



Éditorial

▼ En quête de rentabilité ▲

Nous avons à de nombreuses reprises évoqué l'originalité de la situation actuelle par rapport à notre expérience passée d'investisseurs.

Le ralentissement de la croissance mondiale et les risques de déflation, surtout en Europe, singularisent notre époque avec des marchés qui tiennent compte de l'ampleur et de la durée de ces phénomènes. Il est très difficile de trouver des références similaires dans nos livres d'histoire économique. Il en est de même des politiques monétaires si accommodantes et des taux d'intérêt négatifs qui « rognent » l'épargne sans risque.

Faut-il s'inquiéter ?

Nous préférons considérer que cette situation milite pour des placements en actions dans une vision de moyen terme, faute d'autres alternatives rémunératrices. Nous accompagnerons ce conseil d'un choix raisonné de valeurs de qualité. Les risques géopolitiques qui s'ajoutent à ce constat, militent aussi pour la recherche de stabilité dans un monde qui ne l'est pas.

S'agissant de notre stratégie d'investissement, nous souhaitons partager avec vous nos réflexions sur deux thématiques : la relance budgétaire et l'investissement socialement responsable.

Relancer la croissance dans nos pays développés n'est pas l'apanage des politiques monétaires. Beaucoup d'observateurs pensent que la politique budgétaire peut redevenir un levier utile. Dans ce cadre, le thème des infrastructures va probablement rester un pôle d'investissement attractif.

Les critères extra financiers d'un investissement responsable prennent de plus en plus d'importance, et nos gérants en tiennent compte dans le cadre d'une sélectivité accrue et nous nous en félicitons. Il en va de l'équilibre de notre planète et de la pérennité de nos investissements.

Nicolas BRAULT et Jean-Philippe MOLLET, qui ont co-rédigé ces articles, évoqueront ces sujets dans les pages suivantes.

Nous tenons à vous remercier de votre confiance et sommes à votre disposition pour évoquer ensemble la composition de vos portefeuilles et la stratégie patrimoniale adaptée à votre situation personnelle.

SOMMAIRE :

- MOINS DE CROISSANCE, MOINS D'INFLATION P 2
- LES INFRASTRUCTURES, PROCHAIN LEVIER POUR LA CROISSANCE P 2/3
- L'INVESTISSEMENT EST RESPONSABLE ! P 3
- PEA, PEA-PME : LES ASSOULISSEMENTS APPORTÉS PAR LA LOI PACTE P 4
- ÉVOLUTION OPC / CHIFFRES CLÉS P 4

Jacqueline ELI-NAMER
Président Directeur Général,
22 octobre 2019

MOINS DE CROISSANCE, MOINS D'INFLATION

2018 a été une année très frustrante sur les actions avec une forte baisse des cours au dernier trimestre. Heureusement le début d'année 2019 a inversé le mouvement avec une belle reprise concentrée sur les grandes valeurs et notamment celles qui offraient la meilleure visibilité.

Toutefois depuis la fin du mois d'avril, les indices ne sortent plus d'un étroit corridor, soufflant parfois le chaud grâce à la velléité des banques centrales qui ne cessent de dire qu'elles prendront toutes les mesures nécessaires en faveur de la croissance, et soufflant aussi souvent le froid dès que les négociations commerciales entre chinois et américains s'enveniment.

Le verre est-il à moitié vide ou à moitié plein ? Comme toujours c'est une affaire de perception. Les indices ne vont plus chercher de nouveaux plus hauts mais ils ne veulent pas baisser en dépit de la prudence très consensuelle ! Les phases de baisse ont été jusqu'à présent brèves et de faible ampleur. Les opportunités d'achat sur les titres que nous privilégions ont donc été très ponctuelles.

Les négociations commerciales et la hausse des droits de douane monopolisent l'actualité économique et financière. Elles sont importantes car elles influent sensiblement sur le commerce international et en particulier sur la situation des secteurs industriels. Les indices précurseurs manufacturiers sont tous négatifs depuis plusieurs mois, ce que soit en Chine, aux Etats-Unis et en Europe, particulièrement en Allemagne. Les secteurs liés à la consommation résistent pour le moment mais beaucoup se demandent s'ils ne risquent pas de subir une détérioration communicative. Le risque est faible pour le moment grâce à la situation de plein emploi des Etats-Unis et de l'Allemagne, ainsi qu'à l'effet richesse provoqué par la bonne tenue des actifs détenus comme l'immobilier ou les actions. Mais on ne peut exclure que cette situation favorable ne se détériore dans les prochains mois, par exemple en Allemagne où l'industrie représente une part très importante du PIB. L'état d'incertitude que provoque la longueur de cette négociation ajoute à l'état de stress des investisseurs et des entrepreneurs qui retardent parfois leurs décisions.

