

La Lettre Trimestrielle

actis asset management

N°79

Juillet 2020

En attendant
le vaccin,
 $2 \times 9 = 20\dots$

actis

asset management

68 avenue des Champs Elysées
75008 Paris
contact@actis-am.fr
www.actis-am.fr
tél : 01.53.23.04.30



En attendant le vaccin, 2 x 9 = 20...

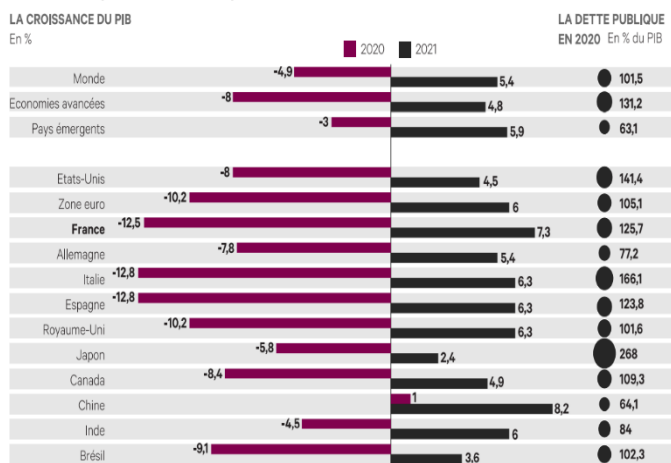
BILAN

On a eu le droit à une ordonnance salée mais ô combien salvatrice de la part des banques centrales qui une nouvelle fois, à grand renfort de rachat d'actifs, se sont précipitées au chevet des économies plongées en coma artificiel le temps du confinement, mais également de la part des gouvernements qui unanimement se sont mobilisés au travers de plans budgétaires massifs.

Dans notre dernière lettre du mois d'avril, les prévisions de récession dans la plupart des régions du monde oscillaient entre -1 et -5%, les actuelles prévisions s'établissent plutôt désormais entre -5 et -10%.

Le trauma est à l'évidence d'une extrême violence, l'impact dévastateur en cette année 2020 est 2 fois supérieur à celui de 2009 sur la croissance mais aussi sur l'endettement et est global, à l'échelle de la planète, à l'image des prévisions du FMI ci-dessous.

Les nouvelles prévisions économiques



LES ÉCHOS - SOURCE : FMI

En effet, jamais depuis 1870, une crise n'aura touché autant de pays, choc sans précédent dans l'histoire comme l'a rappelé récemment une autre grande institution : la Banque mondiale.

Bien entendu encore, ces prévisions ne tiennent pas compte d'une possible seconde vague de contamination dont le risque n'est pas totalement écarté à en juger par les foyers de résurgences à Pékin, Séoul, Tokyo mais aussi dans de nombreux Etats américains (21 sur 51), sortis prématurément du confinement de toute évidence, poussés par le volontarisme de la maison blanche afin d'éviter le KO économique.

Pas étonnant non plus, si plus de 90% de la planète doit connaître une baisse de son PIB par habitant cette année et alors que deux années au minimum seront nécessaires, pour retrouver la trajectoire quittée en février.

Dans les pays émergents, plus clairement, la situation sanitaire reste très préoccupante (notamment en Amérique latine et en Inde) où le nombre de contaminations quotidiennes selon l'OMS est toujours en phase d'accélération depuis le milieu du mois de mai. Malgré ce contexte sanitaire dégradé, de nombreux pays assouplissent les règles de confinement pour tenter de limiter le choc économique en dépit de toute maîtrise de la propagation.

Le décalage, par rapport aux pays développés et la Chine avec lequel ces pays ont été touchés, illustre parfaitement, si besoin était, le degré d'imbrication plus ou moins fort des échanges de personnes et de marchandises entre les différentes régions du monde.

Selon la Banque mondiale, la contraction du PIB dans les pays émergents atteindra -2,5% en 2020 avant un rebond de 4,6% en 2021. Cette perte d'activité ne sera pas sans effet encore pour les pays développés. Les exportations avaient déjà souffert de la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine et ce relais de croissance pour les pays développés manquera de puissance au cours des prochains trimestres.

Un enjeu rappelé par les publications des PMI de l'Allemagne (symbole s'il en est d'une économie ouverte) encore autour de 45 et des exportations en chute de plus de 30% au mois d'avril en glissement annuel au plus fort de la crise mais dont le rebond reste encore très progressif depuis.



En juin, le niveau d'activité en général en occident reste toujours inférieur de 12% à la normale. Certains secteurs sont particulièrement touchés puisque la baisse est de l'ordre d'un tiers pour l'hébergement et la restauration, le transport, la construction ou la fabrication de matériel de transport. Ce sont ces domaines qui restent fortement contraints par les règles sanitaires. Leur redressement reste donc lié à la gestion de l'épidémie et à la capacité des Etats à éviter de prochaines vagues.

Par ailleurs, il n'est pas impossible que de trouver un vaccin reste à l'état de simple hypothèse à l'image des nombreux virus qui sévissent encore depuis ces 30 dernières années et pour lesquels nous n'avons pas encore trouvé de remèdes définitifs, la seule voie étant encore et toujours des traitements thérapeutiques pour contenir la maladie et soulager les patients, ce qui est déjà très important.

Dans cette hypothèse, le redressement des économies sera plus heurté que ne l'espèrent actuellement les marchés, et les entreprises devront faire preuve d'imagination pour adapter leur production et la logistique en conséquence.

Fort heureusement, depuis février, les pays ont beaucoup appris sur le virus et les marges de manœuvres sanitaires à disposition se sont renforcées (masques, tests, protocoles de distanciation sociale, repositionnement de médicaments, plus de moyens financiers, gestion des clusters).

