

FOCUS SECTEURS

27 janvier 2020



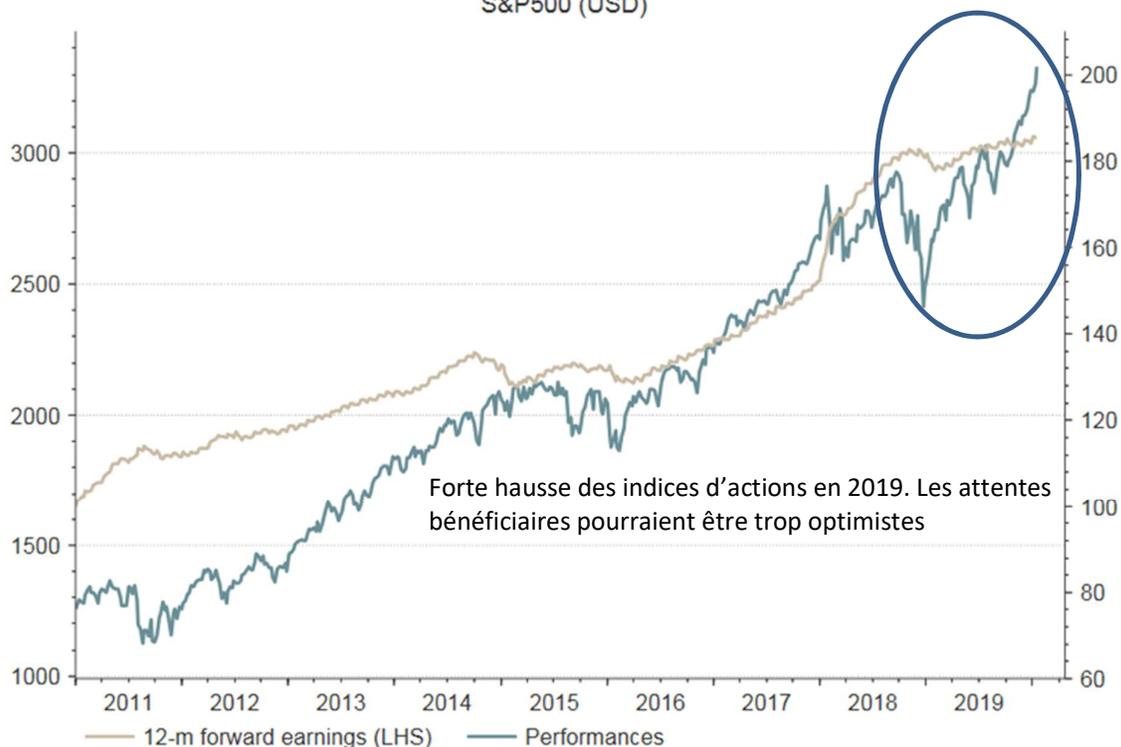
Alain GERARD
Senior Investment Advisor
Equities

EN UN MOT :

- **Fin 2019/ début 2020, les marchés d'actions ont continué leur progression. Nous continuons à favoriser le style 'Valeur' et les secteurs relativement bon marché. Dans ce cadre, nous devenons positifs sur l'énergie, un secteur très en retard en 2019, qui a fortement sous-performé ces dernières années et trop bon marché.**
- **A côté de l'énergie, un secteur peu cher et le évident à jouer dans le contexte de reprise économique est celui des services financiers (recommandation positive), en particulier l'assurance globalement et les banques US. Les soins de santé globalement, la technologie européenne et les matériaux de construction européens ont également du potentiel.**
- **Nous recommandons toujours la prudence sur le secteur des biens de consommation de base (-) et sur les industrielles (-) car ces deux secteurs sont relativement chers.**
- **Nous entrons dans le vif des publications de résultats du 4T-19 et 2019 en général. Les résultats et surtout les perspectives que nous fourniront les sociétés pourraient impacter nos recommandations sectorielles.**

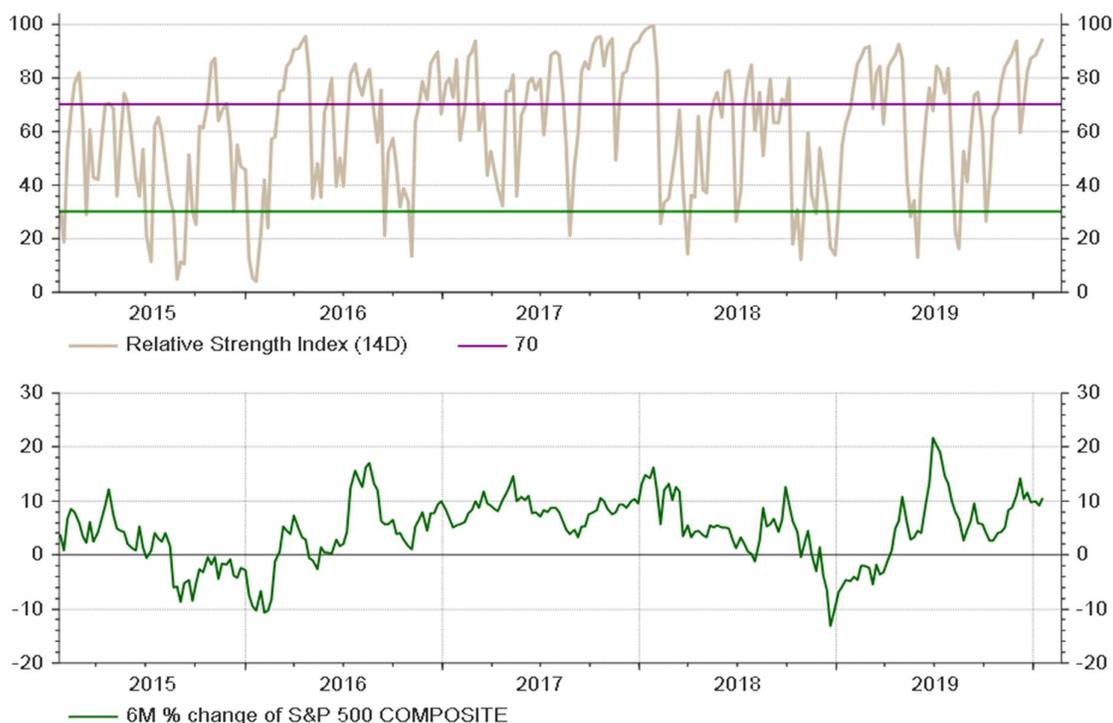
	SECTEUR (MSCI Niveau 1)	INDUSTRIE (MSCI Niveau 2)		
		+	=	-
+	Energie	Energie		
	Soin de santé	Pharmacie & Biotech	Equipements & Services santé	
	Financières	Assurances Banques et Fin. Divers. US	Banques et Fin. Divers. EU	
=	Technologie	Hardware EU Logiciels et services EU Semiconducteurs EU	Hardware US Logiciels et services US Semiconducteurs US	
	Matériaux	Matériaux de Construction EU	Matériaux (hors Construction EU)	
	Consommation cyclique		Consommation durable, vêtements, accessoires (Luxe) Services aux consommateurs Distribution Automobiles et composants	
	Services de communication		Télécommunications Média	
	Services aux collectivités		Services aux collectivités	
	Immobilier		Immobilier	
-	Industrielles			Services commerciaux et fournitures Infrastructure Biens d'équipement Transports
	Consommation de base			Agro-alimentaire Produits personnels Distribution alimentaire

Earnings vs. performances S&P500 (USD)



Source: Refinitiv Datastream, 16/01/2020

S&P500: à nouveau suracheté (fin janvier)



Source: Refinitiv Datastream, 16-01-20

Fin 2019/ début 2020, les marchés d'actions ont continué leur progression. Nous continuons à favoriser le style 'Value' et les secteurs relativement bon marché.

Remarques préliminaires :

1. Nos recommandations s'insèrent bien évidemment dans un scénario où le coronavirus qui s'est déclaré en Chine et dans une moindre mesure dans d'autres pays resterait relativement maîtrisé. L'expérience d'épidémies récentes (notamment le SRAS) a montré que les corrections de marché liées ont généré de belles opportunités d'achat.
2. Nous entrons aussi dans le vif de la saison des résultats du 4T-19 et 2019 en général. Les résultats et surtout les perspectives que nous fourniront les sociétés pourraient impacter nos recommandations sectorielles.

Le secteur de l'énergie passe de = à + sur la base de :

- Forte sous-performance 2019. En fait, l'année passée, ce secteur fut le moins performant du MSCI américain et le deuxième moins performant en Europe.
- Un des rares secteurs encore bon marché, surtout en Europe : le ratio cours/ bénéfiques (C/B) en 2020 est de 10,9, soit une décote de 24 % par rapport au MSCI Europe et un écart type de plus d'un par rapport à sa décote relative historique (d'autres indicateurs tels que le Cours/Valeur Comptable ou le rendement des dividendes conduisent à la même conclusion). Aux États-Unis, la décote est moins prononcée mais tout de même : le C/B du secteur énergétique américain est de 17,5 contre 18,8 pour le MSCI USA.
- Cette nouvelle recommandation s'intègre bien dans notre Call "Value".
- Le secteur de l'énergie est le secteur le plus sous-pondéré dans les portefeuilles mondiaux par rapport aux positions historiques (selon l'enquête mensuelle de la Bank of America).

- Cela pourrait s'expliquer en partie par le fait que d'importants flux de fonds sont sortis du secteur pour aller vers les "énergies propres" ; de nombreux investisseurs se tournent vers l'ISR. Toutefois, les grandes compagnies pétrolières, notamment en Europe, disposent désormais d'une plus grande marge de manœuvre pour racheter leurs propres actions.
- Les dividendes alléchants devraient également attirer les investisseurs en manque de rendements.
- Les tensions croissantes entre les États-Unis et l'Iran pourraient entraîner des perturbations dans l'offre et servir de catalyseur à de nouvelles hausses.

Aucun autre changement dans les secteurs ce mois-ci.

Dans notre allocation sectorielle, nous conservons notre préférence pour le style "Valeur" après une excellente performance de la plupart des secteurs défensifs/ de croissance entre 2010 et août 2019. Les biens de consommation de base (nous sommes négatifs) sont chers, surtout dans un contexte où la croissance économique mondiale semble se stabiliser et devrait s'accélérer cette année.

D'autre part, de nombreux investisseurs sont encore sous-pondérés sur le style valeur et sur les actions cycliques à un moment où l'écart de valorisation entre les actions de valeur et les actions de croissance est encore proche d'un sommet historique. **A côté de l'énergie, le secteur cyclique le moins cher et le plus évident à jouer dans ce contexte est celui des services financiers (recommandation positive).** Les derniers résultats et la santé des principales banques et sociétés financières diversifiées américaines sont assez encourageants, d'où notre recommandation positive. Il en va de même pour le secteur des assurances (recommandation positive) aux États-Unis et en Europe. Bien qu'une certaine sélectivité soit préférable, **en général, les actions des assureurs sont bon marché, les résultats récents furent bons, surtout en Europe, et les dividendes restent bien couverts et attractifs. De nombreux investisseurs apprécient la prévisibilité des bénéfices des assureurs.**

Nous avons toutefois maintenu notre recommandation sur les banques européennes à neutre parce que, 1) la croissance et l'inflation en Europe restent faibles ; 2) de nombreuses banques en Europe sont encore fragiles, 3) les taux d'intérêt négatifs (dépôts des banques à la BCE) continueront à nuire au secteur pendant longtemps, 4) les nouvelles réglementations sont relativement lourdes et restrictives, 5) on observe une tendance à la perte de parts de marché, notamment dans la banque d'investissement au profit des banques américaines, 6) incertitude du Brexit (c'est un vent contraire surtout pour les banques britanniques, qui devraient perdre des parts de marché au profit des banques de la zone euro), 7) les coûts de la digitalisation, 8) en Europe du Nord: scandales de banques impliquées dans du blanchiment d'argent, portant atteinte à la réputation du secteur. **Toutefois, certaines banques européennes devraient bien performer, surtout les banques les plus solides (bien capitalisées) qui opèrent sur un marché déjà bien consolidé. Il s'agit principalement des grandes banques des pays du noyau de la zone euro (France, Pays-Bas, Belgique).**

Nous reviendrions positifs plus généralement sur les services financiers européens si la reprise économique devait s'accélérer, par exemple en cas d'importants plans de relance, en particulier en Allemagne. D'autre part, si l'économie ne se redressait pas, nous pourrions revoir à la baisse notre recommandation positive à l'égard des banques américaines après leurs excellentes performances en 2019.

