



EDMOND
DE ROTHSCHILD

MAI 2020

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT



ALLOCATION D'ACTIFS

RICHARD BEGGS, Responsable de la Stratégie d'investissement
Private Banks Investments & Advisory

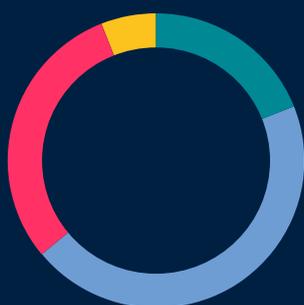


Nous ne modifions pas notre allocation d'actifs ce mois-ci.

En dépit de l'amélioration des cours des actions observée au cours du mois passé, certains éléments appellent encore à la plus grande prudence. S'il est vrai que la volatilité des actions diminue, les marchés du crédit restent en revanche quelque peu tendus. Par ailleurs, la baisse des rendements des obligations souveraines et la hausse des prix des métaux précieux semblent davantage attribuables à l'évolution de la liquidité au cours des dernières semaines qu'à une quelconque amélioration attendue des fondamentaux. Nous ne modifions pas notre allocation d'actifs ce mois-ci.

Allocation d'actifs

Source : Edmond de Rothschild (Europe)



■ Alternatifs	19 %
■ Actions	45 %
■ Obligations	32 %
■ Liquidités	4 %

Répartition géographique des actions

	Émergents	Japon	RU	Europe	US
À partir du 01.01.20	17.5 %	0.0 %	4.0 %	36.0 %	42.5 %
À ce jour	9.0 %	0.0 %	3.5 %	28.5 %	59.0 %

MARCHÉS OBLIGATAIRES

THOMAS VEIT, Gérant de portefeuille
Private Banks Investments & Advisory - Luxembourg



Le mois d'avril aura été marqué par un beau rebond sur le crédit. Les Banques Centrales ont été le principal facteur de soutien au marché obligataire avec une série d'annonces successives durant tout le mois permettant de montrer leur capacité de réaction et de soutien au marché.

Après les tristes records de baisse du marché obligataire au mois de mars, le mois d'avril aura été marqué par un beau rebond sur le crédit. Les Banques Centrales ont été le principal facteur de soutien au marché obligataire avec une série d'annonces successives durant tout le mois permettant de montrer leur capacité de réaction et de soutien au marché.

Dans ce contexte, les indices Investment Grade ont rebondi sur le mois d'avril de +4 % pour l'Europe et +5.30 % pour les États-Unis. Les indices High Yield de +6 % pour l'Europe et +4.10 % pour les États-Unis. L'essentiel de ce mouvement ayant été réalisé sur la première quinzaine du mois, nous observons désormais une situation plus stable et attendiste des prochaines étapes de la gestion de cette crise. Le rebond a pu se faire grâce à la crédibilité qu'on sut garder les banques centrales et notamment la Fed, mais également aux différentes aides étatiques à travers le monde. Par exemple, la France soutient son secteur aérien avec un prêt garanti par l'État de 7 milliards d'euros à Air France, mais également en s'engageant à soutenir massivement Airbus en cas de besoin. On observe cependant une sous-performance du High Yield US sur le mois, par rapport à son homologue européen, malgré des actions de la Fed plus poussées sur ce segment. En effet, la Fed peut acheter, dans le cadre de son programme, des obligations dégradées High

Yield après le 22 mars, tandis que la BCE n'a pas encore pris de décision d'achat sur ce segment. Selon nous, l'explication se trouve à deux niveaux. Premièrement le rebond a été presque 2 fois plus fort sur le High Yield US la dernière semaine de mars. Deuxièmement, la composition de l'indice US High Yield montre une exposition de 11.50 % au secteur de l'énergie contre 1.40 % pour l'indice européen. Avec la chute des prix du pétrole sur le mois d'avril, cette composante a pesé sur la performance des obligations de ce secteur et donc plus fortement aux États-Unis qu'en Europe. Enfin, pour terminer sur le marché du crédit, nous pouvons constater que les émetteurs dits « Fallen Angels » ont surperformé tous les autres durant le mois écoulé. Cette appellation est utilisée pour les émetteurs du statut d'Investment Grade à celui de High Yield. L'inclusion de cette catégorie dans le programme d'achat de la Fed s'est clairement fait sentir avec un rebond de plus de 10 % de l'indice Bloomberg Barclays Fallen Angels et une performance depuis le début de l'année proche de l'équilibre.