Enfin, jamais dans l'histoire, autant de moyens et de laboratoires pharmaceutiques (132 candidats aux vaccins) n'avaient été mobilisés en même temps pour trouver une parade à ce fléau sanitaire dont les répercussions économiques font naturellement réagir. Parmi les plus réputés, on retrouve les asiatiques avec CanSino, China National Biotec, Sinovac, les américains avec Gilead, Moderna, Johnson & Johnson, Pfizer et les européens avec AstraZeneca, Sanofi, GSK, Roche, Novartis...

Urgence oblige, les protocoles d'élaboration ont été accélérés par rapport aux délais normaux imposés par les autorités sanitaires. Quelques mois seraient nécessaires pour les anglo-saxons et asiatiques quand il faut habituellement 1 à 2 ans d'expérimentation.

Dans l'attente d'une bonne nouvelle en provenance de la recherche, tous les regards se tournent vers les Etats et les banques centrales pour allumer des contre-feux.

RELANCE BUDGETAIRE

En Europe, tous les espoirs de relance budgétaire se concentrent sur la capacité de nos chefs d'Etat à trouver un terrain d'entente sur les modalités dont l'application n'aurait lieu qu'en début 2021.

Cependant, les propositions fortes de la Commission européenne du 27 mai, à savoir une enveloppe de subventions de 500 MM€ et une autre de prêts pour 250 MM€, rencontrent de profondes divergences entre les pays du nord, dits les « frugaux », qui jugent les montants trop élevés et exigent un conditionnement des aides à des réformes dans les pays du sud. Les modalités de financement à savoir un impôt levé par la Commission envisagé pour limiter l'emprunt commun pose également question.

On peut néanmoins compter sur le caractère d'urgence à trouver un compromis dont l'objectif est de relancer la croissance via des dépenses dans les infrastructures, la technologie et les activités pro-climat, à condition de ne pas se perdre dans les méandres des négociations sur la taxe Gafa et le Brexit.

Cette initiative européenne jumelée avec les interventions massives en cours et à venir de la BCE, contenant ainsi tout risque de hausse des taux d'intérêt européens, a déjà permis un retour rapide de la confiance des investisseurs à l'image de la progression de l'euro face au panier de devises et de la contraction des taux d'intérêt des pays périphériques.

En plus des 750 MM€ qui sont en débat, les européens devront se prononcer sur la mise en place du budget pluriannuel entre 2021 et 2027 de 1 100 MM€ sur ces 7 années.

En attendant tous les pays ont mis en place des mesures temporaires pour aider la reprise avec des aides financières aux ménages et aux entreprises (chômage partiel et allègements ou reports de charges).



A l'image de l'Allemagne par exemple dont les montants donnent le vertige :

- 165 MM€ de soutien direct aux ménages et aux entreprises (chômage partiel, moyens sanitaires, prestations sociales et aides, subventions d'entreprises et mesures fiscales ;
- A cela, se sont ajoutés des recapitalisations dans les entreprises, reports d'impôts et prêts/garanties pour un total de 1 250 MM€
- Enfin, 154 MM€ à travers la baisse de la TVA et du prix de l'électricité, les mesures en faveur de la transition énergétique et de la formation, le développement des infrastructures sociales, transports et technologiques.

Soit une enveloppe allemande « colossale » de 1 570 MM€ (40% du PIB).

Aux Etats-Unis aussi, le plan de relance a encore été augmenté de 600 MM\$ portant l'effort à plus de 2 800 MM\$ soit 13% du PIB. Un plan additionnel de 1 000 MM\$ devrait voir le jour au second semestre soit plus proche de 20% du PIB...à destination de la rénovation des infrastructures existantes et du déploiement de nouvelles infrastructures, de la technologie et du social.

A l'échelle mondiale, on estime en moyenne entre 10 et 15% de PIB la facture du sauvetage, soit plus de 10 000 MM\$ en prenant principalement les mesures de relance de 13 pays majeurs.

BANQUES CENTRALES

Aux 750 MM€ annoncés en mars par la BCE, Christine Lagarde double la mise avec 600 MM€ de plus en avril dans le cadre du PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program). La stimulation du crédit est favorisée auprès du système bancaire via le TLTRO en offrant des liquidités à -1% conditionnées à l'octroi de prêt aux PME fragilisées pendant cette crise.

La BCE a également annoncé le lancement d'une série d'opérations de refinancement dites PELTRO en réponse à l'urgence afin de soutenir les conditions de liquidité en zone euro et assurer le bon fonctionnement des marchés monétaires.

Par ailleurs, la BCE a réduit d'un cran ses exigences en matière de rating en acceptant en collatéral des dettes Investment grade certes mais également récemment dégradées en « high yield » (HY).

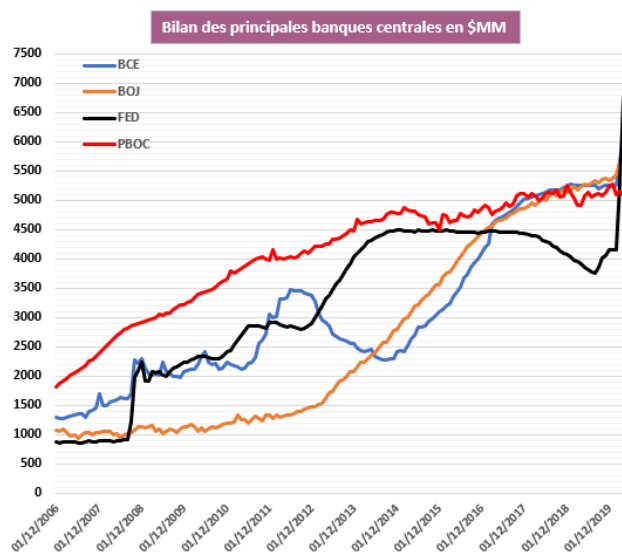
L'Italie classée BBB- peut respirer.