Nous recommandons également de temporiser sur le secteur immobilier (neutre) après sa bonne performance en 2019.

Comme on l'a vu plus haut, les disruptions technologiques affectent le secteur financier. **Pourquoi alors ne pas profiter des valorisations relativement faibles des valeurs technologiques européennes (recommandation positive) par rapport à leurs pairs américains, et même en valeur absolue,** compte tenu de l'amélioration conjoncturelle mais aussi de la part croissante de ce secteur dans l'économie? En outre, la plupart de ces sociétés ont annoncé de bons résultats au 3T-19 et de bonnes perspectives.

Quoi qu'il en soit, un secteur qui reste attrayant et moins touché par les disruptions est celui des matériaux de construction en Europe (recommandation positive), qui a généralement enregistré de bons résultats au troisième trimestre. Les actions se négocient à des valeurs raisonnables par rapport à d'autres valeurs industrielles en Europe mais aussi aux États-Unis (plus chères). Les coûts sont assez bien maîtrisés dans le secteur, avec un certain pouvoir de fixation des prix sur les clients.

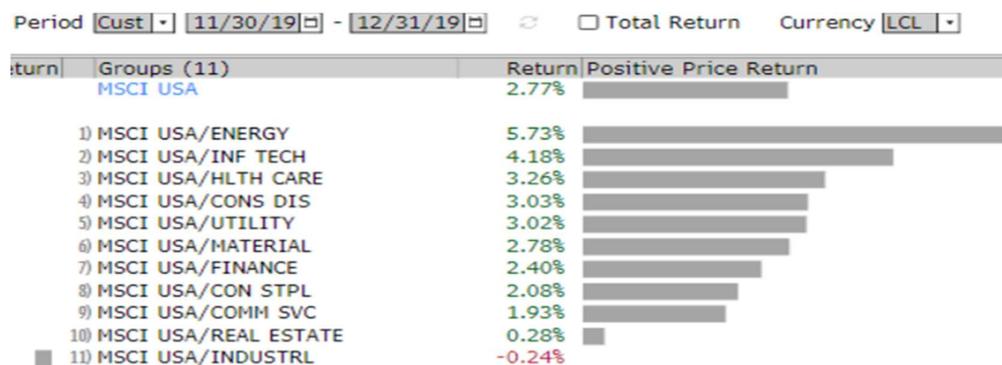
Vu que la reprise économique mondiale semble actuellement trop faible pour entraîner une hausse significative des prix des matières premières, nous restons neutres sur les sous-secteurs des matériaux tels que la chimie, les mines, l'acier et les métaux.

D'un autre côté, **l'investissement 'Vert' est en plein essor, ce qui pourrait profiter à certaines grandes entreprises industrielles/ de services aux collectivités, surtout en Europe.**

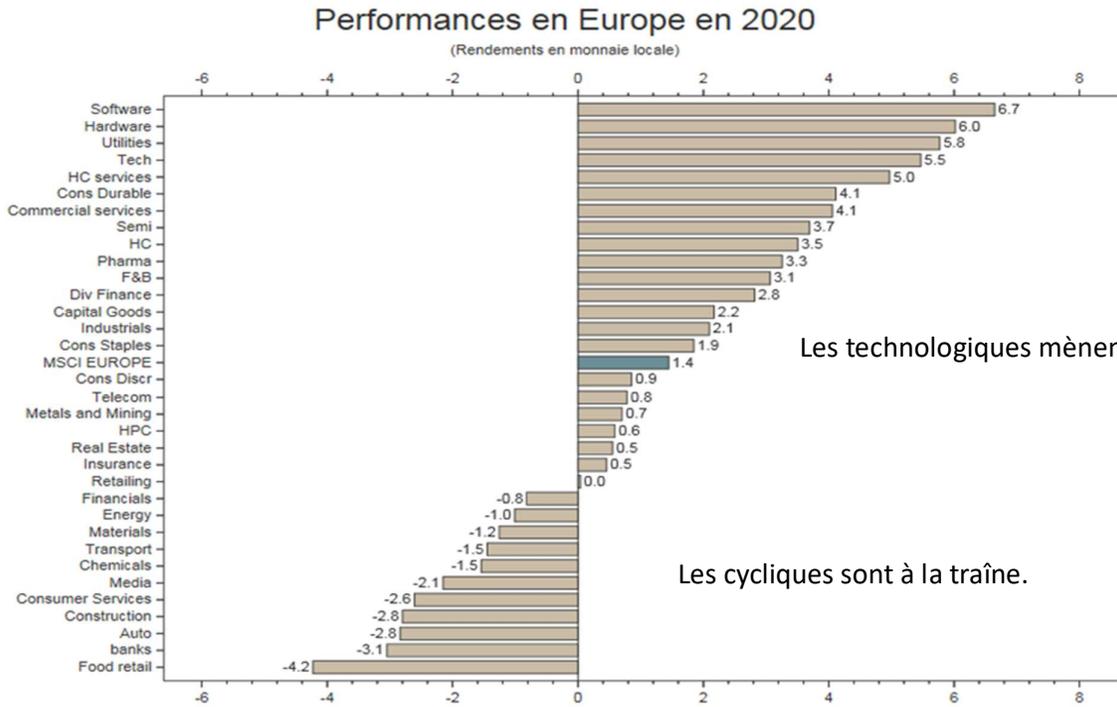
En ce qui concerne le secteur industriel en général et les biens de consommation cycliques, on peut certainement trouver quelques opportunités d'actions décotées. Mais en général, ces secteurs ne sont pas bon marché et/ou sont encore confrontés à de nombreuses disruptions, ce qui les rend modérément attractifs.

Enfin, notre secteur défensif préféré, les soins de santé (+), se porte remarquablement bien. Ceci est dû à des valorisations encore bon marché par rapport à d'autres secteurs défensifs/ de croissance alors que leurs derniers résultats financiers et prévisions furent très bons. Le secteur avait souffert - en particulier aux États-Unis - du débat en cours au Congrès américain sur les coûts très élevés pour les patients. M. Sanders ou Mme Warren mettraient sous forte pression les marges bénéficiaires de l'industrie des soins de santé s'il/elle était élu président des États-Unis. Cependant, dans les derniers sondages, ils ont perdu du terrain. Au Congrès, le débat n'a pas débouché sur des réformes significatives et, avant qu'une décision ne soit prise et mise en œuvre, de nombreux observateurs avisés estiment que plusieurs années pourraient encore s'écouler.

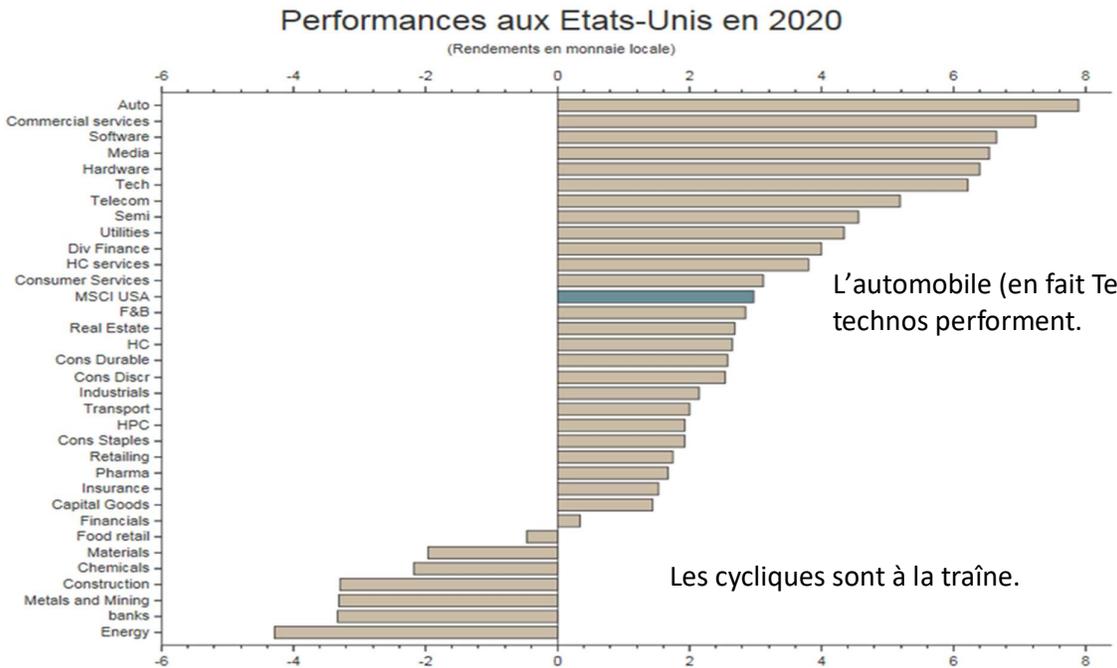
En décembre, nos secteurs favoris (technologie, soins de santé et financières) se sont bien comportés. Et vice-versa pour les biens de consommation de base (reco -), les industrielles (reco -) et l'immobilier (=) sur lequel nous avons récemment diminué notre recommandation. Voici pour les États-Unis :



Quels secteurs montent le plus en 2020? (performances au 22 janvier 2020)



Source: Refinitiv Datastream, 22/01/2020



Source: Refinitiv Datastream, 22/01/2020

Performances des secteurs aux Etats-Unis et en Europe

	22/01/2020		MSCI USA (in \$)		MSCI EUROPE (in LC)	
			-3M	YTD	-3M	YTD
MSCI Zone			11,2	3,0	6,9	1,7
Energy			0,4	-4,3	-0,2	-0,7
Materials			5,7	-2,0	7,5	-0,9
Industrials			6,6	2,2	10,4	2,3
Consumer Discretionary			6,7	2,5	6,9	1,0
Consumer Staples			5,4	1,9	5,4	2,3
Health Care			15,0	2,6	13,8	4,1
Financials			8,7	0,3	3,5	-0,5
Information Technology			21,0	6,2	12,4	5,6
Communication Services			12,6	5,2	-3,6	0,9
Utilities			4,7	4,4	9,5	5,9