Quoiqu'il en soit, tous les instituts de conjoncture prévoient un ralentissement économique mondial en 2019 mais aussi en 2020. Le désaccord se forme sur l'ampleur de ce ralentissement. Les prévisions de bénéfices des entreprises, optimistes en début d'année, sont revues à la baisse par la plupart des analystes.

L'issue du Brexit qui se joue peut-être au moment où cet article est écrit, aura sans doute des conséquences importantes en Europe dans un sens ou un autre.

L'ampleur du ralentissement dépendra peut-être des mesures de politique monétaire prises par toutes les banques centrales qu'elles soient chinoise, japonaise, britannique, américaine (Fed) ou européenne (BCE). La plupart ont un discours très clair et annoncent qu'elles prendront tous les moyens en leur possession pour empêcher un ralentissement trop prononcé. Elles ont d'ailleurs déjà commencé. La Fed a par deux fois baissé ses taux de 0.25%, alors que la BCE a repris son programme de rachat d'actions en décidant également de baisser ses taux sur les dépôts de 0.10% en les passant au taux négatif de -0.50%. Si nécessaire, ces deux banques préviennent qu'elles continueront.

Les marchés obligataires ont joué leur rôle en tenant également compte de la faiblesse des chiffres d'inflation : les taux ont baissé. Mais ce mouvement a été tel que d'une part, en Europe, les stocks d'obligations à taux négatif ont augmenté considérablement et, aux USA, les taux à 10 ans se sont rapprochés des taux de court terme, ce qui pour beaucoup d'opérateurs est un signe annonciateur de future récession. Comme on le voit, même la baisse des taux a été une cause de stress !

On ne sera donc pas étonné de constater une forte désaffection à l'égard des actions. La peur prend le dessus et les flux négatifs sont importants, augmentant les stocks de liquidités sans aucune rentabilité. Pourtant les marchés ne baissent pas après la hausse des 4 premiers mois ! Des rachats de positions à découvert initiés en 2018 ou des rachats de titres par les entreprises elles-mêmes pourraient expliquer ce phénomène. La suppression des rendements pour les placements à faible risque constitue aussi un soutien pour les actions, notamment celles dont les dividendes progressent régulièrement.

Il est impossible de faire des prévisions sur ce qu'il se passera à court terme. Un tweet peut modifier les choses rapidement ! Comme toujours, nous nous inscrivons dans une optique de moyen-long terme en nous positionnant avec une très grande sélectivité.

Pour le moment, nos fonds profitent de ces bonnes performances, surtout ceux qui sont axés sur les grandes valeurs qui ont clairement dépassé les niveaux de début 2018.

Nos préférences continuent à aller vers les secteurs de croissance, généralement peu cycliques, tels que le luxe, la beauté, la technologie, la santé, l'aéronautique-défense, avec des acteurs qui nous semblent avoir les capacités de gagner des parts de marchés, une puissance financière et une marge de manœuvre pour augmenter les prix. Il nous paraît tout aussi important de savoir rester à l'écart de secteurs en déclin ou même simplement atones (anciennement de croissance), malgré leur faible valorisation.

LES INFRASTRUCTURES, PROCHAIN LEVIER POUR LA CROISSANCE

Le thème des infrastructures, puissant depuis une bonne dizaine d'années, semble recéler un potentiel encore significatif.

En Europe plus encore qu'ailleurs, alors que la politique monétaire arrive aux limites de son efficacité, il n'est de jour sans invitation à utiliser l'arme fiscale comme relais pour stimuler l'activité. L'initiateur de ce mouvement a sans doute été le professeur Olivier Blanchard, l'ancien chef économiste du FMI, dont le revirement sur la discipline budgétaire a eu une résonance internationale depuis quelques mois. Son raisonnement : dans un monde de faible inflation persistante, avec un taux de croissance supérieur aux taux d'intérêt à long terme, l'émission de dette sans entraîner un surcroît décalé des impôts paraît possible. Mario Draghi, le Président de la Banque Centrale Européenne jusqu'à fin octobre, s'inscrit parfaitement dans la lignée de la nouvelle pensée économique lorsqu'il presse les gouvernements européens à reprendre le bâton de la stimulation orchestrée depuis une décennie par les banquiers centraux. Cette pression de la part d'acteurs longtemps défenseurs de l'orthodoxie budgétaire interpelle forcément. C'est presque comme si les dirigeants politiques se retrouvaient dans le rôle inhabituel d'adeptes de la discipline budgétaire ! Cette impression pourrait n'être qu'éphémère tant les politiques sont comme l'eau – ils finissent souvent par prendre la voie de la moindre résistance. En l'espèce, la moindre résistance c'est le déficit budgétaire.