Toutes ces mesures auront mécaniquement pour effet de maintenir bas les taux souverains en monétisant les dettes et éviteront la fragmentation financière au sein de la zone euro.

Outre-Atlantique, la FED a répété inscrire son action dans une optique de Quantitative Easing sans limite en rachetant ses obligations souveraines mais également des obligations Investment Grade d'entreprises privées, des parts d'ETF (trackers) sur les marchés primaires et secondaires et comme la BCE des obligations Fallen Angels (« Investment grade » devenues récemment HY).

Son bilan s'est accru de 3 000 MM\$ de plus pour atteindre 7 trillions de dollars (32% du PIB américain).

On constate dans le graphe ci-dessous la fulgurante inflation (à défaut de l'inflation, la vraie) des bilans des banques centrales depuis 3 mois, pour l'équivalent de 10% du PIB mondial, peu ou prou l'équivalent des dépenses des gouvernements...



Source : Actis/Bloomberg

Nul doute que ces stocks accumulés de dettes publiques et privées lient les mains des banques centrales pour plusieurs années, le temps du retour de la croissance et de l'inflation, si surchauffe de l'économie il y avait. Un rêve nécessitant baisse du chômage, hausse des salaires, désépargne et flambée de certaines denrées...



Seule classe d'actifs à ne pas avoir encore été visée par les achats des banques centrales américaine, européenne et chinoise, la classe actions !

Ce devrait probablement être la prochaine étape du soutien à l'économie à l'image de ce que fait la Banque du Japon (BOJ) depuis de très nombreuses années, même s'il faudra peaufiner le discours politique dans un tel cas...

Cet emploi des montagnes de liquidités aujourd'hui générées aurait le mérite de renforcer les fonds propres directement des entreprises fragilisées ou stratégiques via des prises de participations et pas seulement de gonfler la dette.

ACTIONS

Durant tout ce printemps, les marchés ont évolué en tôle ondulée, rythmés :

- par les craintes de seconde vague de l'épidémie ou la reprise jugée trop lente des économies,
- par les espoirs d'une issue sanitaire favorable et d'une capacité de nos gouvernants et gouverneurs de banques centrales à nous sauver du naufrage à tout moment.

Pour autant, sur la période, force est de constater que les marchés ont fortement rebondi.

L'EuroStoxx (SX5T) a repris, depuis ses plus bas du 18 mars, 37%. Il efface la quasi-totalité de la baisse de mars, mais demeure encore 18% en dessous des niveaux records du 19 février dernier. L'évolution de l'EuroStoxx demeure le reflet de l'évolution des marchés européens dans leur ensemble, avec une granularité géographique donnant toutefois un avantage aux pays du nord de l'Europe plus épargnés.

Concernant l'Asie, les niveaux atteints en fin de 2nd trimestre par rapport à leurs records de janvier/février s'établissent comme suit : pour Shenzhen (-1%), Séoul (-7,5%), Tokyo (-11,9%), HK (-18,9%).

La palme revient, comme souvent, au marché technologique américain entraîné par les Gafam et plus largement par les valeurs du digital, de la robotique et de la santé avec des niveaux supérieurs à ceux d'avant crise Covid-19 pour le Nasdaq (+2,4%).

Les indices plus « classiques » tels les SP500 (-9,2%) et DJ (-14,48%) restent à mi-chemin des marchés

asiatiques et européens en termes de « recovery » par rapport à leurs niveaux pré-Covid. On notera tout de même que ce trimestre est le meilleur qu'ait connu le marché boursier américain depuis 1998 (22 ans), avec +20,54% pour le S&P 500 dividendes réinvestis.

Le fort rebond des marchés a été la résultante de plusieurs facteurs :

- La réaction puissante, rapide et donc rassurante des Banques centrales et des gouvernements pour enrayer la crise ;
- Le sursaut technique consécutif au sell-off terrifiant intervenu en mars au nom de la recherche de liquidités à « tout prix » ;
- Le manque d'alternative aux investissements en actions compte tenu de l'environnement de taux bas et bien souvent négatifs ;
- Le déconfinement progressif dans toutes les régions du monde remettant sur les rails progressivement les économies, à l'allure d'un tortillard néanmoins, n'exagérons rien non plus ;
- Enfin, l'espoir au fil des semaines renforcé que les chercheurs du monde entier parviendront à trouver un remède thérapeutique à défaut d'un vaccin rapide pour atténuer la gravité des symptômes.

Toutefois, à contre-courant de l'optimisme de printemps, qui a semblé s'installer dans les pays développés, lui a succédé, courant juin, un optimisme plus prudent avec le risque d'une possible seconde vague épidémique dont l'ampleur reste difficilement quantifiable.

Les perspectives de bénéfices par actions ont en moyenne baissé tous secteurs confondus de 35% pour cette année mais devrait remonter de 30% en 2021 selon les analystes toujours, soit une masse de BPA 2021 environ 8% inférieure à celle de 2019.