Performances sectorielles relatives aux Etats-Unis et Europe

	USA												
	Jan 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	May 19	Jun 19	Jul 19	Aug 19	Sep 19	Oct 19	Nov 19	Dec 19	-22 Jan 20
 TOP WORST	Industrials	IT	IT	Financials	Utilities	Materials	Com. Services	Utilities	Financials	Health Care	IT	Energy	IT
	3,3%	3,7%	2,7%	4,8%	5,4%	4,9%	2,0%	6,9%	2,9%	2,9%	1,8%	3,0%	3,2%
	Energy	Industrials	Cons. Staples	Com. Services	Health Care	Energy	IT	Cons. Staples	Utilities	IT	Health Care	IT	Com. Services
	3,0%	3,3%	2,2%	2,5%	4,0%	2,2%	1,9%	3,5%	2,5%	1,7%	1,6%	1,3%	2,4%
	Com. Services	Utilities	Cons. Discr.	IT	Cons. Staples	IT	Financials	Health Care	Energy	Com. Services	Financials	Health Care	Utilities
	2,2%	0,6%	1,7%	2,4%	2,5%	1,9%	1,2%	1,2%	2,0%	0,9%	1,4%	0,5%	1,3%
	Cons. Discr.	Materials	Utilities	Cons. Discr.	Com. Services	Cons. Discr.	Cons. Staples	Cons. Discr.	Materials	Financials	Industrials	Utilities	Health Care
	1,9%	0,0%	1,0%	1,4%	0,6%	0,8%	0,9%	0,3%	1,5%	0,0%	0,7%	0,4%	-0,3%
	Financials	Financials	Com. Services	Industrials	Financials	Industrials	Cons. Discr.	Com. Services	Industrials	Industrials	Com. Services	Cons. Discr.	Cons. Discr.
	1,0%	-0,7%	0,4%	0,0%	-0,6%	0,7%	-0,5%	0,2%	1,0%	-1,2%	-0,1%	0,2%	-0,5%
IT	Energy	Energy	Materials	Industrials	Health Care	Industrials	IT	Cons. Staples	Cons. Discr.	Materials	Materials	Industrials	
-0,8%	-0,9%	0,3%	-0,5%	-1,0%	-0,3%	-0,9%	-0,3%	0,0%	-1,5%	-0,6%	0,1%	-0,9%	
Materials	Cons. Staples	Materials	Cons. Staples	Cons. Discr.	Financials	Utilities	Industrials	IT	Materials	Cons. Discr.	Financials	Cons. Discr.	
-2,2%	-1,1%	-0,8%	-1,5%	-1,3%	-0,4%	-1,9%	-0,8%	-0,3%	-2,0%	-2,1%	-0,3%	-1,1%	
Cons. Staples	Health Care	Health Care	Utilities	Materials	Cons. Staples	Materials	Materials	Cons. Discr.	Cons. Staples	Energy	Cons. Staples	Financials	
-3,1%	-2,1%	-1,4%	-3,1%	-2,4%	-1,8%	-1,9%	-1,3%	-1,0%	-2,3%	-2,1%	-0,5%	-2,6%	
Health Care	Cons. Discr.	Industrials	Energy	IT	Com. Services	Health Care	Financials	Com. Services	Utilities	Cons. Staples	Com. Services	Materials	
-3,2%	-2,3%	-2,8%	-4,0%	-2,4%	-2,8%	FALSE	-3,2%	-1,6%	-3,0%	-2,5%	-0,9%	-5,0%	
Utilities	Com. Services	Financials	Health Care	Energy	Utilities	Energy	Health Care	Health Care	Energy	Utilities	Industrials	Energy	
-4,6%	-2,4%	-4,5%	-6,7%	-4,7%	-3,8%	-3,4%	-6,3%	-2,2%	-4,5%	-5,7%	-3,1%	-7,3%	
MSCI USA	8,2%	3,3%	1,8%	4,0%	-6,3%	7,0%	1,5%	-1,7%	1,8%	2,2%	3,8%	2,9%	3,1%
PERFORMERS													
	EUROPE												
	Jan 19	Feb 19	Mar 19	Apr 19	May 19	Jun 19	Jul 19	Aug 19	Sep 19	Oct 19	Nov 19	Dec 19	-22 Jan 20
 TOP WORST	Cons. Discr.	Industrials	Cons. Staples	IT	Utilities	Materials	Cons. Staples	Utilities	Financials	Cons. Discr.	IT	Utilities	Utilities
	3,3%	1,5%	4,9%	5,0%	4,6%	3,4%	2,5%	4,9%	4,6%	2,7%	3,1%	2,0%	4,8%
	IT	Health Care	Health Care	Financials	Cons. Staples	Cons. Discr.	Cons. Discr.	Cons. Staples	Energy	Industrials	Industrials	Financials	IT
	2,5%	1,2%	1,8%	4,0%	3,4%	3,2%	0,9%	4,6%	2,3%	2,6%	1,4%	1,4%	4,0%
	Materials	Financials	Utilities	Industrials	Health Care	Industrials	Utilities	Health Care	Utilities	IT	Health Care	Materials	Health Care
	2,1%	1,0%	1,2%	3,9%	2,9%	2,0%	0,9%	4,1%	0,7%	1,1%	1,1%	1,2%	2,0%
	Utilities	IT	IT	Cons. Discr.	Energy	IT	Health Care	Com. Services	Materials	Financials	Materials	Cons. Discr.	Industrials
	2,0%	0,8%	0,7%	2,3%	1,7%	1,8%	0,9%	2,1%	0,6%	1,0%	0,9%	0,2%	0,6%
	Industrials	Materials	Com. Services	Materials	Com. Services	Health Care	Com. Services	Industrials	IT	Health Care	Cons. Discr.	IT	Cons. Staples
	1,5%	0,3%	0,6%	-0,6%	0,7%	1,0%	0,6%	0,3%	0,2%	0,8%	0,1%	-0,1%	0,4%
Financials	Cons. Discr.	Energy	Cons. Staples	IT	Utilities	IT	Cons. Discr.	Com. Services	Materials	Financials	Health Care	Cons. Discr.	
-0,4%	0,2%	0,6%	-1,7%	-1,9%	-0,4%	0,4%	-1,7%	-0,3%	0,7%	-0,2%	-0,2%	-0,5%	
Cons. Staples	Cons. Staples	Materials	Com. Services	Industrials	Energy	Industrials	Materials	Industrials	Utilities	Cons. Staples	Energy	Com. Services	
-0,7%	-0,7%	0,0%	-2,0%	-2,1%	-0,6%	-0,4%	-2,4%	-0,4%	-1,0%	-1,1%	-0,4%	-0,7%	
Energy	Energy	Industrials	Energy	Cons. Discr.	Financials	Energy	IT	Cons. Discr.	Com. Services	Energy	Industrials	Energy	
-1,0%	-1,1%	-1,3%	-4,1%	-2,2%	-1,4%	-1,2%	-2,6%	-0,4%	-1,0%	-2,1%	-0,5%	-2,2%	
Health Care	Com. Services	Cons. Discr.	Utilities	Financials	Com. Services	Financials	Financials	Health Care	Energy	Com. Services	Cons. Staples	Financials	
-2,3%	-3,5%	-1,8%	-4,5%	-2,4%	-2,6%	-1,7%	-3,9%	-2,1%	-4,3%	-2,6%	-1,1%	-2,3%	
Com. Services	Utilities	Financials	Health Care	Materials	Cons. Staples	Materials	Energy	Cons. Staples	Cons. Staples	Utilities	Com. Services	Materials	
-7,2%	-3,8%	-4,1%	-5,6%	-2,7%	-3,0%	-3,0%	-5,8%	-4,2%	-4,5%	-2,8%	-3,7%	-2,7%	
MSCI Europe	5,6%	3,6%	2,1%	4,3%	-4,3%	4,6%	0,7%	-1,7%	3,1%	0,5%	2,3%	1,7%	1,5%

Cyclical stocks
 Defensive stocks
 Financial stocks



COMMENTAIRES SECTORIELS MENSUELS (MSCI NIVEAU 1)

Energie

Sous-performance en 2019

Le secteur de l'énergie a été relativement morose l'année passée. Il enregistre la pire performance sectorielle aux Etats-Unis (+7.43% contre +29.07% pour le MSCI USA) et la deuxième pire performance en Europe (+3.73% contre +22.24% pour le MSCI Europe). Outre des incertitudes quant à la croissance économique mondiale et à une certaine érosion de la demande de pétrole, on a constaté tout au long de l'année des flux de fonds sortants de ce secteur considéré peu 'socialement responsable' pour aller vers des industries jugées plus 'propres'.

Les résultats du premier semestre 2019 y furent décevants en général. Les prix du pétrole, tout comme d'autres matières premières, étaient dans une tendance baissière de mai à octobre suite aux tensions commerciales et au ralentissement de la croissance économique mondiale. Les marges étaient sous pression, particulièrement dans la pétrochimie et le raffinage. Et les prix du gaz ne se reprennent pas (ils ont d'ailleurs atteint de nouveaux plus bas en ce début d'année 2020). Mais les résultats du secteur énergétique au 3T19 furent plus conformes aux attentes, quoique déprimés.

L'énergie: une des dernières poches 'Value'

L'industrie fossile est maintenant la moins chère de la cote, avec l'automobile et les bancaires, ces deux dernières industries souffrant aussi de problèmes structurels.

Le secteur traite à des niveaux attractifs, surtout en Europe: ratio cours/bénéfices 2020 : 10,9x. C'est une décote de 24% par rapport au MSCI Europe et plus qu'une déviation standard par rapport à sa décote historique moyenne vis-à-vis du marché. D'autres indicateurs de valorisation tels que le ratio cours/ valeur comptable ou le rendement du dividende mènent à une conclusion semblable. De manière générale, les dividendes ne sont pas à risque car ils sont adossés à d'importants flux de trésorerie disponibles. Aux Etats-Unis, la décote est moins prononcée mais tout de même: le secteur de l'énergie y traite à un ratio cours/ bénéfices de 17.5x contre 18.8x pour le MSCI USA (données au 31/12/2019).

Dès lors, cette nouvelle recommandation sectorielle s'intègre parfaitement dans notre call 'Value'/ actions bon marché que nous avons lancé au quatrième trimestre de l'année passée.

Au niveau de l'offre de pétrole, nous observons de nombreuses 'disruptions' et contrôles : 1. les Américains commencent à être plus disciplinés en matière de production de pétrole de schiste et ont fortement diminué l'exploitation des gisements en perte ; 2. l'OPEP - en particulier la Russie et l'Arabie Saoudite - semblent respecter la nouvelle baisse de quotas (- 500.000 barils par jour) annoncée début décembre ; 3. nombreuses tensions au Proche et au Moyen-Orient (Arabie Saoudite, Iraq, Iran, Libye, Syrie...).

Une couverture contre le risque d'un nouvel embrasement au Proche-Orient

Nous sommes étonnés de la vitesse à laquelle le marché semble 'tourner la page' après l'élimination du Général iranien Al Soleimani. Une faible prime de risque est incorporée dans les cours du pétrole. Il est probable que dans plusieurs pays de la région, les 'escarmouches' récentes ne soient que les prémices de conflits plus importants à venir (même si nous ne le souhaitons évidemment pas). En particulier, il est probable que les chiites de plus en plus unis d'Iran et d'Iraq (et de Syrie, voire du Yémen?) feront tout pour que les Américains quittent la

région, ce qui a d'ailleurs été voté au parlement iraquien. D'autres tensions s'enveniment ou se réaniment en Libye, en Syrie, etc.

Ainsi, contre un possible nouvel embrasement de la région qui pourrait avoir des répercussions mondiales, il nous paraît nécessaire de couvrir son portefeuille de placements, surtout après les excellentes performances des marchés d'actions en général en 2019. L'or est une possibilité mais a déjà fort monté. Un autre hedge que nous jugeons approprié aujourd'hui est le secteur énergétique.