Au niveau du segment souverain, le mois d'avril aura été plutôt calme sur les pays « core » tels que l'Allemagne et les États-Unis. En effet, les taux à 10 ans américain restent stables sur le mois autour de 0.60 %, tout comme le Bund sur des niveaux de -0.50 %. On peut tout de même noter que, malgré le sentiment risk-on qui a régné sur les marchés

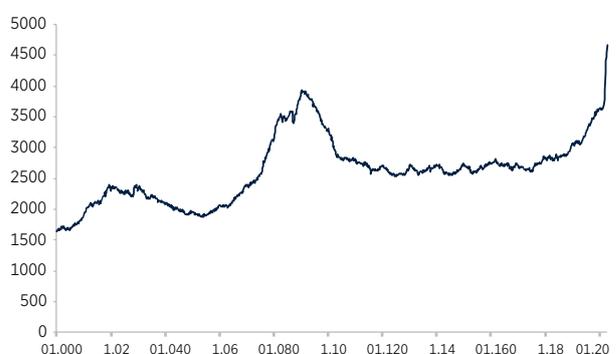
financiers en avril, les taux sans risques ne sont pas remontés. Cela traduit une certaine prudence de la part des investisseurs, mais également la présence massive des banques centrales sur ce segment de marché. Les mouvements les plus forts se sont opérés sur la périphérie et notamment sur l'Italie. Les investisseurs ont craint une dégradation de la notation du pays en High Yield fin avril. En effet, les agences S&P et Fitch ont donné leur revue de notation sur cette fin de mois. Dans l'attente de ce verdict, les taux à 10 ans italiens sont montés de près de 100 bps en un mois, entre le 26/03 et le 21/04. La BCE a réagi à ce risque de dégradation de l'Italie en incluant les obligations dégradées High Yield après le 7 avril comme collatéral éligible à ses opérations de refinancement. De plus, la BCE ayant inclus récemment la Grèce dans son programme d'achat, elle n'aurait pas eu de mal à justifier de continuer les achats sur l'Italie, même en cas de dégradation. L'inquiétude du marché résidait plus dans le fait qu'un passage de l'Italie en High Yield ferait sortir le pays des indices Investment Grade donc des ETFs et potentiellement de beaucoup de gestions et fonds d'investissement. Ce flux de vendeur aurait mis une pression à la baisse, ce qui a poussé certains investisseurs à sortir par anticipation. Finalement, S&P a conservé la notation BBB avec une prévision négative et Fitch a dégradé seulement d'un cran à BBB- avec un Outlook stable. Cela a rassuré le marché et fait rebaisser les taux de près de 40bps sur la fin du mois.

Pour conclure, cet environnement nous pousse à rester prudents sur les segments obligataires les plus risqués. Le rebond et les valorisations aujourd'hui prennent en compte l'action des Banques Centrales, mais il reste encore beaucoup d'incertitude sur la prochaine phase : celle du déconfinement et de la reprise de l'activité. À l'heure éga-

lement où les agences de notation sont très actives comme nous le montre par exemple l'agence Moody's. Celle-ci a déjà procédé à la revue de 1465 notations depuis le début de l'année contre une moyenne annuelle de revue de 1790 notations sur les 10 dernières années. Sur les revues de cette année, 86 % de downgrade pour 14 % d'upgrade, ce qui en fait de loin le pire ratio des 10 dernières années. Avec l'impact du confinement et de l'arrêt de l'économie pendant plus d'un mois, les résultats du 2^e trimestre ne devraient pas favoriser une inversion de cette tendance. De plus, les investisseurs restent présents sur le segment souverain malgré des taux de plus en plus bas, ce qui montre une certaine prudence et une recherche de diversification en tout cas. Enfin, l'indice reflétant les actifs détenus par les fonds monétaires aux États-Unis est au plus haut historique avec une franche accélération suite à cette crise. En l'absence de stabilisation ou d'inversion de cette courbe, le sentiment de prudence doit selon nous rester de mise.