Est-ce du laxisme ou simplement du pragmatisme ? Beaucoup prennent le cas du Japon depuis 20 ans en exemple.

Mais que l'on ne se méprenne pas : l'invitation à la dépense fiscale est conditionnée, aux yeux de Olivier Blanchard ou de Mario Draghi, à l'activation d'investissements productifs pour répondre à des besoins tangibles d'infrastructures. Pas à un énième plan de relance sans lendemain.

Taux bas et relance budgétaire : les infrastructures en soutien de la croissance.

À l'échelle mondiale, les dépenses annuelles en infrastructures représentent 3% du PIB et les projections les voient progresser à 3,7%, sans inclure les efforts liés à la transition énergétique. Or l'enjeu climatique est certainement celui qui revêt le plus grand caractère d'urgence. Décarboner nos économies implique d'investir dans des infrastructures vertes. Le sujet est mondial. Aux Etats-Unis, la jeune candidate démocrate Alexandria Ocasio-Cortez réclame un New Deal vert. Christine Lagarde, la future Présidente de la BCE, semble très sensible à la thématique de la transition énergétique et pourrait envisager un « quantitative easing » vert. Depuis quelques années, les entreprises et les Etats émettent des obligations vertes (green bonds). D'une façon générale, les pouvoirs publics vont aller chercher des capitaux privés, sous la forme de partenariat public-privé (PPP) notamment. Comme ils paraissent assez pressés, les conditions financières pour l'investisseur devraient être favorables.

C'est naturellement de ce côté-là que portent nos investigations pour la construction des portefeuilles. Les infrastructures sont un thème porteur s'il se décline avec flexibilité bilancielle et maîtrise de la rentabilité. C'est une précondition pour pouvoir participer aux programmes futurs, c'est indispensable pour être un acteur pérenne. En France, le groupe Vinci incarne très bien la puissance du thème avec ses concessions autoroutières et aéroportuaires. L'urbanisation pousse au développement d'infrastructures de transport, énergétiques, de retraitement, de santé, d'éducation. Les télécoms sont également un segment que regardent les anglo-saxons.

Le verrou allemand : pour beaucoup d'observateurs, l'Allemagne paraît tellement attachée à sa politique d'équilibre budgétaire qu'elle ne déploiera un stimulus fiscal qu'après être ancrée dans la récession. En surface pourtant, les choses bougent : les Verts, le patronat, le ministre des finances réclament des actions de relance. Nous serons particulièrement attentifs aux développements Outre-Rhin qui auront valeur de symbole : parce que les besoins d'infrastructures y sont importants et parce que l'Allemagne aura le plus fort impact potentiel sur l'économie européenne étant donné sa taille et sa marge de manœuvre budgétaire.

L'INVESTISSEMENT EST RESPONSABLE !

Pas de journée sans que les médias ne nous informent sur des événements touchant à notre environnement ! Le réchauffement climatique, la pollution de l'air ou de l'eau sont devenus des thèmes récurrents qui sont dans nos esprits et qui nous poussent tous à modifier nos comportements dans nos vies quotidiennes.

Comme toute activité humaine collective, les entreprises ont une grande part de responsabilité dans ces domaines. Et, en tant qu'investisseurs dans ces entreprises, nous devons aussi nous questionner sur notre propre part de responsabilité.

Il s'agit d'abord de notre contribution au bien commun, mais il s'agit aussi d'une prise en compte d'un risque qui peut devenir financier. L'expérience montre qu'une entreprise prise dans une controverse peut laisser des plumes parfois très lourdes. L'exemple de Volkswagen en 2015 reste dans les mémoires !

L'investissement est dit socialement responsable (ISR) et inclut des problématiques qui concernent aussi la gouvernance des sociétés, et leur capacité à gérer le facteur humain à l'intérieur mais aussi à l'extérieur de l'entreprise.

En tant que société de gestion, Oudart est responsable de ses choix de valeurs pour ses clients. Très logiquement, nous nous sommes d'abord intéressés à la bonne gouvernance des entreprises dans lesquelles nous pouvons investir. Une bonne gouvernance avec un fort leadership qui permet aussi le travail en équipe et tient compte des principales parties prenantes que sont les actionnaires et les salariés, est un gage de bonne performance à moyen terme.