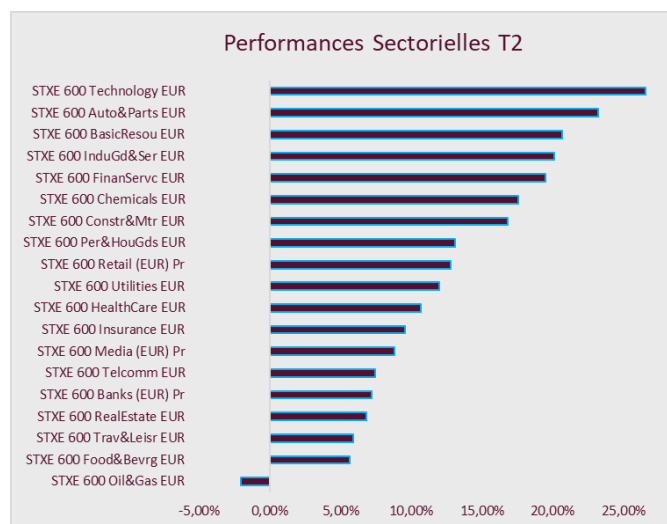
Or, si la croissance retrouve ses niveaux d'avant corona-crise mi-2022, on peut estimer que 2 ans de pertes de croissance équivalent plutôt à 13%/16% (8% en moyenne chaque année) sur 2020-2021.

En clair, les attentes dans l'ensemble restent trop optimistes de 5 à 8%. Si certains secteurs comme la technologie et la santé sortiront renforcés de la crise, d'autres plus cycliques (auto, aérien, chimie, matériaux de base, tourisme, pétrole) seront durablement pénalisés en dépit de ce que peut laisser supposer parfois le comportement observé par secteurs dans cette



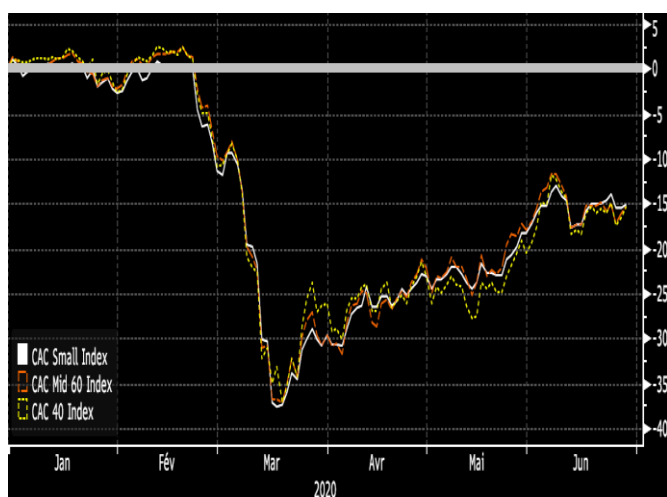
phase de rebond au cours de ce second trimestre (voir graphique ci-après).

Cette analyse dépend bien entendu des progrès médicaux qui pourraient avoir lieu entre temps.



Source : Actis/ Bloomberg

La taille des entreprises n'est toujours pas un facteur différenciant durant cette phase mouvementée. Small, mid et large caps évoluent dans un mouchoir de poche depuis 6 mois (voir évolutions ci-dessous).



Source : Actis/ Bloomberg

Les small caps continuent d'afficher des niveaux de valorisation de 19,9x les bénéfices vs 18,2x pour les

larges caps européennes sur les projections PE 12 mois forward à juin 2021 (source Factset), bien au-dessus de leur moyenne 10 ans proche des 12,5.

Les entreprises small caps, peineront à surperformer tant que l'épidémie perdurera, plus sensibles qu'elles sont dans leur ensemble aux chocs externes que les larges caps, dont les ressources s'avèrent plus abondantes.

La thématique des valeurs de qualité, moins volatiles, reste d'actualité en termes de surperformance par rapport aux cycliques décotées, tant que les incertitudes sur le front sanitaire demeurent. Le PE médian des valeurs de qualité à ce propos s'est nettement détendu de 3 points par rapport au pic de février 2019 et reste 3 points au-dessus du PE moyen Stoxx 600, écart moyen que l'on observe depuis 5 ans.

Dernière fausse vérité que l'on entend bien souvent : NON les Etats-Unis ne sont pas si chers comparés à l'Europe.

En effet, si vous retraitez l'indice S&P 500 des Gafam, nous observons des niveaux de valorisation extrêmement proches de 20,3x pour le S&P 500 et de 18,5x pour le Stoxx Europe 600 soit un écart observé depuis au minimum 5 ans.

Or l'économie américaine étant plus fermée (degré d'ouverture de 15) que son équivalente européenne (contrairement à ce que l'on peut penser), le marché américain possède le double avantage de moins supporter les incertitudes liées aux relations commerciales (qu'il régit d'ailleurs largement), et d'être libellé dans la devise dollar qui joue souvent le rôle de valeur refuge et amortit également les chocs boursiers.

Il est vrai enfin que la performance des indices américains peut faire pâlir d'envie les indices européens, qui souffrent de l'absence totale sur le vieux continent de fleurons technologiques devenus puissants financièrement et boursièrement parlant, car omniprésents dans notre quotidien (et c'est encore plus vrai durant la période de confinement que nous venons de vivre et compte tenu des nouvelles habitudes de télétravail qui s'imposent de plus en plus).

TAUX

La baisse des rendements des obligations Corporate s'est accélérée grâce à l'interventionnisme des banques



centrales, les mesures efficaces de confinement et le regain d'optimisme à l'image des marchés boursiers.

Par ailleurs, la dégradation attendue de la qualité de crédit des émetteurs sera contenue par le soutien des banques centrales qui contribuera à limiter les faillites.

Sur le primaire Investment grade corporate, l'appétit des investisseurs reste fort à en juger par le taux moyen de couverture de 4 et les primes d'émissions limitées.

200 MM€ ont été émis ce trimestre soit un rythme hebdomadaire de 15 MM€ (le double de 2019), masse sur laquelle le BCE a acquis près de 10%.

Dans cette mouvance, les indices Itraxx crossover se sont progressivement resserrés de 571 à 382 points, et l'Investment grade de 96 à 67, soit les niveaux de début mars, les 2/3 de la dégradation du printemps ayant été récupérés.