Des facteurs techniques se rajoutent à notre call fondamental

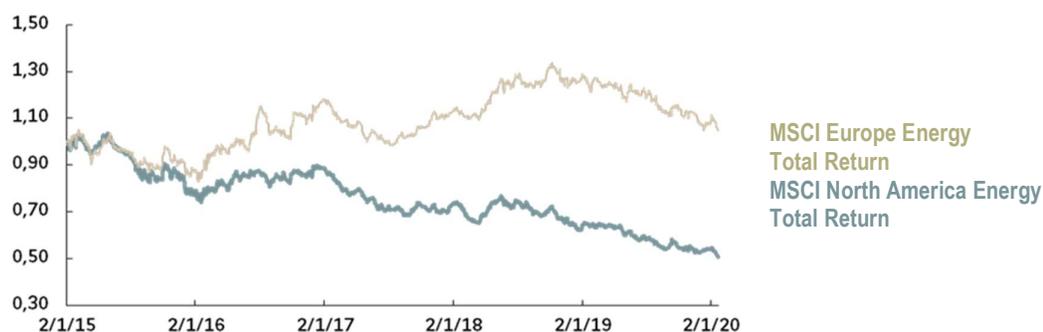
Le secteur énergétique, suite à des sorties incessantes de fonds en 2019 (voir ci-dessus), à son faible momentum, aux résultats des sociétés pétrolières assez décevants en 2019, et au fait qu'il représente maintenant un poids fort limité dans les indices, est aujourd'hui le secteur le plus sous-pondéré dans les portefeuilles globaux. Tout rééquilibrage provoquerait des flux de fonds considérables en sa faveur. La rechute récente des prix nous semble donc un bon point d'entrée sur le secteur.

Les grosses sociétés pétrolières génèrent tellement de cash, qu'outre de beaux dividendes, elles peuvent maintenant lancer des plans importants de rachats d'actions ou de désendettement afin d'optimiser leurs bilans.

Les services pétroliers

A l'analyse des résultats de Schlumberger publiés ce 17 janvier 2020, il semble que le pire est passé pour cette industrie. Quoiqu'une forte reprise des projets n'est pas attendue à court terme, il est clair qu'avec les sous-investissements notoires dans le secteur ces dernières années, tout rebond des prix du pétrole mènerait à de nouveaux projets juteux pour les services pétroliers et à une explosion des marges. Il est sans doute temps, là aussi, de se ré-intéresser à cette industrie qui, dans certains cas, paye même de bons dividendes!

Performance totale relative (secteur vs. MSCI Benchmark) depuis le 1/1/2015



Secteur	Poids du Secteur / MSCI EUR	Poids du Secteur / MSCI NA
<u>Energie - POSITIVE</u>	<u>6,7%</u>	<u>4,2%</u>

Matériaux

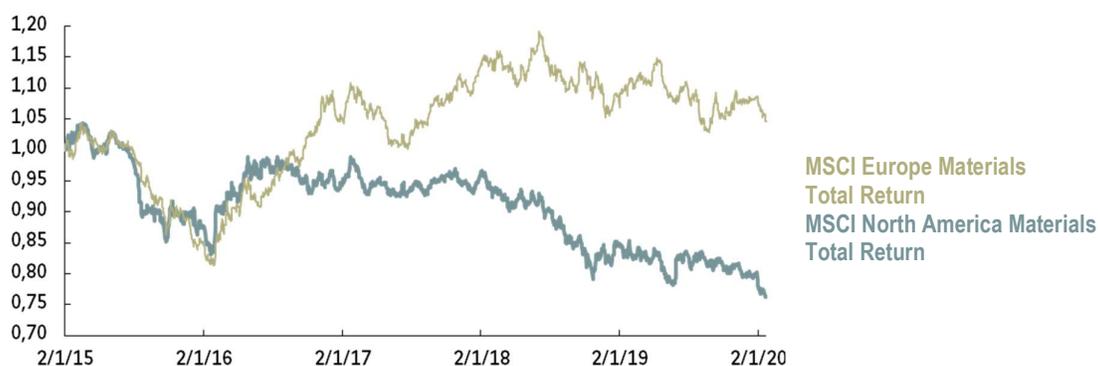
A plusieurs reprises ces douze derniers mois, l'industrie minière s'est reprise dans l'attente d'une embellie économique en Chine. Mais la reprise sera moins forte qu'attendu vu les tensions commerciales, des marges de manœuvre relativement limitées et maintenant le coronavirus.

Notre préférence dans ce secteur va aux matériaux de construction européens que nous avons rehaussés à positif. Cette industrie devrait être bénéficiaire de la rotation sectorielle en cours vers le style 'valeur' et vers les valeurs cycliques. Alors que nous nous sentons moins à l'aise dans d'autres industries cycliques telles que l'automobile, les métaux et les produits chimiques, **la construction est une activité qui se reprend plus tard dans le cycle et elle bénéficie encore de carnets de commandes bien remplis.**

L'augmentation des dépenses budgétaires de plusieurs gouvernements pour les grands projets d'infrastructure et les incitations à la rénovation vont stimuler la demande de matériaux de construction. La faiblesse des taux d'intérêt continue de soutenir l'activité dans le secteur. Ainsi, alors que l'industrie du ciment était confrontée à une surcapacité ces dernières années, l'offre et la demande sont maintenant mieux équilibrées, ce qui se traduit par un meilleur pouvoir de fixation des prix. Par rapport aux années précédentes, les marges devraient également être soutenues par une correction des prix des matières premières et de l'énergie.

Ces tendances sont confirmées dans les récentes publications de résultats, la plupart des sociétés affichant une croissance organique et des marges plus élevées. Bien que le secteur se soit déjà assez bien redressé par rapport à l'année dernière, la valorisation moyenne des entreprises européennes de matériaux de construction reste attractive (P/E 2020 : 13 et EV/EBITDA : 7,6).

Performance totale relative (secteur vs. MSCI Benchmark) depuis le 1/1/2015



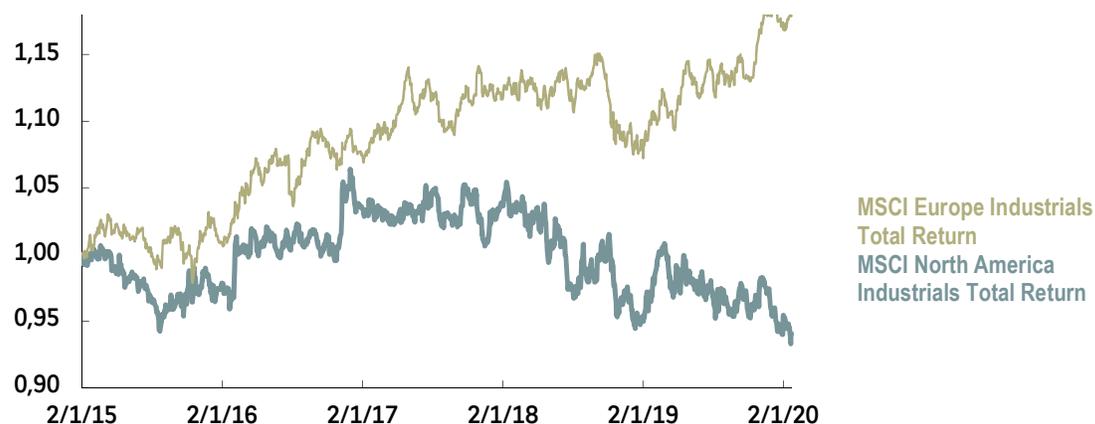
Secteur	Poids du Secteur / MSCI EUR	Poids du Secteur / MSCI NA
Matériaux - NEUTRE	7,3%	2,6%
Chimie - NEUTRE	3,0%	1,3%
Minières - NEUTRE	3,2%	0,8%
Construction - POSITIF	0,8%	0,4%
Mines d'or - NEUTRE	0,0%	0,1%
Acier - NEUTRE	0,3%	0,1%

Industrielles

En 2019, le secteur avait repris des couleurs grâce à l'embellie économique. Cependant, après une belle (sur)performance, beaucoup de bonnes nouvelles sont incorporées dans les cours. Le gros de la reprise des industrielles est dû à une revalorisation du secteur, c'est-à-dire des valorisations devenues plus chères plutôt qu'à des profits en forte hausse. Il se pourrait que les profits s'améliorent mais nous estimons qu'une reprise significative est déjà incorporée dans les cours de ces actions et dès lors le secteur est bien valorisé.

Il y a toujours des risques importants, notamment: 1/ Les tensions commerciales. Par exemple maintenant entre l'Allemagne – qui veut bannir Huawei – et la Chine qui pourrait faire des représailles contre l'automobile allemande. Les industrielles sont évidemment sensibles à ce genre de tensions. 2/ De nouvelles taxes douanières américaines sont toujours possibles sur toute une série de produits (industriels) européens. 3/ En outre, le nouveau coronavirus crée de nouvelles incertitudes pour le secteur. Evidemment, tout le secteur des transports pourrait être fort affecté.

Considérant les incertitudes commerciales qui vont perdurer, le coronavirus, des pressions sur les marges et la cherté du secteur industriel, nous maintenons notre recommandation négative.



Performance totale relative (secteur vs. MSCI Benchmark) depuis le 1/1/2015

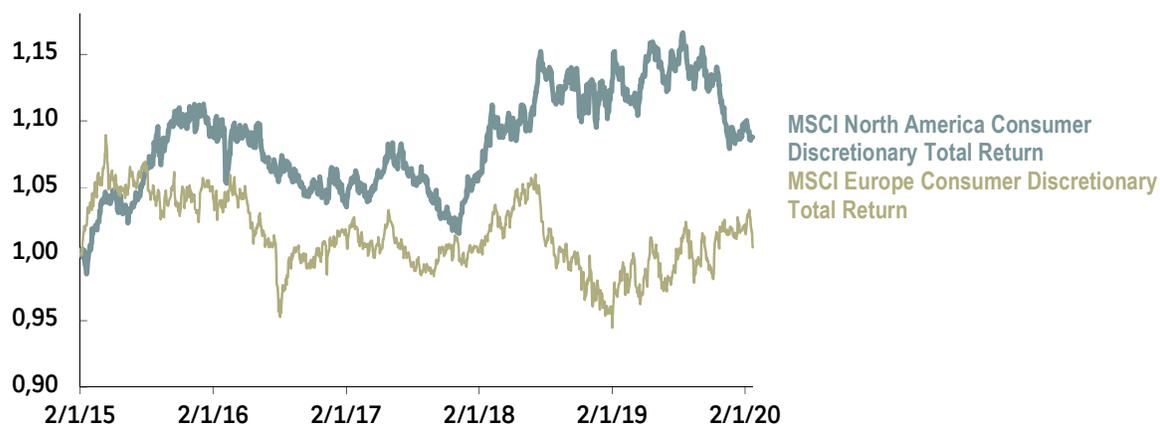
Secteur	Poids du Secteur / MSCI EUR	Poids du Secteur / MSCI NA
Industrielles - NEGATIF	13,9%	9%
Biens d'équipement - NEGATIF	9,4%	6%
Services aux entreprises - NEGATIF	3,8%	1,6%
Transports - NEGATIF	0,7%	1,4%

Biens de consommation durables

Le secteur a été soutenu en 2019 par la reprise de la consommation globalement. Mais vu les valorisations relativement peu attractives dans certains segments, les disruptions dans d'autres et plus récemment l'épidémie de coronavirus :

- 1) Nous restons neutres sur l'industrie du commerce de détail en Europe et aux Etats-Unis. L'industrie est en pleine transformation numérique de son activité. Nous sommes prudents à l'égard des entreprises "traditionnelles". Leurs marges sont sous pression. Cependant, les entreprises de commerce en ligne telles qu' Amazon et Alibaba font preuve d'une forte croissance et d'une profitabilité élevées, grâce à leurs activités informatiques et de cloud. Mais beaucoup d'actions s'y négocient à des valorisations élevées.
- 2) Nous sommes neutres sur la luxe. Les résultats et la croissance dans ce secteur restent cependant impressionnants, particulièrement pour les leaders européens (LVMH, Kering) mais les valorisations sont chères. Les ventes seront impactées par les soucis en Chine.
- 3) Nous avons une position neutre sur les services aux consommateurs.
- 4) Nous sommes neutres sur les médias. L'industrie est en transformation (forte concurrence sur le net).
- 5) Automobile: les valorisations sont basses mais l'environnement mondial reste compliqué pour le secteur. Les ventes faiblissent. Des incertitudes demeurent quant aux barrières commerciales. Les véhicules électriques perturbent les marchés automobiles traditionnels qui doivent réorganiser leurs activités et dépenser davantage (investissements plus élevés). Nous restons très sélectifs même si les valorisations sont bon marché.