ICI Money Market Funds Assets

Sources : Bloomberg, Edmond de Rothschild (Europe) Luxembourg



MARCHÉS ACTIONS

STEPHEN SURPLESS, Gérant de portefeuille
Private Banks Investments & Advisory - Londres



Globalement, la croissance du chiffre d'affaires s'établit juste en dessous de 2 %, tandis que les bénéfices ont reculé de 15 %. Le marché a ajusté ses attentes, ce qui explique que malgré la baisse déclarée des bénéfices de 15 %, l'écart avec les bénéfices attendus n'a été que de 3 %. Sur le plan sectoriel, seuls deux secteurs ont jusqu'à présent subi une baisse générale du cours de leurs actions après la publication de leurs résultats : les télécommunications ainsi que le pétrole et le gaz.

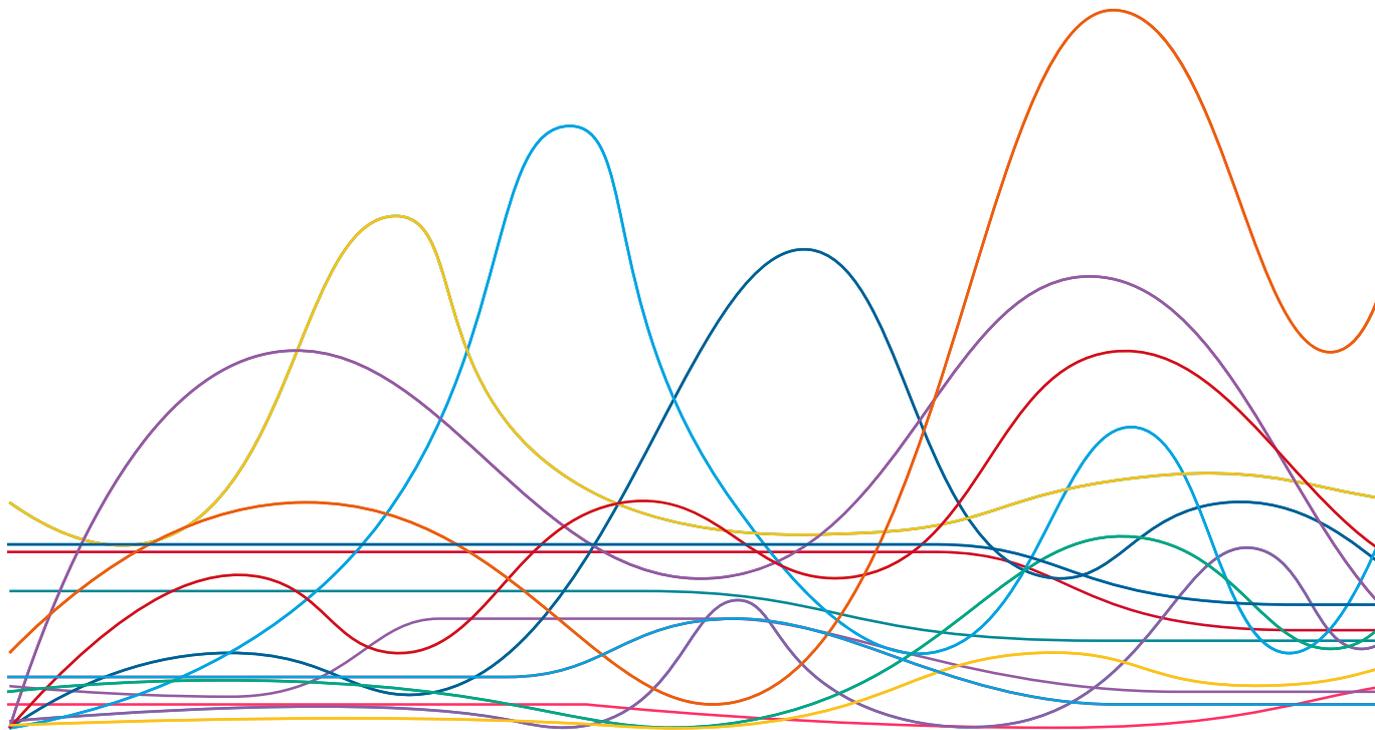
Compte tenu des événements historiques qui bouleversent les marchés et la planète depuis le début de l'année (et nous ne sommes qu'à la fin avril au moment où nous rédigeons ces lignes), les investisseurs ont tout intérêt à se concentrer, même provisoirement, sur des données de marché plus « terre-à-terre », comme les bénéfices et les valorisations. Les nombreux commentaires des entreprises formulés durant cette semaine de publications des résultats qui est la plus chargée aux États-Unis permettent au marché de mieux appréhender l'incidence de la pandémie sur l'économie et les entreprises. Aucune entreprise ni aucune équipe de direction n'est actuellement en mesure d'intégrer totalement l'impact des pertes subies. Toutefois, de nouvelles données devraient progressivement se substituer aux tâtonnements qui ont caractérisé les premières estimations du marché en raison du caractère inédit de la situation.