Cependant, on peut estimer que sur le high yield, la sélectivité des signatures sera cruciale à l'horizon de l'automne quand les mesures d'aides d'urgence annoncées comme temporaires s'allégeront.

Et cela est d'autant plus vrai notamment en Italie, UK, et dans les secteurs les plus fragiles (pétrole, tourisme, loisirs, distribution, auto).

En France, selon Moody's près de la moitié des entreprises pourraient voir leur note baisser dans la deuxième partie de l'année et en 2021.

Les sociétés les plus touchées seront celles dont la dette est déjà en catégorie spéculative.

La sortie du confinement n'empêchera pas la structure financière des entreprises françaises de continuer de se détériorer au cours des 18 prochains mois. Elles émergent affaiblies par le confinement et vont maintenant devoir affronter une crise économique importante.

Près de la moitié des notes des sociétés françaises évaluées par l'agence américaine sont assorties d'une perspective négative, une proportion particulièrement élevée par rapport à décembre 2019 (20%) ou 2018 (15%). Le rythme des dégradations a donc toutes les chances de s'accélérer dans la deuxième partie de l'année puis en 2021.

En Europe, toujours selon Moody's, le taux de défaut des sociétés avec une dette high yield (à haut rendement car risquée) devrait passer de 2% en 2019 à 6% en mai 2021. Outre la dégradation de leur solvabilité, 15% des entreprises notées ont des problèmes de liquidité à

l'image de Solocal, Novartex (La Halle) ou Technicolor par exemple déjà notées Caa3. Dans les secteurs comme le tourisme, la restauration, la distribution, le secteur automobile ou certains équipementiers aériens, la problématique est évidente.

Ainsi et c'est déjà presque le cas à ce jour, il sera impossible et pour longtemps pour un investisseur d'être rémunéré lorsque ce dernier est averse au risque :

Moyenne cumulée des taux de défaut pour les obligations d'entreprises (1981-2019) (%)							
Europe							
Notation	Horizon de temps (années)						
	1	2	3	4	5	6	7
AAA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
AA	0,00	0,03	0,06	0,13	0,19	0,26	0,30
A	0,03	0,07	0,11	0,16	0,25	0,32	0,42
BBB	0,06	0,18	0,31	0,43	0,51	0,72	0,90
BB	0,32	1,13	1,93	2,71	3,74	4,54	5,32
B	2,00	5,19	8,16	10,52	12,43	13,70	14,52
CCC/C	26,55	35,16	38,33	41,35	42,89	42,89	43,67
Investment grade	0,04	0,10	0,16	0,24	0,32	0,43	0,53
Speculative grade	2,59	5,05	7,08	8,76	10,23	11,21	12,00
All rated	0,71	1,38	1,93	2,37	2,75	3,03	3,26

Source Standard & Poor's

Rendement des obligations d'entreprises (%)							
Europe							
Notation	Horizon de temps (années)						
	<1	1-3	3-5	5-7	7-10	>10	
AAA	-0,26	-0,27	-0,25	-0,19	-0,08	0,29	
AA	-0,17	-0,13	-0,08	-0,01	0,19	0,45	
A	0,18	0,22	0,39	0,57	0,70	1,01	
BBB	0,69	0,85	1,00	1,23	1,41	1,89	
BB	2,39	3,17	3,16	3,33	3,69	4,29	
B	4,73	7,62	5,69	5,15	5,63	9,19	
CCC/C	13,26	11,51	11,42	6,56	7,39	25,37	
Investment grade	0,11	0,17	0,27	0,40	0,55	0,91	
Speculative grade	6,79	7,43	6,75	5,01	5,57	12,95	
All rated	2,97	3,28	3,05	2,38	2,70	6,07	

Source Bloomberg - Actis

Les 2 tableaux ci-dessus résument bien la problématique de l'investisseur soucieux de conserver à minima son pouvoir d'achat.

Sur la partie « Investment Grade » la prime de risque autrement appelée prime de terme, permettant un surcroît de rémunération pour faire face aux aléas économiques, a quasiment disparu, surtout si l'on tient compte de l'inflation si faible soit-elle. Seuls les fonds euros (mais pour combien de temps encore ?) tirent leur épingle du jeu, pour peu que l'on puisse encore y souscrire...

Bon, si vraiment vous insistez à ne pas vouloir supporter un risque de défaut, l'état Autrichien a pensé à vous en lançant, fin juin, une nouvelle obligation à 100 ans de 2 milliards d'euros à 0,88%. Et pour preuve que les anticipations d'inflation sont faibles, les offres ont atteint



pas loin de 18 milliards ! A titre de comparaison, il y a trois ans, l'Autriche avait obtenu un taux d'intérêt de 2,1%, passé à 1,2% il y a un an sur cette même durée.

PETROLE

Sur le pétrole, la situation s'est normalisée au cours de ce second trimestre.

Le cours du Brent est repassé de 22,74\$ à 41,15\$ après un bref passage en avril à 19,3\$ soit une hausse de 80,95% mais encore bien éloigné des niveaux pré-Covid de 59\$, la demande mondiale ayant chuté de 9 millions de barils/jours cette année, une contraction de près de 10% qui ramène le marché de l'or noir dix ans en arrière.

Ce sursaut de l'or noir a été rendu possible grâce :

- Au maintien des coupes de production de l'OPEP+ à leur niveau actuel jusqu'à fin juin.
- Au durcissement de ton contre les pays qui n'ont pas respecté leurs engagements jusqu'ici, indiquant que l'OPEP+ n'aurait aucune tolérance pour ces pays-là, les saoudiens faisant le pari d'une meilleure cohésion, enjeu central, entre les membres de l'organisation. Ces pays se sont engagés à contrebalancer leur surproduction dans les mois à venir et à réunir un comité de contrôle tous les mois pour le vérifier en vue de rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande affaiblie par le marasme ambiant.