Performance totale relative (secteur vs. MSCI Benchmark) depuis le 1/1/2015



Secteur	Poids du Secteur / MSCI EUR	Poids du Secteur / MSCI NA
Consommation cyclique - NEUTRE	10,0%	9,9%
Automobiles - NEUTRE	2,7%	0,8%
Cons. Durable/ luxe - NEUTRE	4,1%	0,8%
Services aux consommateurs - NEUTRE	1,5%	1,7%
Media - NEUTRE	0,6%	3,3%
Distribution - NEUTRE	1,2%	3,3%

Biens de consommation courante

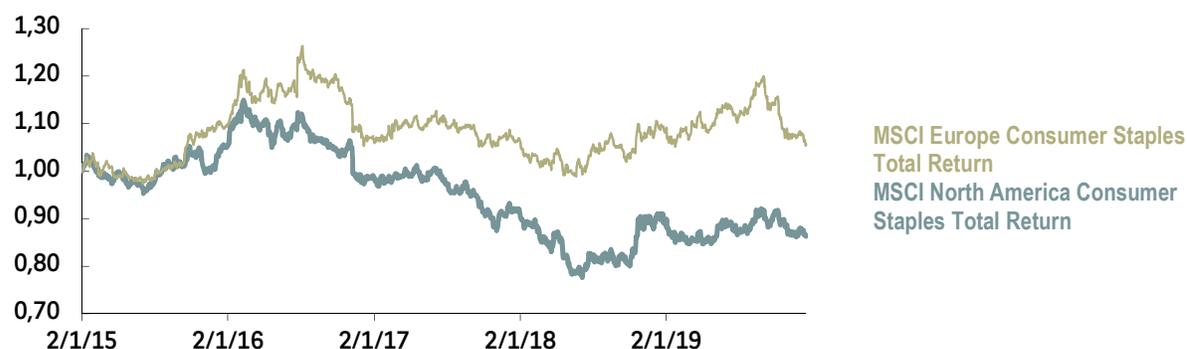
La faible croissance des bénéfiques et l'avancement dans le cycle économique pèseront sur la performance en cas de rebond des rendements obligataires et de l'appétit pour le risque. Typiquement, il y a une sous-performance au cours de la phase finale du cycle économique et financier lorsque les rendements obligataires remontent.

La rentabilité est sous pression en raison de l'affaiblissement du pouvoir de négociation des prix, des nouveaux entrants sur le net et dans l'alimentation 'saine', perturbant les grands acteurs traditionnels. Nous constatons une meilleure dynamique des bénéfiques dans d'autres secteurs défensifs (comme les soins de santé).

Les valorisations dans l'industrie des produits personnels sont relativement élevées par rapport aux autres secteurs (ratio cours/bénéfices attendu pour 2020: 20,6x pour l'Europe et 24,8x pour les Etats-Unis).

De son côté, la distribution alimentaire n'est pas bon marché et dépend traditionnellement de la dynamique de la demande intérieure et de l'évolution de l'inflation. Elle est actuellement confrontée à un changement structurel majeur: la digitalisation et la forte concurrence de nouveaux acteurs (par exemple Amazon) et des nouvelles technologies.

Performance totale relative (secteur vs. MSCI Benchmark) depuis le 1/1/2015



Secteur	Poids du Secteur / MSCI EUR	Poids du Secteur / MSCI NA
Consommation de Base - NEGATIF	13,9%	7,0%
Distribution alimentaire - NEGATIF	1,1%	1,5%
Agroalimentaire - NEGATIF	9,2%	3,7%
Produits personnels - NEGATIFS	3,6%	1,8%

Soins de santé

Le secteur des soins de santé a surperformé presque tous les ans au cours des 9 dernières années. Son caractère défensif et sa profitabilité suscitent toujours l'intérêt des investisseurs.

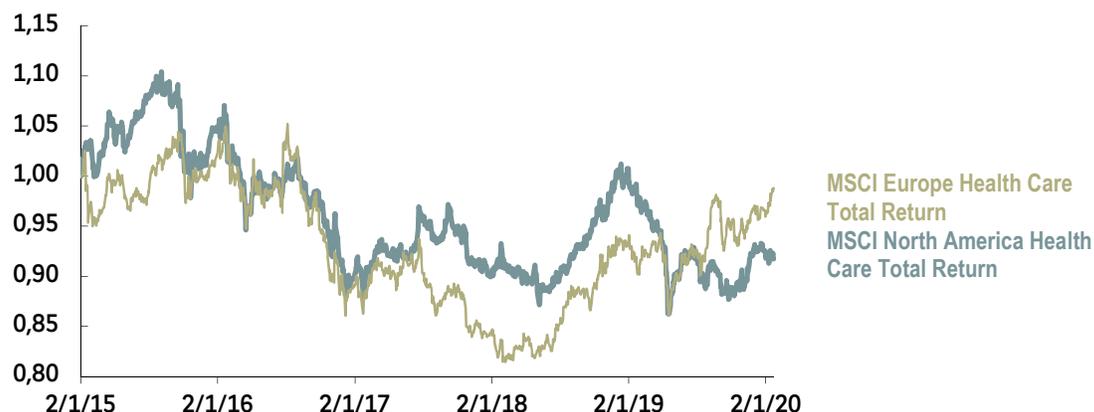
Mais 2019 avait moins bien commencé, du moins en relatif. C'était dû notamment à des prises de bénéfices et aux débats au Congrès américain sur comment baisser les coûts des soins de santé, très chers aux Etats-Unis. Toutefois, la probabilité de réformes profondes semble toujours faible. En outre, les porte-drapeaux de ces réformes potentielles que sont M. Sanders et Mme Warren ont baissé dans les sondages de l'élection présidentielle américaine et/ ou ont allégé leurs programmes en la matière. Dès lors, le secteur se reprend fortement depuis quelques mois.

La demande en matière de santé devrait rester forte à long terme (vieillesse de la population) et le secteur est encore très innovant. Par exemple, les recherches en immunologie semblent prometteuses. Enfin, les fusions et acquisitions se sont intensifiées. Le secteur dispose en outre de beaucoup de cash (rachats d'actions) et est peu endetté.

Les valorisations sont peu exigeantes. Le ratio cours/bénéfice moyen attendu pour 2020 du secteur pharmaceutique est de 16,7 en Europe et même moins aux Etats-Unis (15,4x). Les derniers résultats financiers furent bien meilleurs qu'attendus pour une grande majorité des entreprises du secteur et la croissance des bénéfices s'accélère à nouveau.

Parmi les valeurs défensives, l'industrie des Soins de santé reste notre favorite. Vu les fortes différences entre entreprises et les spécificités intrinsèques (fusions-acquisitions, pipeline,...), le stock picking semble plus approprié pour jouer ce secteur.

Performance totale relative (secteur vs. MSCI Benchmark) depuis le 1/1/2015



Secteur	Poids du Secteur/ MSCI EUR	Poids du Secteur/ MSCI NA
Soins de santé – POSITIF	13,8%	14,1%
Equipement et services de santé - NEUTRE	2,6%	7,4%
Pharma & Biotech - POSITIF	11,2%	6,7%

Financières

Depuis la grande crise financière de 2008-2009, le secteur financier est fort décrié par les investisseurs, en particulier les banques européennes qui sont allées de crise en crise... Suite, il est vrai, à un certain laxisme affiché alors par de nombreuses grandes institutions financières, et à leur sauvetage 'en catastrophe', les régulateurs ont resserré les boulons. Les banques centrales ont toutefois dû intervenir à nouveau lors de la 'crise grecque' et ouvrir le robinet des liquidités afin de sauver l'Euro dans les années 2012-2015. Ce fut le fameux épisode du 'bazooka' monétaire de M. Draghi, promettant alors qu'il ferait tout pour sauver la devise (et le système bancaire européen!).

Cependant, alors que l'Euro a en effet été sauvé, il est resté un goût de 'trop peu', surtout lorsque l'on compare le système bancaire européen au système bancaire américain. Alors que la grande crise de 2008-2009 a émané du continent américain avec l'éclatement de la bulle immobilière - en particulier les fameux 'subprimes loans' qui ont mené à la catastrophe et à la faillite de Lehman Brothers -, paradoxalement, les banques US se sont beaucoup plus rapidement restructurées. Alors qu'en Europe, les lois et les contrôles sont de plus en plus contraignants (et donc coûteux) pour les banques, on observe depuis quelque temps une certaine dérégulation aux États-Unis. Par exemple, la 'règle Volcker' qui limitait les investissements spéculatifs et illiquides des grandes banques US est régulièrement revue et assouplie. Ainsi, depuis août, les positions à court terme des banques US sont moins systématiquement considérées comme du 'proprietary trading' (trading pour compte propre). Ou encore, le relativement illiquide 'private equity' est à nouveau mieux accepté et moins contrôlé. Ceci permet aux banques US de libérer du capital pour d'autres projets.

Du côté monétaire, la Réserve Fédérale (Fed) a aussi été plus rapide que la Banque Centrale Européenne (BCE) à augmenter la taille de son bilan en rachetant quantité d'obligations afin de faire pression à la baisse sur les taux d'intérêts et aider les entreprises - et les banques en particulier - à se refinancer.

Enfin, la réforme fiscale de l'administration Trump, en baissant les taxes et en fournissant des conditions favorables aux banques US leur donne un avantage compétitif conséquent.

Les grandes banques US sont aujourd'hui surcapitalisées et peuvent se permettre:

- de nouveaux investissements. En particulier, leur transition digitale est impressionnante et relativement très avancée;
- des hausses de dividendes;
- des rachats considérables d'actions.

Ainsi, dans cet environnement relativement favorable, elles gagnent des parts de marché, surtout dans la banque d'investissement, vis-à-vis de leurs consœurs européennes.

En Europe, on se demande d'ailleurs si la politique monétaire n'est pas allée trop loin avec des taux d'intérêt attendus négatifs pour une longue durée (aucun manuel de finances respectable n'avait jamais envisagé un tel contexte!). Une telle politique peut parfois avoir des effets pervers, par exemple le maintien en vie d'entreprises 'zombies' (c'est à dire peu rentables et peu solvables), une concurrence exacerbée et in fine des pressions déflationnistes.

Certaines mesures de la BCE tentent de diminuer la pression de ces dépôts à taux négatif sur la rentabilité des banques, notamment le système des 'paliers' ('tiering system') avec par exemple un coût moindre pour les réserves légales et un coût supérieur pour un excédent important de liquidités à la BCE. Pour favoriser les prêts de la part de banques moins capitalisées (notamment dans le sud de l'Europe), un système de 'TLTRO' a été mis en place où les banques peuvent emprunter à la BCE à des taux avantageux afin de fournir des prêts à des petites et moyennes entreprises et redynamiser l'économie par ce truchement.

Mais ces mesures ne règlent pas ou peu le souci fondamental de rentabilité des banques européennes, obligées de se restructurer continuellement pour baisser les coûts, pour être compétitives dans la nouvelle économie digitale et pour compenser les marges d'intérêt sous pression vu les taux d'intérêt bas, voire négatifs dans le cas de leurs dépôts.