Le droit de vote en Assemblée Générale doit s'exercer autant que possible et nous ne manquons pas de le faire pour les sociétés françaises qui sont représentées dans les fonds gérés par nos soins. Il nous est parfois arrivé de critiquer certaines rémunérations excessives ou non directement liées à des critères de performance. Il nous est aussi arrivé de soutenir des résolutions présentées par des actionnaires minoritaires dans le but de tenter de trouver des solutions à des problèmes de gouvernance. C'est ce que nous avons fait cette année pour une société du CAC 40 dont la fusion récente avec une entreprise italienne était sans doute justifiée, mais à la condition qu'une gouvernance puisse être mise en place dans le respect de tous les actionnaires et avec le but d'exploiter toutes les synergies possibles. Cela a semblé très difficile dans les mois qui ont suivi la fusion et une proposition de solution a été proposée par quelques fonds auxquels nous avons décidé de nous joindre. Cette résolution n'a pas été approuvée par la majorité, mais elle a sans doute poussé le management à réaliser quelques efforts. Le problème ne semble pas tout à fait résolu, mais des progrès ont été enregistrés. La décision de réaliser une acquisition de belle taille en est une illustration.

Avant et après l'AG, des discussions avec les managements sont recommandées. Nous rencontrons chaque année de nombreuses entreprises au cours de plusieurs centaines d'entretiens. Si ceux-ci sont d'abord orientés sur les aspects de croissance des futurs bénéficiaires, ils sont aussi l'occasion de faire part de toutes nos interrogations y compris celles qui touchent à l'ISR. Certaines de ces rencontres sont d'ailleurs spécifiquement dédiées à ces thématiques, et nous avons rencontré plusieurs fois sur ces seuls sujets des entreprises telles que Vinci, Air Liquide, Thalès, Nestlé, SAP et même Total. C'est aussi une bonne occasion de mieux comprendre l'activité des entreprises et les procédures qu'elles mettent en place pour améliorer leurs solutions.

Après la COP 21, les pouvoirs publics ont incité les sociétés de gestion à prendre en compte l'exposition aux risques climatiques des portefeuilles qu'elles gèrent. Chaque mois, nous évaluons donc l'empreinte carbone des sociétés qui composent nos fonds et les comparons à celle des indices de référence. Il n'est pas dans nos habitudes d'investir dans les secteurs miniers, ni dans les entreprises de services publics consommant des matières fossiles, ce qui nous permet d'atteindre généralement de bons scores. Mais nous sommes très attentifs aux entreprises qui réalisent les plus grands efforts et investissent dans la recherche pour réduire les émissions polluantes.

À cet égard, nous avons remarqué l'effort important de communication que réalisent de nombreuses entreprises pour expliquer la façon dont elles prennent en compte ces enjeux. Si dans un passé pas si lointain, on a pu considérer qu'il ne s'agissait que de communication, nous sommes convaincus que la plupart d'entre elles ont maintenant réalisé qu'il fallait aller bien au-delà, notamment pour pouvoir attirer les compétences des plus jeunes, avides de donner du sens à leurs activités professionnelles.

Parmi ces entreprises, nous pouvons en citer trois qui accordent à ces sujets une importance considérable : L'Oréal, qui est généralement très bien classée par les organismes certificateurs pour sa recherche et la mise en œuvre depuis de nombreuses années des principes du pacte mondial des Nations Unies. Nestlé, son actionnaire principal, a pris conscience des dommages importants de l'utilisation exagérée du plastique et a annoncé récemment son ambition de rendre 100% de ses emballages recyclables ou réutilisables d'ici 2025. Enfin Air Liquide offre une solution de moyen terme pour nos déplacements, l'utilisation de l'hydrogène.

Bien évidemment, nous ne sommes pas naïfs et nous savons que rien n'est parfait. Les efforts doivent se multiplier et nous n'assistons qu'au début de ce mouvement. Nous pensons que les actionnaires que nous sommes en représentation de nos clients doivent y prendre une part importante. Et il est probable que de nouvelles initiatives seront prises sur ces sujets dans les prochains mois.



