fortement progressé, parallèlement à la baisse des taux d'intérêt, depuis le début des années 1980. Certaines hausses spectaculaires sont bien connues que ce soit dans le domaine de l'endettement public (Japon 225% du PIB vs 50% environ en 1980, Etats-Unis 125% du PIB etc...). L'endettement privé (ménages + entreprises), même s'il reflue depuis son pic de 2007, a également fortement progressé (175% du PIB en Zone Euro et en GB vs 75% environ en 1980, 125% aux Etats-Unis ...).

Les cours boursiers seraient probablement négativement affectés puisque la profitabilité globale des entreprises serait contrainte par une remontée des coûts salariaux. Les secteurs disposant des pouvoirs de fixation de prix les plus élevés seraient probablement épargnés (matières premières, consommation discrétionnaire premium, santé, distribution) mais ceux dans l'incapacité de répercuter à leurs clients les hausses de coût verraient leurs multiples se compresser.

Il n'aura pas échappé au lecteur que l'année qui s'ouvre verra la tenue des élections présidentielles américaines. Les jeux sont loin d'être faits mais on peut constater une poussée des thématiques de « gauche » parmi les candidats à la primaire démocrate. Si Joe Biden, qui fait pour le moment la course en tête, affiche des positions modérées, ce n'est pas le cas d'Elisabeth Warren ou de Bernie Sanders qui figurent parmi ses challengers les plus sérieux.

Ces derniers portent des propositions qui répondent aux aspirations que nous venons de décrire. Force est d'ailleurs de constater que les intentions de vote (aux primaires) cumulées Warren + Sanders sont désormais supérieures à celles de Joe Biden.

Evolution des intentions de vote aux primaires démocrates (depuis décembre 2018). Situation au 17 décembre 2019



Source of poll aggregation	Date updated	Dates polled	Joe Biden	Bernie Sanders	Elizabeth Warren	Pete Buttigieg	Michael Bloomberg	Andrew Yang	Amy Klobuchar	Cory Booker	Other	Undecided [a]
270 to Win [b]	Dec 17, 2019	Dec 9–15, 2019	27.6%	18.8%	15.0%	9.0%	5.8%	3.4%	3.4%	2.8%	4.8% [c]	9.4%
RealClear Politics [d]	Dec 17, 2019	Dec 4–15, 2019	27.0%	18.6%	15.9%	9.1%	5.4%	3.1%	3.1%	2.8%	4.7% [d]	10.3%
The Economist [e]	Dec 17, 2019	[e]	25.1%	16.3%	15.6%	9.4%	7% [f]	3.8%	3.5%	2.5%	4.1% [g]	12.7%
FiveThirtyEight [h]	Dec 17, 2019	[h]	26.1%	17.7%	14.8%	9.4%	5.0%	3.4%	2.7%	2.1%	5.2% [i]	13.6%
Average			26.5%	17.9%	15.3%	9.2%	5.4%	3.4%	3.2%	2.6%	4.8% [j]	11.8%

Graphique n°44 – Source : Wikipedia



Paradoxalement, si l'on devait se placer dans un univers où les Etats-Unis élimineraient des dirigeants mettant en œuvre des politiques établissant, par exemple, une augmentation marquée du salaire minimal obligatoire⁴, il n'en serait pas nécessairement les perdants. La hausse de l'inflation et des taux d'intérêt étant compensées par un supplément de croissance. En revanche, par le jeu des corrélations historiques la hausse des taux outre-Atlantique entraînerait probablement celle des économies liées, sans que l'on puisse compter sur un supplément de croissance. Ceci serait plus particulièrement dangereux pour les économies à fort taux d'endettement (Grande Bretagne, Canada, Pays Bas, Emergents Asiatiques hors Chine).

Or, le marché est ce que qu'il croit. Il suffit que la probabilité d'un ticket Warren-Sanders pour les élections de 2020 soit jugé suffisamment crédible pour que l'on puisse observer des mouvements sur la courbe des taux ... Si les mouvements sont suffisamment importants l'onde de choc pourrait ne pas se limiter aux marchés actions.

Technique : fin de la période de hausse de LT aux Etats-Unis

Les marchés actions terminent l'année sur leurs sommets, en pleine expression de tendances haussières. A ce stade, tout va bien. Mais pour Jean-Christophe Dourret, notre responsable de l'analyse technique, la situation va très probablement sérieusement se compliquer en 2020.

Pourquoi ? Parce que les indices américains sont actuellement en train de terminer une tendance haussière primaire (soit à très long terme). Or, l'aboutissement d'un cycle ascendant est toujours suivi d'une correction dont l'ampleur est proportionnelle à l'importance du cycle. Et comme c'est une tendance haussière de très grande envergure qui s'achève, il faut donc s'attendre à voir émerger une correction majeure en 2020.

En Europe, on l'a vue précédemment, le potentiel résiduel de hausse est très limité et l'Europe va donc bientôt subir une vague de prises de profits. Pour Jean Christophe, plusieurs éléments d'alerte sont actuellement présents et notamment une double divergence négative (à la fois à moyen et à long terme) sur le McClellan Summation Index. Ceci signifie que les investisseurs participent de moins en moins à la poursuite de la hausse en concentrant leurs choix d'investissement sur un nombre de plus en plus restreint de valeurs.

Il s'agit d'une posture anormalement défensive en tendance haussière et qui annonce la formation prochaine d'un sommet.