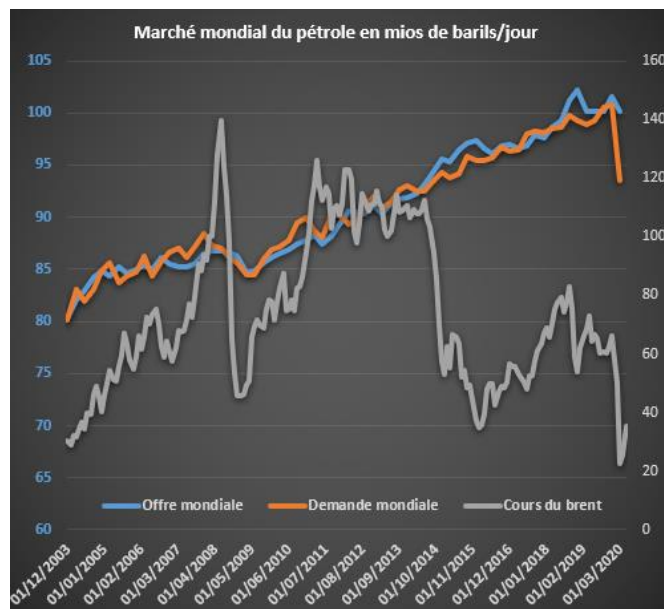
Les niveaux actuels satisfont déjà les russes qui retrouvent le seuil d'équilibre de leurs finances publiques.

Toutefois cette hausse devrait être modérée désormais :

- Avec le redémarrage d'une partie de la production américaine ;
- Avec l'écoulement seulement progressif des stocks mondiaux encore trop importants.
- Avec le non-renouvellement dès le mois de juillet des coupes volontaires additionnelles de 1,2 Mb/j, dont l'Arabie saoudite assumait la charge avec ses plus proches partenaires au printemps.

L'Arabie saoudite et la Russie jouent les équilibristes donc, afin de maintenir les cours hauts pour soutenir leurs économies. Elles essayent de limiter cette hausse, afin de contenir le retour des pétroliers de schistes américains sur le marché dont les cours redeviennent

plus rentables mais encore éloignés des 55\$, seuil critique pour de nombreux producteurs du permien.



Source : Actis/ Bloomberg

OR

L'or continue de progresser assurant pleinement son rôle de diversification des actifs mais surtout de valeur refuge en cette période encore incertaine.

Propulsée proche des 1600\$ l'once durant la débâcle boursière, la relique barbare poursuit sur sa lancée en direction des 1800\$ portant la performance depuis le début de l'année à un confortable +17,38%, de loin une des meilleures performances tout actif confondu.

PERSPECTIVES

Le marché a bien rebondi mais le catalyseur principal d'une poursuite des marchés actions au-delà de toutes les mesures de soutien prises, demeurera la levée des craintes concernant la situation sanitaire dépendante d'un meilleur respect des consignes de sécurité de la part des populations.

Ce retour de la confiance prendra du temps.

Les autres écueils à éviter, et ils restent encore nombreux, seront :



- Le chômage et les faillites d'entreprises, en pas trop grand nombre espérons-le, au sortir des aides temporaires qui pourraient mettre à mal les espoirs de reprise dans le monde ;
- Le compromis européen sur le plan budgétaire ;
- Les relations commerciales entre les grands blocs USA-Chine-Europe ;
- Les négociations liées au Brexit.

Si l'épidémie est enrayée, le choix des investisseurs devrait se porter en priorité sur les entreprises peu endettées, profitant des plans de relance comme les infrastructures, plus cycliques et subventionnées, plus exportatrices comme en Allemagne.

LA VIE DES FONDS

Alors que **SCR Optimum** avait fait preuve d'une belle résistance au 1^{er} trimestre en délivrant de la performance, le fonds a subi un retour de fortune sur le 2^{ème} trimestre. L'essentiel de l'explication provient de notre absence de pondération sur 4 valeurs occupant le 1^{er} décile de l'EuroStoxx et qui sont : ASML, Sanofi, Linde et Siemens. Ce n'est pas que nous ne les aimons pas mais que nous avons d'autres valeurs de ces mêmes secteurs qui se paient moins cher et dont nous attendons un rattrapage à l'image d'Air liquide Vs Linde ou encore Bayer AG Vs Sanofi. Et ce n'est pas faute de ne pas être absent de la santé puisque le fonds est net long de 5%.

Autrement dit, le style de gestion « Momentum » ou suivi de tendance continue d'avoir le vent en poupe, mais jusqu'à quand, probablement la prochaine bulle...

Parmi notre biais long (hors valeurs de l'EuroStoxx 50), les choix d'être toujours présent sur Biomérieux, Esker, Kone mais aussi Téléperformance ou Rubis sont restés judicieux, mais n'auront pas suffi à compenser notre légère surpondération sur les valeurs pétrolières (Eni et Total) ou notre approche contrariante sur Société Générale.

Rentoblig progresse de 1,94% sur le mois de juin et de 5,61% sur le trimestre. Cette bonne performance s'explique par un regain d'appétit pour le risque des investisseurs sur la période. Ainsi les indices crédits se sont resserrés respectivement de 29 points et de 189 points pour l'Itraxx Main (67 à fin juin) et le Xover (382 à fin juin). Autre bonne nouvelle, nous avons évité l'écueil

Wirecard. Sur le trimestre, la sensibilité a évolué de 1,87 à 3,32. Dans un univers de taux bas, nous conservons une approche flexible sur la durée afin de capter des mouvements de marchés et augmenter ainsi la performance d'un fonds de portage classique.