On constate en outre que l'intégration bancaire européenne est encore très balbutiante. Le ministre des finances allemand M. Olaf Scholz a donné début novembre une lueur d'espoir en insistant qu'avec le Brexit attendu, il est sans doute grand temps d'avancer dans la construction d'un système bancaire mieux intégré au sein de la zone euro.

Banques et financières diverses US

Nous étions devenus plus prudents sur les financières après leur rebond début 2019 au vu des nombreux mauvais indicateurs économiques qui étaient alors publiés. La courbe des rendements obligataires avait commencé à s'inverser, signe souvent précurseur d'une récession.

En août, une nouvelle baisse des taux de la Fed et un discours beaucoup plus conciliant du Président Trump ont alors fait espérer que la détérioration économique stoppe. Et en effet, on constate depuis peu une stabilisation, voire de légères améliorations des indicateurs économiques avancés. La courbe des rendements obligataires s'est d'ailleurs repentifiée.

Les chances d'avoir un accord commercial, même s'il sera sans doute assez léger, ont augmenté, de même qu'une sortie 'en douceur' du Royaume-Uni de la sphère européenne.

L'économie US semble aujourd'hui à nouveau assez solide et un rebond conjoncturel est attendu en conséquence de ces revirements politiques et monétaires.

Les banques US sont un secteur encore fort bon marché tant de manière intrinsèque que par rapport au reste de la cote compte tenu de leurs solidités retrouvées et de leurs rentabilités en nette amélioration. Les résultats publiés au 3T-19 furent en outre de manière générale meilleurs qu'attendu pour les grandes banques US. **Toute embellie conjoncturelle devrait propulser ces valeurs cycliques/ de 'valeur' à la hausse et leur permettre de surperformer. D'où notre recommandation récemment rehaussée à 'Positive'.**

Banques et Financières diverses européennes

Comme évoqué ci-dessus, l'environnement reste plus compliqué pour les banques européennes car elles souffrent encore d'une certaine 'répression financière':

- Règlements et fiscalité relativement lourdes;
- Taux des dépôts négatifs;
- Grande complexité à finaliser des fusions-acquisitions en-dehors des frontières nationales.

En outre, on constate que dans plusieurs pays, notamment du sud de l'Europe, mais aussi en Allemagne, les restructurations ont traîné et beaucoup de banques sont encore trop faibles aujourd'hui. Pour de nombreuses banques européennes, le coût du capital (COE) ne compense pas la rentabilité du capital (ROE). Cela pose question alors que 'Bâles 4' se profile à l'horizon, avec de nouvelles contraintes pour les banques et des exigences de capital rehaussées.

Des scandales de blanchiment d'argent ont aussi heurté plusieurs banques dans le nord de l'Europe (et encore un peu plus la réputation du secteur...) et bien sûr, le Brexit pose question quant à la suprématie de Londres et de son système financier.

Dès lors, même si l'environnement économique semble s'améliorer, il semble précoce de recommander l'ensemble du secteur financier européen à l'achat. Nous maintenons donc pour le moment notre recommandation sur ce segment à neutre. Quoiqu'il y a de belles opportunités, le système bancaire européen fait encore preuve de vitesses fort différentes. Il faut être sélectif quand on y investit. Les déclarations de ce début novembre de la part du ministre allemand des finances (voir ci-dessus) confortent encore davantage cette opinion. Nous privilégions depuis longtemps les banques du cœur de la zone euro (France, Pays-Bas, Belgique) car elles apparaissent comme parmi les plus solides et les plus rentables dans un paysage bancaire beaucoup plus consolidé sur ces marchés que dans d'autres pays.

Une politique européenne plus pro-cyclique (par exemple un grand plan de relance en Allemagne), une accélération économique et/ ou une pentification de la courbe des rendements nous encourageraient à redevenir positif plus globalement sur les banques européennes, également fort bon marché/ 'deep value' aujourd'hui.

Assurances

Après de bonnes performances début 2019, nous étions devenus plus prudents fin mai alors que la courbe des taux avait commencé à s'inverser.

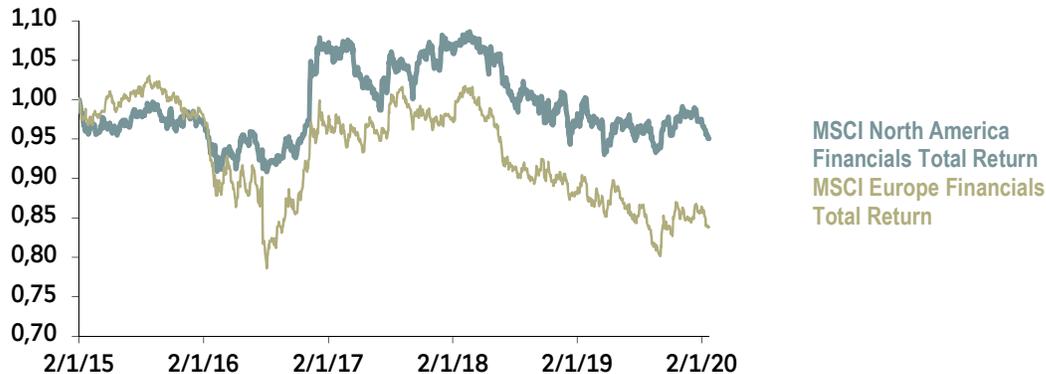
Grâce à la confiance qui revient sur l'économie et sur les marchés d'actions, les secteurs relativement bon marché devraient à nouveau attirer l'attention des investisseurs. C'est le cas de l'assurance, secteur en outre solide, suffisamment capitalisé et bien géré. Les investisseurs apprécient toujours la faible volatilité des profits et les bons dividendes.

On constate même aux Etats-Unis un certain retour du 'pricing power' dans le segment non-vie compensant les marges d'intérêt sous pression. Ainsi, alors que le contexte apparaît comme bien meilleur aujourd'hui qu'il y a un an ou deux pour les assureurs, les niveaux de valorisation (cours/ valeur comptable) sont similaires à ceux qui prévalaient début 2018 alors que la profitabilité est meilleure. On observe une situation similaire en Europe.

D'où notre recommandation maintenant 'positive' sur le secteur global des Assurances (ratios cours/ bénéfiques 2020 : 12,6 contre 18,8 pour les actions américaines en général et ratio C/B 2020 = 10,8 pour les assurances européennes contre 14,8 pour l'Europe).

Secteur	Poids du Secteur/ MSCI EUR	Poids du Secteur/ MSCI NA
Financières - POSITIF	18.0%	13%
Banques - POSITIF (EUR: NEUTRE)	8,8%	5,6%
Fin. Diversifiée - POSITIF (EUR: NEUTRE)	3,4%	4,8%
Assurance - POSITIF	5,8%	2,6%

Performance totale relative (secteur vs. MSCI Benchmark) depuis le 1/1/2015



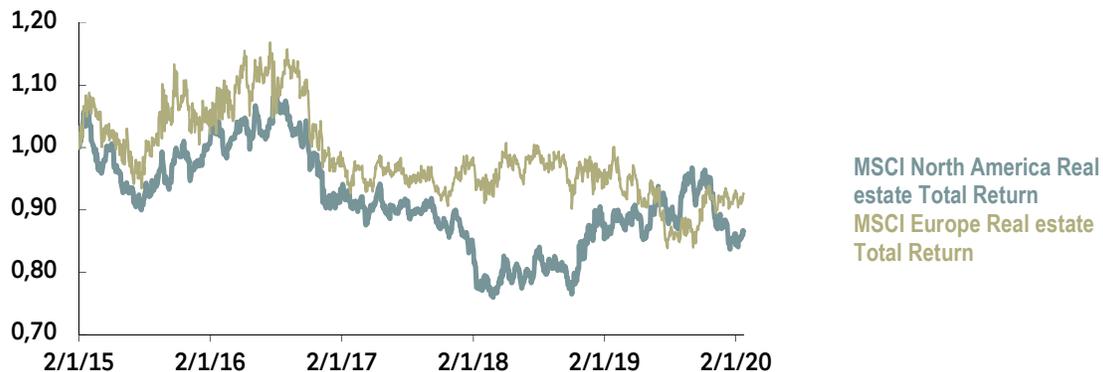
Immobilier

Ce secteur a connu de bonnes performances en 2019 de part et d'autre de l'Atlantique, soutenu par des taux d'intérêt toujours plus bas et par la soif de rendements des investisseurs. Nous pensons qu'avec le retour en grâce des actions de valeur et cycliques, le secteur plus défensif des REITs (fonds immobiliers cotés) sera moins prisé. Nous ne voyons pas de problème fondamental pour ce secteur (les sociétés qui en font partie sont de manière générale bien gérées) mais nous pensons qu'après les fortes hausses récentes, une pause est nécessaire dans le rallye. Plusieurs REITs sont aujourd'hui bien valorisés, voire chers.

En cas de correction qui nous semblerait exagérée pour l'immobilier coté, par exemple en cas de forte rotation sectorielle, nous pourrions redevenir positifs sur ce secteur. Nous estimons de manière générale que l'Immobilier doit rester une pierre angulaire de tout portefeuille d'investissement bien diversifié.

En attendant, le secteur de l'Immobilier est en 'neutre' globalement. Il faut être plus sélectif aujourd'hui.

Performance totale relative (secteur vs. MSCI Benchmark) depuis le 1/1/2015



Secteur	Poids du Secteur/ MSCI EUR	Poids du Secteur/ MSCI NA
Immobilier - NEUTRE	1,4%	3,2%

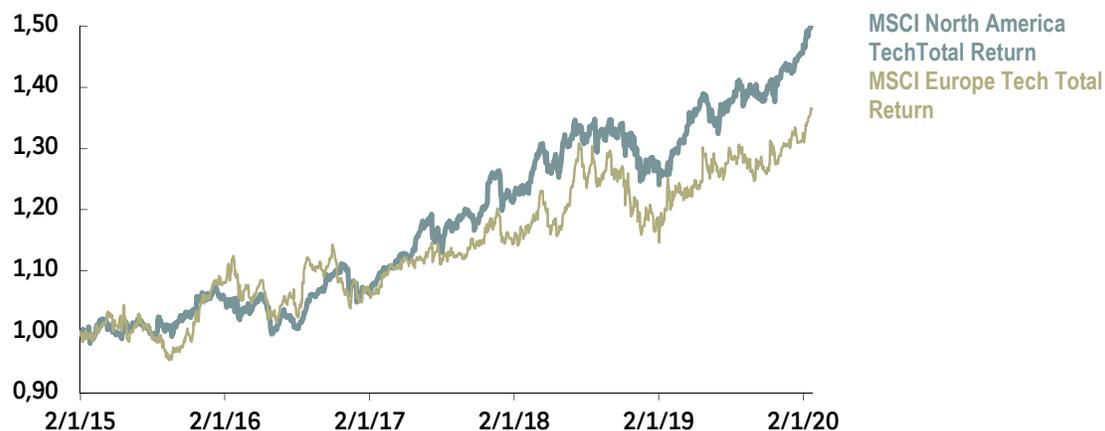
Technologie

Le secteur a bien performé en 2019 grâce aux politiques monétaires (re)devenues beaucoup plus accommodantes et à une croissance toujours robuste. Les résultats des sociétés technologiques restent bons de manière générale.