Nicolas BRAULT
Directeur Général Délégué



Jean-Philippe MOLLET
Directeur

PEA, PEA-PME : LES ASSOUPPLISSEMENTS APPORTÉS PAR LA LOI PACTE

Le PEA offre la possibilité de détenir un portefeuille d'actions européennes en bénéficiant d'un régime fiscal particulièrement favorable : plus-values et dividendes peuvent être sous certaines conditions exonérés d'impôt sur le revenu⁽¹⁾. Dans une volonté de favoriser les investissements en actions, le législateur a assoupli à compter du 24 mai 2019 (loi Pacte) les règles de fonctionnement du PEA et du PEA-PME. Nous pouvons retenir les points suivants :

• LA CRÉATION DU « PEA-JEUNE »

Le « PEA-jeune », soumis au même régime juridique et fiscal que le PEA classique, est désormais ouvert aux jeunes majeurs, âgés de 18 à 25 ans, rattachés au foyer fiscal de leurs parents. Le plafond de versement est fixé à 20 000 euros, plafond indépendant de celui des PEA des parents du jeune majeur. Lorsque le jeune adulte quitte le foyer fiscal de ses parents, le PEA devient automatiquement un PEA classique. Il est ainsi possible pour un jeune majeur de « prendre date », en ouvrant un PEA dès l'âge de 18 ans, et de commencer à faire courir le délai de 5 ans qui confère au plan ses principaux avantages fiscaux.

• RETRAITS ET NOUVEAUX VERSEMENTS SUR DES PEA DE PLUS DE 5 ANS

À compter du 24 mai 2019, les retraits partiels effectués sur un PEA de plus de 5 ans, n'entraîne pas la clôture du PEA (ce délai était de 8 ans auparavant). Le législateur est allé plus loin puisqu'il autorise désormais de nouveaux versements sur des PEA où des retraits ont été effectués après 5 ans, si et seulement si ces PEA n'avaient pas été préalablement abondés jusqu'au seuil de 150 000 euros.

	AVANT 5 ANS	APRÈS 5 ANS
RETRAIT	Sauf exception ⁽²⁾ , tout retrait entraîne la clôture du plan	Retraits partiels possibles, sans clôture du plan. De nouveaux versements sont toujours possibles, sauf exception
FISCALITÉ DU RETRAIT	PFU au taux de 12,8% ⁽³⁾ (sauf option globale pour le barème progressif)	Exonération
PRÉLÈVEMENTS SOCIAUX	Taux de 17,2%	Taux de 17,2%

• « LA FUSION ASYMÉTRIQUE » DES PLAFONDS DE VERSEMENT SUR LE PEA ET LE PEA-PME

Le plafond des versements sur le PEA reste fixé à 150 000 euros ; celui du PEA-PME antérieurement fixé à 75 000 euros, peut désormais atteindre 225 000 euros dans la limite d'un plafond global des versements sur le PEA et sur le PEA-PME de 225 000 euros. La Loi PACTE crée ainsi une possibilité de transfert de tout ou partie du plafond du PEA vers le PEA-PME ; en revanche, l'inverse n'est pas possible.

⁽¹⁾ Les prélèvements sociaux restent dus lors d'un retrait ou de la clôture du PEA.

⁽²⁾ Exceptions : évènement particulier affectant le titulaire du plan ou son conjoint tels que licenciement, mise à la retraite anticipée, invalidité.

⁽³⁾ Flat tax.



Xavier LEBRUN
Responsable de l'ingénierie patrimoniale

ÉVOLUTION DES OPC / CHIFFRES CLÉS

	Cours au		Performance 2019
	31/12/2018	30/09/2019	
ÉVOLUTION DES OPC			
OBLIGATIONS ZONE €			
OUDART COURT TERME	104,64	104,96	+0,31%
OUDART OBLIG C	138,85	142,24	+2,44%
ACTIONS FRANÇAISES			
OUDART ACTIONS FRANÇAISES	287,19	349,65	+21,75%
OUDART OPPORTUNITÉS FRANCE	472,65	567,45	+20,06%
ACTIONS INTERNATIONALES			
OUDART MULTIGESTION	150,64	176,08	+16,89%
ACTIONS EUROPÉENNES			
OUDART EUROPE	257,22	308,99	+20,13%
OUDART MIDCAP EUROPE	148,54	171,01	+15,13%
FONDS ACTIONS			
OUDART INVESTISSEMENT	156,99	188,26	+19,92%

INDICES EN € DIVIDENDES RÉINVESTIS	
	Performance 2019
CAC 40	+22,61%
CAC Mid 60	+16,51%
STOXX EUROPE EX UK LARGE	+21,63%
NIKKEI 225	+18,38%
FTSE 100 INDEX	+15,81%
DOW JONES INDUS.	+22,96%
NASDAQ COMPOSITE	+29,86%

CHANGE		
	Cours au 30/09/2019	Performance 2019
DOLLAR/EURO	1,08990	+5,21%



10 A, rue de la Paix 75002 PARIS
Tél. : (0)1 42 86 25 00
Fax : (0)1 42 86 25 25

8 rue du Château Trompette
33000 BORDEAUX
Tél. : (0)5 57 81 80 00
Fax : (0)5 56 44 95 59

Mail : oudart@oudart.com
Site : www.oudart.com