Iliad (NR) s'est présenté sur le marché primaire obligataire la semaine dernière pour émettre finalement 650M€ à 6 ans à MS+285 après avoir annoncé MS+320. Nous avons décidé de participer au placement en vendant en face la souche 2025 que nous détenions.

Cela a permis de capter une prime attractive en contrepartie d'un rallongement de la maturité d'une année supplémentaire.

Résumé de l'opération :

Vente : Iliad 1 7/8% 2025 : 2,19% (500k€)

Achat : Iliad 2,375% 2026 : 2,64% (1M€)

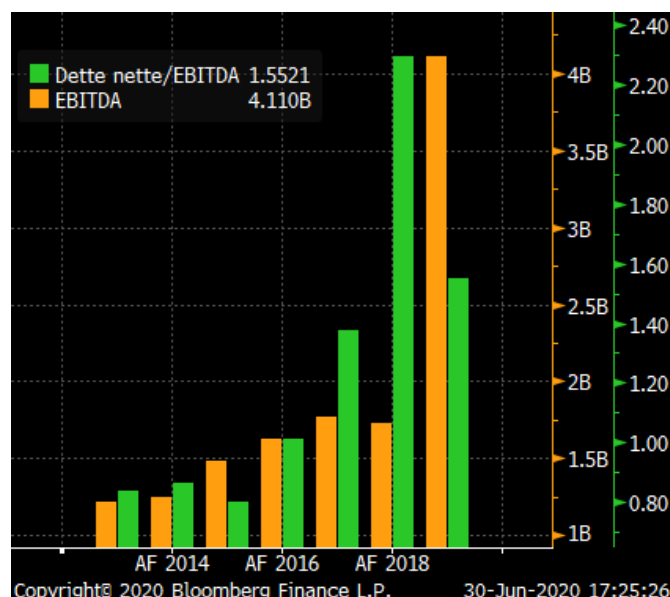
Gain sur le rendement : 0,45%

Pour mémoire, Iliad a publié des chiffres T1 2020 en ligne avec les attentes, des revenus de service 1% supérieurs aux attentes avec des revenus fixes en ligne et de bons revenus mobiles :

- CA +6,9% sur les 3 premiers mois de l'année à 1,38 Md€ dont 1,23 Md€ en France
- +9,6% en revenus de service

Iliad décrit un impact financier limité de la crise sanitaire à date qui va avoir un impact sur les déploiements.

Il confirme sa place de leader dans la conquête client sur la fibre. Evolution de l'EBITDA et du levier :



Source : Actis/ Bloomberg



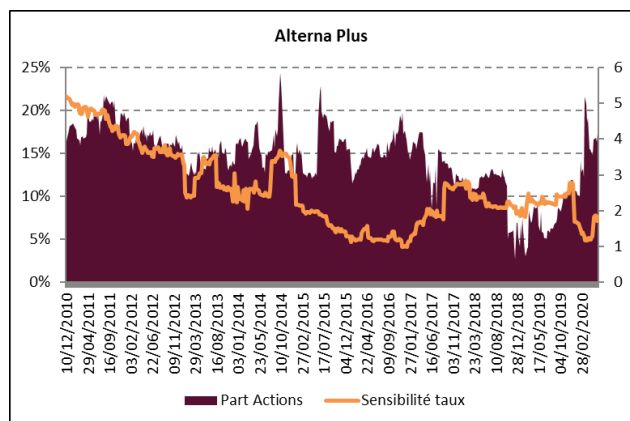
A titre de comparaison, une obligation Orange 1,25% 2027 (BBB+) rémunère 0,40%.

Dans l'environnement de taux bas actuel, Iliad semble donc être un émetteur attractif :

- Secteur à forte visibilité
- Capable de faire de la croissance en préservant sa marge
- Emet à un spread important (MS+285 à 6 ans) par rapport à ses comparables
- Avec un levier financier maîtrisé
- Dont l'actionariat est familial

Sur le Trimestre, **Alterna Plus** progresse de +6,39% contre +2,38% pour son indice de référence.

Alors que l'exposition actions était encore à 10% à février, nous avons progressivement et rapidement participé à la forte chute des actions pour la remonter à près de 22% au 20 mars dernier. Des prises de bénéfices évidentes, car rapides, ont été réalisées depuis, et l'exposition actions a été ramenée au milieu du gué de nos bornes (0-30%).



Source : Actis/ Bloomberg

Côté obligataire et à titre d'exemple, nous avons participé à du primaire en souscrivant à une 10 ans Covivio (anciennement Foncière des Régions). Reoffer : 99,488 / rendement 1,681% / MS+180 bps. Dans l'équilibre du portefeuille, la partie 5 ans représente déjà 11% et la zone 2024-2026 c'est 1/3 du portefeuille, nous avons donc préféré mettre du 10 ans de surcroît sur une nouvelle échéance et d'autant que nous sommes couverts par du Bund. Sur le résidentiel et l'immobilier de bureau, Alterna Plus n'est pas présent et peut se permettre d'aller chercher de la prime de rémunération,

eu égard à la crise actuelle et à la défiance des investisseurs sur certains secteurs dont celui-ci. Toutefois, le portefeuille de Covivio est représenté à 60% de bureaux (pour un taux d'occupation de 97% proche de ses plus hauts) et 24% de résidentiel. Le groupe n'est exposé qu'à 15% sur l'hôtellerie, qui devrait redémarrer ces prochains jours et dont le principal client est Accor (28% des 15%). Le ratio LTV est rassurant à 38,3% et n'a fait que baisser sur les 5 dernières années et le groupe est noté BBB+ par S&P avec une perspective stable.