Mais les valorisations sont aujourd'hui élevées (cours/bénéfices en moyenne au-dessus de 20), surtout aux Etats-Unis. En outre, un renforcement de la réglementation dans le secteur des technologies, surtout du côté des 'GAFAs' dominantes et aux pratiques douteuses (Google/Alphabet, Amazon, Facebook, Apple) ne doit pas être exclu. Les craintes d'une pression fiscale plus forte, d'un contrôle plus strict des méga-entreprises de la technologie ou de toute mesure contre leurs positions parfois quasi-monopolistiques pourraient avoir un impact sur la performance du secteur. Dès lors, la sélectivité y reste de mise et nous restons neutre sur la technologie américaine.

Par contre, de très bons résultats financiers ces derniers trimestres en Europe, un renouveau de produits et services de la part des grands leaders technologiques européens, une stabilisation économique et même une ré-accélération de la croissance attendue en Europe début 2020 (et donc aussi des bénéfices du secteur en général) nous incitent à être **positifs en ce moment sur la technologie européenne**. Les prévisions de croissance bénéficiaires pour 2020 sont de +18.7% pour la techno européenne contre +7.9% pour la techno américaine (qui a d'ailleurs marqué le coup au 3T-19 avec -6% de croissance bénéficiaire). A noter enfin que plusieurs pays européens essayent de relancer leur croissance en développant leurs industries technologiques et que la digitalisation en Europe a encore de beaux jours devant elle.

Performance totale relative (secteur vs. MSCI Benchmark) depuis le 1/1/2015



Secteur	Poids du Secteur/ MSCI EUR	Poids du Secteur/ MSCI NA
Technologie - NEUTRE (Europe: +)	6,0%	23,4%
Logiciels et services - NEUTRE (Europe: +)	3,0%	13,0%
Equipt Hardware - NEUTRE (Europe: +)	0,8%	6,3%
Semi & Equip - NEUTRE (Europe: +)	2,2%	4,1%

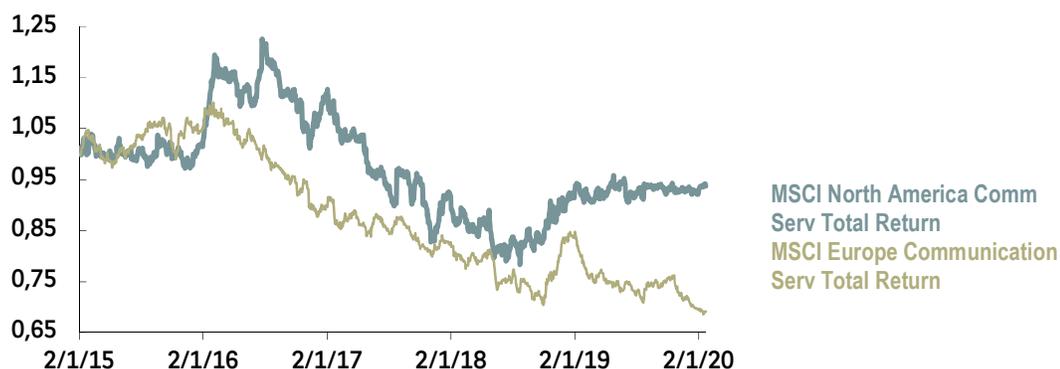
Services de Communications

En 2019, les investisseurs se sont à nouveau détournés de ce secteur défensif suite au manque de croissance, en tout cas en Europe. Cependant, les dividendes restent élevés et plutôt sûrs dans ce secteur (le taux de distribution des grandes entreprises reste raisonnable). La couverture des dividendes par les flux de trésorerie disponibles devrait s'améliorer avec la baisse des investissements.

Néanmoins, nous restons à neutre.

- 1) Le secteur pourrait rebondir de manière significative dans le cas d'un fort ralentissement de la croissance du PIB mondial (ou de craintes d'une récession), mais ce n'est pas notre scénario de base. Toute bonne nouvelle d'une reprise de l'appétit pour le risque pourrait être douloureuse pour le secteur. Et nous préférons d'autres secteurs défensifs (par exemple, les soins de santé).
- 2) Notre position neutre est liée à des fondamentaux peu excitants: les investissements ont culminé, mais la croissance des revenus reste faible en Europe. Les prix et les marges sont un problème, en particulier en France. Il est peu probable que l'environnement hautement concurrentiel et les réglementations strictes disparaissent de sitôt en Europe. Ceci dit, bon nombre de ces vents contraires sont bien connus et semblent incorporés dans les valorisations (ratio cours/bénéfices : 14 en Europe). Des fusions et acquisitions ne sont pas exclues et pourraient provoquer une revalorisation.

Performance totale relative (secteur vs. MSCI Benchmark) depuis le 1/1/2015



Secteur	Poids du Secteur/ MSCI EUR	Poids du Secteur/ MSCI NA
Services de communications - NEUTRE	4,3%	10,4%

Services aux collectivités

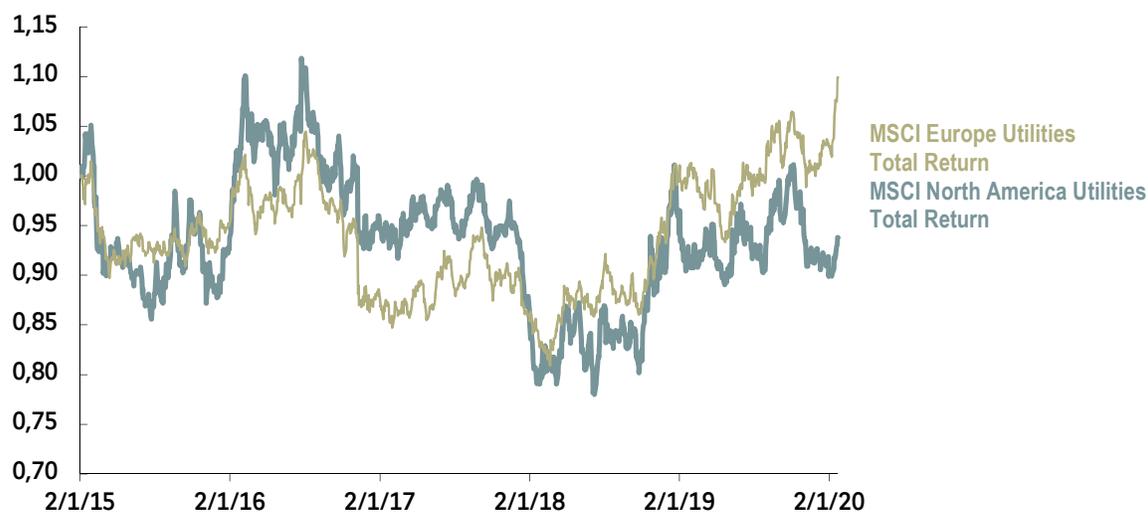
Le principal catalyseur de la performance du secteur est la baisse des taux d'intérêt aux États-Unis et en Europe. De faibles rendements obligataires sont généralement positifs pour cette industrie fortement endettée.

Lors des résultats financiers publiés en 2019, un renouveau de croissance est apparu, lié à toute une série de défis pour lesquels l'industrie semble bien positionnée: augmentation de la consommation d'électricité (véhicules électriques, etc), eau, traitement des déchets, etc. Ainsi les perspectives de croissance bénéficiaire se sont améliorées (+8,4% attendus en Europe pour 2020).

Les taux d'intérêt devraient rester au plancher, facteur de soutien supplémentaire pour le secteur. Les services aux collectivités intégrés ont du potentiel grâce à une inflexion des revenus par rapport à des niveaux très faibles. Les prix de l'électricité sont solides même si l'environnement économique reste incertain. Les fusions, restructurations et les échanges d'actifs sont un autre soutien.

Nous favorisons une approche plutôt thématique pour ce secteur sur lequel nous restons neutres de manière générale.

Performance totale relative (secteur vs. MSCI Benchmark) depuis le 1/1/2015



Secteur	Poids du Secteur/ MSCI EUR	Poids du Secteur/ MSCI NA
Services aux collectivités - NEUTRE	4,4%	3,3%