Le Bureau du budget du Congrès aux États-Unis anticipe une baisse de 40 % (taux corrigé des variations saisonnières) du PIB réel au deuxième trimestre 2020, et les prévisions de bénéfices continuent de diminuer pour 2020 et 2021. Les analystes sectoriels estiment actuellement les bénéfices par action du S&P 500 à environ 135 \$ pour 2020

et à 170 \$ pour 2021, et ces montants sont susceptibles d'être encore revus à la baisse. Les prévisions de marge pour 2020 ont, elles aussi, été abaissées de 11,9 % au début de l'année à 10,1 %.

Les entreprises réduisent, voire retirent, leurs prévisions et les investisseurs ont donc peu de visibilité sur l'évolution de leurs bénéfices et de leur croissance, ce qui devrait a priori amener les ratios cours/bénéfices (PER) à décliner ou à se stabiliser à des niveaux plus bas. Cela obligerait les investisseurs à payer moins cher les bénéfices. Or, les PER à terme des petites, moyennes et grandes capitalisations ont déjà tous compensé leur baisse et ont renoué avec leurs niveaux observés en début d'année, quand ils ne les ont pas dépassés. Les investisseurs sont-ils prêts à payer les mêmes multiples qu'il y a trois mois? Ou se peut-il que le marché ait déjà commencé à anticiper le rebond et paye un multiple moins cher tout en misant sur une hausse des bénéfices supérieure à celle du consensus?

Même si le marché baissier que l'on connaît actuellement semble, à de nombreux égards, plus comparable au krach de 1987, il n'en est pas moins utile d'étudier l'évolution des PER que le marché était prêt à payer durant la crise de 2008-2009. À la fin de 2009, le



marché était disposé à payer les multiples à leur niveau d'avant-crise (octobre 2007), soit à un plus bas d'environ 9x. Cela étant, à cette période, près de 15 mois s'étaient écoulés depuis le début de la correction du marché en septembre 2008 (avec la faillite de Lehman Brothers) et plus de deux ans se sont écoulés depuis le dernier pic des ratios.

Au moment où nous écrivons, environ 35 % des entreprises du S&P 500 ont publié leurs bénéfices pour le premier trimestre 2020. Globalement, la croissance du chiffre d'affaires s'établit juste en dessous de 2 %, tandis que les bénéfices ont reculé de 15 %. Le marché a ajusté ses attentes, ce qui explique que malgré la baisse déclarée des bénéfices de 15 %, l'écart avec les bénéfices attendus n'a été que de 3 %. Fait surprenant et encourageant pour les haussiers, la publication des résultats faisant état d'un recul global des bénéfices a suscité une appréciation du cours des actions d'environ 1 %.

Sur le plan sectoriel, seuls deux secteurs ont jusqu'à présent subi une baisse générale du cours de leurs actions après la publication de leurs résultats : les télécommunications ainsi que le pétrole et le gaz. Les services aux consommateurs, la technologie et l'industrie ont quant à eux bénéficié des réactions les plus positives. S'agissant des titres

individuels, Ford Motor qui a essuyé le pire revers en matière de bénéfices, son BPA étant passé de 41 cents au premier trimestre 2019 à -23 cents, a néanmoins vu son action progresser de 4 %.