⁴ *Le salaire minimum fédéral s'établit en 2019 à 7.25\$ /heure. Le salaire minimum median est plus élevé (11.80\$ en mai 2019). Cependant s'il avait suivi les gains de productivité ce dernier aurait atteint 19.33\$ en 2017, soit une augmentation de ...65%. Source : "Low-wage workers will get paid more in 18 states in 2018 – but they could earn much more if the federal minimum wage had kept up with the economy". Business Insider. Retrieved December 21, 2017.*



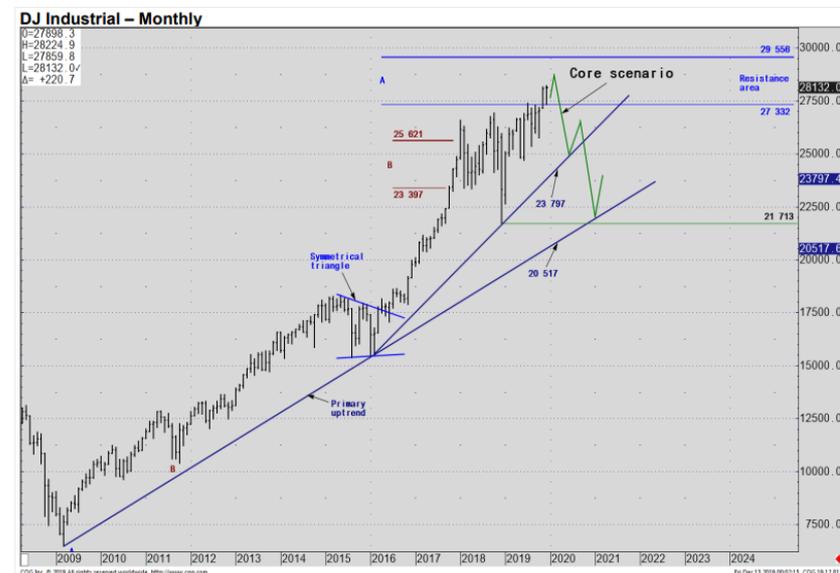
S&P 500 – Mc Clellan Summation Index



Graphique n°45 - Source : ODDO BHF Securities, Tour d'horizon, JC Douret (16/12/2019)

Le scénario graphique central pour 2020 de Jean Christophe est présenté sous forme visuelle sur le DJ Industrial. Il permet de percevoir l'imminence de formation du sommet long terme (entre 27 300 et 29 600 points) ainsi que l'objectif probable de repli final, autour de 22 000 / 22 500 points.

Scénario Graphique DJ Industrial



Graphique n°46 -Source : ODDO BHF Securities, Tour d'horizon, JC Douret (16/12/2019)



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudenciel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO. Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exhaustivité ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO. Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts. Cette étude a été rédigée conformément aux dispositions réglementaires applicables en France aux fins de promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. La recommandation contenue dans ce document est revue et mise à jour au moins trimestriellement à chaque publication par l'émetteur de son rapport trimestriel.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exhaustivité ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Les opinions exprimées dans cette étude reflètent exactement les points de vue personnels de l'analyste sur les titres et/ou les émetteurs concernés et aucune partie de la rémunération de ce dernier n'a été, n'est, ni ne sera directement ou indirectement liée aux opinions spécifiques contenues dans la présente étude. Cette étude ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport de recherche s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Il peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément aux exigences de la FINRA (Financial Industry Regulatory Authority), Règle 15a-6 :

Conformément à la Règle 15a-6 (a)(3), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec une entité américaine sur les titres décrits dans cette recherche réalisée hors des Etats-Unis, sont effectuées par l'intermédiaire d'ONY. En tant que membre de la FINRA, ONY a revu ce document afin de pouvoir le distribuer aux investisseurs américains, conformément aux dispositions du 2241(h) du règlement de la FINRA applicable à la diffusion de l'analyse financière produites par ODDO.

- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets ne détiennent effectivement 1 % ou plus de toute catégorie d'actions ordinaires de la société concernée ;
- A la date de publication de la présente étude, l'analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets n'a pas été informé ni n'a eu connaissance de même qu'il n'a aucune raison d'avoir connaissance d'un quelconque conflit d'intérêts réel et significatif le concernant ou concernant ODDO, ODDO BHF Corporates & Markets, ou ONY à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ODDO BHF Corporates & Markets, ou ODDO peuvent, dans les trois prochains mois, percevoir ou réclamer une rémunération au titre de services de banque d'investissement auprès de la société objet de la présente étude, étant entendu qu'ONY ne sera pas partie prenante à de tels accords ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont perçu une rémunération de la part de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois au titre de la fourniture de services de banque d'investissement à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- Ni ONY, ni ODDO, ni ODDO BHF Corporates & Markets, n'ont été le chef de file ni le co-chef de file d'une émission de titres par offre publique pour le compte de la société objet de l'étude au cours des 12 derniers mois à l'exception des cas mentionnés dans le paragraphe intitulé « Risques de conflits d'intérêts » ;
- ONY n'est pas teneur de marché (ni ne l'a jamais été) et, en conséquence, n'était pas teneur de marché pour les titres de la société objet de l'étude à la date de publication de cette dernière.

Réglementation AC (Regulation AC) :

ONY est dispensé des obligations de certification au titre de la réglementation AC (Regulation AC) pour la distribution par ses soins à un ressortissant américain aux Etats-Unis de la présente étude préparée par un analyste d' ODDO BHF Corporates & Markets car ODDO n'a pas de dirigeants ni de personnes exerçant des fonctions similaires ni des salariés en commun avec ONY et ONY conserve et applique des politiques et procédures raisonnablement destinées à l'empêcher, de même que toute personne exerçant le contrôle, tous dirigeants ou personnes exerçant des fonctions similaires, ainsi que des salariés d'ONY, d'influencer les activités de l'analyste d'une société tierce ainsi que le contenu des études préparées par un tel analyste tiers.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddo.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.