Aperçu sectoriel

Price index - in €																						
2/01/2020	PE				EPS Growth - %				1m / 3m % Δ in EPS				Sales growth - %			1m / 3m % Δ in Sales	Divid end yield (%)					
	2019	2020	2021	12m fwd	2019	2020	2021	12m fwd	2019	2020	2021	12m fwd	2019	2020	2021	2019						
MSCI EUROPE (€) (*)	16.1	14.8	13.7	14.8	-0.7	8.9	7.9	8.8	-0.4	-2.2	-0.5	-2.7	-0.5	-2.3	-0.5	-2.7	1.7	2.6	3.00	0.0	-0.67	3.5
<i>(*) EU15 + Switzerland + Norway</i>																						
MSCI UK (€)	14.1	13.2	12.5	13.2	-3.8	6.8	5.5	6.4	-0.9	-3.2	-0.8	-3.8	-1.1	-3.9	-0.8	-3.9	-1.0	1.4	2.8	-0.2	-2.4	4.5
MSCI Switzerland (CHF)	20.0	18.2	16.8	18.3	7.6	9.5	8.4	9.6	-0.2	-0.5	0.0	-0.3	0.1	0.4	0.0	-0.2	2.8	2.3	3.0	0.1	0.1	2.7
MSCI Germany	15.8	14.2	12.7	14.1	-4.8	11.3	12.3	11.7	0.0	-0.9	-1.0	-4.2	-0.4	-2.6	-1.0	-4.0	3.3	5.3	3.3	0.2	0.4	3.0
MSCI France	16.7	14.9	13.8	14.9	-1.5	11.8	8.6	11.6	-0.2	-2.7	-0.1	-2.0	0.0	-1.5	-0.1	-2.0	3.4	1.9	3.5	0.3	0.0	3.1
MSCI Spain	13.2	12.0	11.5	12.0	-3.3	10.5	3.9	10.6	-1.1	-5.5	-0.7	-2.0	-0.7	-1.8	-0.7	-2.0	0.3	2.7	2.0	-0.2	-0.6	4.3
MSCI The Netherlands	19.6	17.8	16.2	17.8	3.1	10.4	9.7	11.1	-0.4	-0.4	-0.2	-1.2	-0.8	-2.5	-0.1	-1.2	4.2	3.5	3.6	-0.1	0.1	2.5
MSCI Belgium	16.4	16.9	15.8	16.9	16.9	-2.9	6.8	-2.9	0.7	2.6	-0.2	-1.5	0.0	-2.5	-0.2	-1.5	-1.9	2.4	2.7	0.0	-0.9	3.0
MSCI EUROPE ENERGY	12.9	10.9	10.3	10.9	-12.7	18.5	5.1	18.5	-2.3	-5.1	-1.0	-6.0	-1.1	-6.6	-1.0	-6.0	0.6	3.1	0.1	-0.6	6.0	
MSCI EUROPE MATERIALS	16.7	15.4	14.5	15.5	-19.0	8.2	6.7	7.6	-1.2	-7.7	-1.4	-7.3	-1.9	-4.6	-1.3	-7.1	-0.7	-0.1	1.9	-0.1	-1.7	3.5
MSCI EUROPE INDUSTRIALS	19.3	17.7	16.1	17.7	7.1	9.2	10.2	9.4	0.0	-0.4	-0.7	-1.4	-0.4	-1.0	-0.6	-1.3	5.3	3.0	3.2	0.0	-0.2	2.5
MSCI EUROPE CAP GDS	18.7	17.2	15.6	17.2	5.6	8.6	10.8	8.9	-0.1	-0.6	-0.8	-1.6	-0.5	-1.2	-0.8	-1.6	5.3	2.5	3.2	0.0	-0.2	2.6
MSCI EUROPE COML SVS/SUP	22.8	21.1	19.7	21.2	9.3	8.1	7.4	8.0	0.0	-0.7	-0.3	-1.1	-0.3	-0.7	-0.3	-1.1	4.0	3.1	3.3	-0.1	-0.3	2.2
MSCI EUROPE TRANSP	19.5	17.0	15.5	17.0	15.9	15.0	9.7	15.1	0.5	1.1	-0.2	0.2	0.5	-0.2	-0.2	0.2	6.4	5.7	3.3	0.1	-0.2	2.6
MSCI EUROPE CONS DISCR	16.2	14.7	13.3	14.7	-4.9	10.4	10.2	10.6	0.1	-2.6	-1.0	-4.5	-0.5	-3.5	-0.9	-4.5	3.3	2.8	3.7	0.2	0.2	2.8
MSCI EUROPE AUTO & COMPO	8.5	7.7	7.1	7.7	-11.4	10.5	9.1	10.5	0.4	-3.6	-1.1	-6.8	-0.4	-4.9	-1.1	-6.8	1.6	1.6	2.8	0.4	0.3	4.2
MSCI EUROPE CONS DUR/APP	23.5	21.3	19.4	21.3	5.9	10.5	9.7	10.1	-0.2	-0.9	-0.2	-0.7	0.0	-0.6	-0.2	-0.7	6.9	5.7	5.7	-0.1	0.2	2.0
MSCI EUROPE CONS SVS	20.1	18.6	16.6	18.3	-2.0	8.1	12.0	8.3	0.0	-0.2	-1.7	-4.5	-0.7	-3.4	-1.5	-4.2	7.2	4.6	4.5	-0.1	0.1	2.5
MSCI EUROPE RETAILING	28.9	25.8	22.2	26.1	-3.5	12.1	16.3	15.9	-0.9	-3.4	-2.3	-5.2	-2.4	-5.9	-2.1	-4.9	5.4	4.4	5.1	0.0	0.1	3.4
MSCI EUROPE CONS STAPLES	20.0	18.7	17.5	18.6	7.4	7.2	7.1	7.2	-0.1	-1.1	-0.5	-2.0	-0.7	-2.2	-0.6	-2.0	1.6	3.0	3.1	-0.1	-0.6	2.7
MSCI EUROPE FD/STAPLES RTL	15.4	13.7	13.0	13.8	5.4	12.3	5.7	11.8	-0.1	0.4	-0.2	-0.6	-0.4	-0.2	-0.5	-0.4	2.8	2.2	2.0	0.0	-0.2	3.0
MSCI EUROPE FD/BEV/TDB	20.1	18.8	17.5	18.7	9.2	7.0	7.6	7.0	0.0	-1.2	-0.3	-1.8	-0.3	-1.8	-0.3	-1.9	3.3	2.9	3.9	0.0	-0.7	2.7
MSCI EUROPE H/H PERS PRD	21.8	20.6	19.4	20.6	2.8	5.9	6.3	5.9	-0.4	-1.5	-1.5	-3.2	-1.8	-3.8	-1.5	-3.2	2.5	3.7	3.6	-0.3	-1.1	2.5
MSCI EUROPE HEALTH CARE	18.7	17.3	15.7	17.3	5.5	7.9	10.2	8.0	0.2	1.7	0.0	0.6	0.2	1.1	0.0	0.6	6.8	5.2	5.1	0.1	0.7	2.8
MSCI EUROPE H/C EQ/SVS	24.4	22.1	19.6	22.0	2.3	10.5	12.5	10.8	0.1	-0.1	-0.2	-1.1	0.0	-0.5	-0.2	-1.0	6.6	6.0	5.9	0.0	0.2	1.6
MSCI EUROPE PHARM/BIOTEC	18.0	16.7	15.2	16.7	5.9	7.6	9.9	7.6	0.2	2.0	0.1	0.8	0.2	1.4	0.1	0.8	6.9	4.9	4.8	0.1	0.8	2.9
MSCI EUROPE FINANCIALS	11.0	10.5	9.9	10.5	0.2	4.7	6.1	4.6	-0.2	-2.7	-0.4	-2.4	-0.2	-1.9	-0.4	-2.5	2.9	1.7	2.4	0.1	-0.7	4.9
MSCI EUROPE BANKS	9.6	9.3	8.9	9.3	-5.7	3.1	4.6	3.1	-0.4	-2.5	-0.3	-2.5	-0.3	-2.2	-0.3	-2.5	0.7	1.1	2.0	0.0	0.0	5.7
MSCI EUROPE DIV FIN	15.5	14.9	12.8	14.9	7.0	4.5	14.0	4.2	1.5	-2.9	-0.3	-3.4	0.5	-2.2	-0.3	-3.9	-1.8	1.7	0.2	-0.1	-0.9	3.0
MSCI EUROPE INSURANCE	11.6	10.8	10.3	10.8	9.3	7.5	5.4	7.5	-0.5	-3.0	-0.5	-1.8	-0.4	-1.3	-0.5	-1.8	5.6	2.0	3.2	0.2	-1.1	4.6
MSCI EUROPE REAL ESTATE	18.6	18.3	17.7	18.3	4.6	1.5	3.4	1.4	0.3	0.3	-0.2	-1.4	-0.1	-1.6	-0.2	-1.4	3.1	2.8	2.5	-0.1	1.5	4.2
MSCI EUROPE IT	25.8	21.8	19.0	21.7	6.0	18.8	14.6	19.0	-0.2	-1.8	0.0	-2.6	0.0	-1.8	0.0	-2.6	5.8	6.1	5.9	0.0	0.4	1.2
MSCI EUROPE S/W & SVS	24.1	21.7	19.4	21.7	8.9	11.5	11.6	11.4	-0.7	0.3	0.0	0.8	0.0	0.6	0.0	0.8	7.6	6.6	6.8	0.1	0.4	1.4
MSCI EUROPE TCH H/W/EQ	23.6	17.3	14.7	17.3	16.5	36.9	17.8	37.0	1.0	-12.4	-0.8	-11.9	-0.6	-8.1	-0.8	-11.9	6.6	3.9	3.2	0.0	0.5	1.6
MSCI EUROPE COMM. SERVICES	15.7	14.0	13.0	14.2	-3.2	12.0	7.9	11.4	-0.9	-4.9	-0.6	-2.6	-1.4	-4.3	-0.5	-2.8	2.4	1.6	1.5	-0.1	-0.2	4.6
MSCI EUROPE TELECOM	15.3	13.7	12.7	13.8	-3.5	11.6	8.2	11.5	-0.9	-5.3	-1.3	-3.3	-1.6	-4.2	-1.2	-3.4	1.8	1.4	1.1	-0.1	0.0	5.0
MSCI EUROPE MEDIA & ENTER.	17.0	15.0	14.1	15.2	-2.1	12.9	7.0	10.9	-0.7	-3.7	1.4	-0.4	-0.6	-4.6	1.4	-1.1	5.0	2.2	3.2	-0.2	-1.1	3.6
MSCI EUROPE UTILITIES	16.7	15.3	14.5	15.3	8.1	9.0	5.4	9.0	0.0	0.6	0.5	0.1	0.4	0.3	0.4	0.1	2.0	10.0	2.0	0.1	-4.1	4.6

Price index - in €																						
2/01/2020	PE				EPS Growth - %				1m / 3m % Δ in EPS				Sales growth - %			1m / 3m % Δ in Sales	Divid end yield (%)					
	2019	2020	2021	12m fwd	2019	2020	2021	12m fwd	2019	2020	2021	12m fwd	2019	2020	2021	2019						
MSCI USA	20.6	18.8	16.9	18.7	1.1	9.4	11.2	9.7	-0.1	-1.2	-0.3	-2.01	-0.1	-1.52	-0.24	-1.98	4.1	5.0	5.0	0.1	-0.3	2.3
MSCI USA ENERGY	21.8	17.5	15.8	17.5	-28.5	24.8	10.8	24.8	-0.4	-9.0	0.3	-13.3	-1.3	-10.3	0.3	-13.3	-4.3	5.2	2.7	-0.3	-2.3	3.9
MSCI USA MATERIALS	20.4	18.1	15.9	18.1	-23.6	12.6	14.2	12.9	-0.8	-2.1	-1.5	-4.0	-1.0	-3.3	-1.5	-4.0	-17.7	3.5	4.2	-0.1	-1.8	2.1
MSCI USA INDUSTRIALS	20.6	18.0	16.1	17.9	-3.1	14.7	11.5	14.3	-0.4	-2.7	-1.9	-4.9	-0.9	-3.7	-1.9	-4.9	-1.9	4.8	4.2	-0.1	-3.0	1.9
MSCI USA CAP GDS	20.4	17.6	15.8	17.6	-5.7	15.9	11.6	16.2	0.0	-3.0	-2.1	-5.6	-0.7	-3.9	-2.1	-5.6	-3.0	5.2	4.0	0.0	-3.9	1.9
MSCI USA COML SVS/SUP	28.3	26.1	23.5	26.1	9.7	8.4	11.3	8.3	0.2	0.3	0.0	-1.3	0.0	-1.6	0.0	-1.3	2.9	4.0	4.6	0.0	-0.5	1.3
MSCI USA TRANSP	18.3	16.2	14.5	16.3	1.7	12.8	11.3	9.9	-1.7	-2.6	-1.8	-3.7	-1.9	-3.7	-1.8	-3.7	0.3	3.9	5.0	-0.4	-1.1	2.0
MSCI USA CONS DISCR	26.0	22.9	20.2	23.0	0.9	13.3	13.3	13.6	0.0	-4.5	-0.4	-4.0	-0.4	-5.3	-0.3	-4.0	4.3	6.6	6.4	0.0	-0.7	2.1
MSCI USA AUTO & COMPO	13.4	10.7	10.1	10.7	-17.6	24.8	6.0	24.8	-0.1	-14.8	-0.5	-3.0	-0.6	-8.1	-0.5	-3.0	-4.1	3.6	2.4	0.0	-3.0	3.8
MSCI USA CONS DUR/APP	19.8	18.0	16.1	18.2	3.4	10.3	11.4	10.1	0.4	1.4	0.4	1.3	0.4	1.5	4.1	4.6	4.9	0.1	0.4	1.6		
MSCI USA CONS SVS	24.6	22.0	19.9	21.9	3.3	11.6	10.7	11.9	-0.2	-3.6	0.0	-2.7	0.0	-3.1	0.0	-2.8	5.3	5.3	5.4	0.0	-0.2	2.2
MSCI USA MEDIA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
MSCI USA RETAILING	32.2	28.6	24.4	28.7	5.5	12.4	17.2	12.3	0.0	-3.1	-0.7	-6.4	-0.6	-7.1	-0.6	-6.3	8.0	8.5	8.5	0.0	-0.1	2.0
MSCI USA CONS STAPLES	21.6	20.3	19.0	20.2	1.2	6.4	7.0	6.3	0.0	0.0	-0.1	-0.6	-0.1	-0.9	0.0	-0.6	2.8	3.4	3.5	0.0	-0.2	2.8



NOTRE ÉQUIPE DE STRATÉGISTES

France

Florent BRONES
Chief Investment Officer

Asie

Prashant BHAYANI
Chief Investment Officer, Asia

Grace TAM
Chief Investment Advisor, Asia

Belgique

Philippe GIJSELS
Chief Investment Advisor

Xavier TIMMERMANS
Senior Investment Strategy, PRB

Alain GERARD
Senior Investment Advisor,
Equities

Pol TANSSENS

Luxembourg

Guy ERTZ
Chief Investment Advisor

Edouard DESBONNETS
Investment Advisor, Fixed Income

Suisse

Roger KELLER
Chief Investment Officer

AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris - France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quelque soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures.

L'information contenue dans ce document a été rédigée sans prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions.

Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs. En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.
© BNP Paribas (2020). Tous droits réservés.