Une dernière remarque sur les valorisations relatives : les valorisations des actions étant souvent considérées comme un catalyseur négatif, il est important de s'intéresser également aux valorisations des obligations. En appliquant les PER aux obligations, on obtient un multiple d'environ 150. Celles et ceux qui connaissent le modèle de valorisation des actions de la Fed conviendront qu'avec un rendement réel de l'action du S&P 500 supérieur à 5 % et un rendement à 10 ans de 60 pb, les actions se négocient avec une décote record par rapport aux obligations, ce qui prouve bien que l'on peut faire dire ce que l'on veut aux chiffres !

CONCLUSION

RICHARD BEGGS, Responsable de la Stratégie d'investissement
Private Banks Investments & Advisory

Alors que de nombreux pays commencent à assouplir les mesures de confinement liées au Covid-19 ou l'envisagent sérieusement, et que les gouvernements et les banques mettent en place des plans de soutien considérables pour les entreprises et les employés au chômage technique, les investisseurs ne devraient-ils pas voir plus loin que la crise et miser sur un retour à la normalité d'ici à 2021 ?

Oui, mais en partie seulement. Tout d'abord, comme nous l'avons déjà mentionné, nous ne nous attendons pas à une reprise en V de l'économie et, plus important encore pour les marchés actions, il nous semble hautement improbable que les bénéfices des entreprises en 2021 renouent avec leurs niveaux de 2019.

Deuxièmement, il apparaît que, du moins aux États-Unis, les cours sont supérieurs de près de 30 % (au moment où nous rédigeons ces lignes) à leurs plus bas affichés récemment et inférieurs de 10 % aux plus hauts enregistrés en décembre 2019. Loin d'intégrer une récession prochaine, ces cours augurent, du moins aux États-Unis, d'une reprise presque complète.

Enfin, les marchés du crédit affichent un appétit pour le risque nettement plus mesuré que les marchés actions. Plutôt que de se resserrer, comme l'on pourrait s'y attendre au vu des prévisions de reprise de l'économie et des entreprises, les spreads de crédit à haut rendement et les cours des CDS représentatifs annoncent une dégradation et non une amélioration des conditions.

Les investisseurs dont les nerfs sont mis à rude épreuve par les nombreux aléas survenus et par les incertitudes qui persistent quant à l'avenir peuvent être tentés de considérer qu'ils ont pris trop de risques sur les marchés actions ou dans leur quête de rendement. Ce fort rebond leur offre donc la possibilité d'investir dans des valeurs et de réévaluer leur tolérance au risque.

D'un autre côté, pour les investisseurs qui estiment que la volatilité fait partie intégrante de

l'investissement à long terme, la période de turbulences actuelle est l'occasion d'acquérir des actifs à un prix inférieur à celui affiché ces derniers trimestres, voire ces dernières années.

À mesure que les secteurs qui, plutôt que de simplement survivre à la crise, en tireront parti émergeront (activités en ligne, sécurité logicielle, etc.), les entreprises qui les composent et leurs actions seront de plus en plus convoitées. À vrai dire, les cours des actions de ces rares entreprises qui seront parvenues à tirer leur épingle du jeu pourraient même dépasser les niveaux observés avant la crise liée au Covid-19.

D'ailleurs, un grand nombre de ces actions ont déjà rebondi beaucoup plus fortement que le marché ou ont accusé une baisse inférieure à la moyenne. Pour les entreprises les plus durement touchées dont la survie est en jeu, notamment dans les secteurs de l'énergie, des matériaux et des activités cycliques, la situation est toute autre. Les loisirs et les transports comptent par exemple plusieurs entreprises de détail traditionnelles lourdement endettées.

Leurs actions peuvent, certes, sembler attractives au regard de leur valorisation historique, mais nous restons convaincus qu'il est préférable d'opter pour des portefeuilles simples, liquides et axés sur des entreprises de qualité peu endettées et évoluant dans des secteurs en croissance offrant de belles opportunités en matière d'actions ou d'obligations.

Qui plus est, nous tenons également à rappeler qu'il est quasiment impossible de définir précisément le niveau plancher des actions ou des marchés dans leur ensemble. Par conséquent, après avoir identifié des investissements cibles, il est recommandé de suivre un processus d'achat graduel et presque mécanique. Cette approche se révèle en effet la plus efficace pour générer des performances solides à plus long terme durant les périodes marquées par une volatilité supérieure à la normale et des cours globalement inférieurs.