Le prix indicatif était MS+220 et réduit à MS+180. Le livre d'or explique cette réduction de spread eu égard au 2,5Mds de demande pour une émission de 500M.

Sur la partie courte du portefeuille nous avons acheté une obligation convertible Airbus 2021 qui offre l'avantage de proposer un rendement positif (+0,95%) pour un rating encore A et un delta action faible. Mais sur ce segment de marché, c'est sans aucun doute notre participation à la convertible Safran qui s'est révélée opportune sur le trimestre et pour laquelle nous avons prix une partie de nos bénéfices sur 1/3 de la position avec une plus-value supérieure à 13%.

TrendSelection PEA Evolutif réalise une belle entame 2020 avec une performance de -5,13%, soit 3,47% au-dessus de son indice de référence, réalisant sur le trimestre +9,60% contre +5,69% pour l'indice composite. Avec une exposition actions relativement prudente en début d'année proche de 48%, le fonds a fortement bénéficié de la chute brutale des actions pour atteindre les 75% à la mi-mai.

Ainsi, le portefeuille a été remanié avec 2 types de valeurs qui ont été renforcées. En premier lieu, des valeurs de fonds de portefeuille à l'image de Total SA, Dassault Systèmes ou Air Liquide, mais aussi des valeurs massacrées (à juste titre) dont nous sommes convaincus que le cas d'investissement ne sera pas remis en cause une fois la crise sanitaire enrayée. Ainsi nous avons renforcé nos positions sur Michelin, Sodexo, Akka Technologies ou encore Bayer AG.

Parmi les nouveaux entrants, Oeneo est venu étoffer notre allocation. En plus d'une dynamique de croissance sur son marché à travers le monde et d'une position de leader, le groupe dispose de bons fondamentaux. Enfin,



nous sommes convaincus que la Famille Heriard-Dubreuil, actionnaire majoritaire avec 71,6% du capital, n'hésitera pas à lancer de nouveau une OPAS si le titre ne se redresse pas, sachant que le titre se traite 18% en dessous du prix offert en février dernier...

GTA France affiche une hausse de 15,18% sur le trimestre contre 13,14% pour le CAC 40 dividendes réinvestis, augmentant encore l'écart de 2% supplémentaires sur son indice (soit près de 4% sur le semestre) pour terminer -12,61% en Ytd (+393 bps).

L'exposition actions a continuellement progressé de 94% à 108% pour légèrement revenir à 105% fin juin pour s'adapter à l'évolution de la situation sanitaire dans le monde.

Schneider, ASML, ont été renforcés, ADP et Airbus également mais plus dans une optique de trading pour partie.

Robertet, spécialiste des arômes et parfums a fait son entrée dans les valeurs familiales de qualité (4% du capital détenu par le suisse Givaudan) ainsi que Dassault Systèmes.

En revanche, ont été soldées les valeurs du secteur auto Michelin et Akka technologies mais également Aurès Technologies par manque de visibilité compte tenu du marasme ambiant du secteur de la restauration et des commerces, Vivendi pour des raisons de valorisation et Danone pour parer aux risques de déception liée à des résultats inférieurs aux prévisions.

GTA France continue à se renforcer sur les valeurs familiales et entrepreneuriales, cette proportion se rapproche des 50% du fonds désormais.

TrendSelection International (TSI) progresse de 14,40% sur le trimestre contre 16,60% pour le MSCI World. TSI affiche une performance honorable de -1,07% en 2020 contre -5,82% pour l'indice MSCI World NR (+475 bps).

L'exposition actions a augmenté progressivement de 72% à 97% sur la période au fil du déconfinement dans les différentes régions pour légèrement redescendre à 92% fin juin à la suite de la résurgence de foyers de contamination dans les pays développés et de la prolifération discontinue dans les pays émergents.

Nous avons allégé courant mai le secteur aérien à travers ADP, MTU Aeroengines et Safran, valeurs que nous avions renforcées en mars. Le secteur restant en souffrance, nous continuons à améliorer ces positions de fond par des aller-retours.

Les valeurs pétrolières Chevron et Total ont été soldées en avril à la suite de la remontée du pétrole qui atteint désormais un palier.

L'exposition aux valeurs japonaises a été renforcée avec l'entrée en portefeuille de 3 nouvelles valeurs Shimano (équipementiers vélo), Obic (informatique pour les PME) et Nihon M&A (conseil en gestion pour PME), l'économie PME de l'archipel étant plus protégée que beaucoup de régions du monde par la crise du coronavirus.

Le chocolatier suisse Lindt a également fait son entrée dans la sélection en tant que valeur défensive.

Cisco et Avery Denison ont été intégralement soldés, leurs valorisations nous paraissant justes par rapport au contexte.

Rédigée par l'équipe de gestion le 7 juillet 2020



Ce document est un document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, diffusé à des fins d'information et ne saurait en aucun cas s'interpréter comme constituant une offre de vente ou sollicitant une offre d'achat de titres qui y sont mentionnés. L'opinion formulée dans le présent document ne saurait en aucun cas se substituer au jugement de son destinataire. Les informations fournies dans ce document n'ont aucun caractère exhaustif et leurs précisions ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent l'opinion d'Actis AM à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Actis Asset Management, agrément AMF GP –06000042 du 20/12/2006.

L'Equipe de Gestion



- ▶ Alexandre FERCI
- ▶ David LETELLIER
- ▶ Christophe GAUTIER

actis asset management

68, avenue des Champs Elysées – 75008 Paris

Par téléphone +33(0)1 53 23 04 30

Par Fax +33(0)1 53 23 04 31

Par E-mail contact@actis-am.fr

Site Internet <http://www.actis-am.fr/>