

La Lettre Trimestrielle

actis asset management

N°80

Octobre 2020

La Tech dans
les nuages
avec les pieds
à la maison

actis

asset management

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



La Tech dans les nuages avec les pieds à la maison

BILAN

Au regard des deux premiers trimestres de cette année, ce dernier fut nettement plus calme. Surtout si l'on suit les évolutions des indices. En revanche, individuellement, certains titres, surtout les techs, ont connu la fièvre estivale quand d'autres, ceux du monde d'avant, ont exploré les abysses (d'où l'expression de « reprise en K »).

Le comportement de L'indice VIX (indice de la peur) en a été la meilleure illustration. Celui-ci qui oscillait autour de 30 a chuté à 20 entre début juillet et août puis est remonté à 30 en fin de trimestre (encore plus patent sur le Vix Nasdaq (VXN) remonté subitement en 1 mois de 26 à 42). Pour mémoire ce même VIX avait bondi à 82 mi-mars au plus fort de la crise.

Les raisons principales de ces nouveaux excès restent :

- La nouvelle dégradation de la situation sanitaire (émergence de la seconde vague tant redoutée) avec des foyers de reconfinement çà et là ;
- Une relance budgétaire américaine qui ne voit pas le jour ;
- Des élections présidentielles américaines à l'issue incertaine, tant sur l'identité du candidat, que sur le calendrier si ce scrutin devait être tranché sur le plan judiciaire (Cour Suprême), comme en 2000, en cas de défaite courte de la part d'un président républicain mauvais perdant.

Cette volatilité exacerbée a aussi été entretenue par l'arrivée de nouveaux investisseurs inexpérimentés et instables, attirés par les sirènes des plateformes de trading à frais réduits telles Robinhood, et qui ont jeté leur dévolu sur les titres très tendance et disruptifs comme Zoom Media, Tesla, DocuSign, Shopify, Peloton notamment.

Enfin, les remous sur les marchés n'ont pas été affectés uniquement par l'irruption de turbulents traders de la forêt de Sherwood, mais ont été démultipliés par l'intervention surprise d'une énorme baleine japonaise en l'occurrence Softbank. Celle-ci, réputée d'ordinaire pour ses paris long terme sur la technologie mondiale, aurait pris, via des positions optionnelles tel un hedge

fund, des paris haussiers très audacieux sur les géants de la tech américaines, déjà très correctement valorisés pour près de 4 MM\$ investis avec effet de levier de 10.

Sur le plan économique cet été, les indices d'activité se sont globalement redressés avec l'espoir d'une solution rapide à la crise sanitaire offrant un regain d'optimisme aux opérateurs et aux instituts de statistiques.

Néanmoins, la résurgence de la contagion qui a accéléré en septembre, plus le rappel des autorités de régulation type FDA concernant son intransigeance à raccourcir les délais d'autorisation de mise sur le marché de vaccins, sont venus doucher les ardeurs et repousser l'horizon probable d'une véritable libération de l'économie.

Avec la seconde vague qui s'installe, tous les Etats se trouvent contraints d'adopter des mesures de plus en plus restrictives et avec de nombreux secteurs déjà fragilisés, il est à craindre que le 4^{ème} trimestre vienne anéantir les efforts accomplis et espoirs du précédent.

On notera enfin qu'en Europe, d'autres risques politiques s'ajouteront avec notamment les négociations houleuses autour du Brexit (voir plus bas).

En conséquence, les marchés, hormis la tech, ont évolué dans un canal latéral, sans grande conviction, dans l'attente de réels catalyseurs. Toutefois, on notera que les incantations des adeptes de la value ont été entendues depuis début septembre, avec une modeste surperformance de 2% environ, au détriment de la croissance, grâce au sursaut de l'automobile (hausse des immatriculations) et le rebond des matières premières (rebond de la Chine).

L'impact sur les différents secteurs sera plus diffus et dépendra de l'intensité de cette seconde vague.

Si les étapes de confinement ressemblent à celles déjà expérimentées, alors il y a fort à parier qu'il faudra miser sur les mêmes valeurs qui ont tracté vers le haut les indices ces 6 derniers mois.

En revanche, si les doutes sont peu à peu levés, les secteurs en souffrance (finance, énergie, tourisme, boissons, hôtellerie...) devraient être plus recherchés, sans pour autant que les stars de cet été soient complètement délaissées tant les tendances de fond sont inscrites pour longtemps.



Néanmoins concernant les secteurs de l'hôtellerie, de la restauration et de l'évènementiel, même si l'appréciation était forte, cette dernière, à elle seule, ne suffirait pas à entrainer les indices très hauts puisque leur pondération ne dépasse plus 6% des indices type MSCI Europe et S&P 500.

RELANCE BUDGETAIRE

Toujours pas d'accord ou de compromis sur l'enveloppe allouée à la relance budgétaire aux Etats-Unis : les démocrates souhaitent 2200 MM\$, quand les républicains auraient accepté l'idée de 1600 MM\$ pour l'heure, soit un désaccord de quelques 600 MM\$, l'équivalent de l'ensemble du plan de sauvetage américain de 2009 (700 MM\$) !

Pourtant le temps presse au moment où les indices d'activité s'essouffent et que l'épidémie reprend de la vigueur un peu partout. Or, plus on tarde et plus le coût économique d'une absence de compromis et de relance additionnelle s'amplifie, compliquant plus encore la tâche de la Fed seule au chevet de l'économie même si, elle l'a encore réitéré, son soutien restera indéfectible pendant de nombreux trimestres.

La date du 2 octobre est évoquée comme date butoir, puisque la campagne électorale commençant, les élus sont censés quitter le Congrès.

Chômage et croissance sont suspendus à la reconduction des aides de l'Etat aux ménages américains au-delà de la mi-octobre, celles-ci ayant déjà été réduites de 600 à 400 \$ par semaine (puis soumises à des restrictions plus fortes).

Certains élus républicains qui étaient opposés à la poursuite de cet effort, prendront-ils le risque de stopper net la reprise à quelques semaines des élections ?

A ces vents contraires, doit également s'ajouter l'impact des tensions commerciales qui restent prégnantes aux Etats-Unis avec de nombreux partenaires.

Le jugement rendu par l'OMC considérant que les Etats-Unis avaient violé les règles avec l'adoption de taxes douanières contre la Chine, renforce le risque d'une rupture de Washington avec l'institution. Tout dépend de l'attitude de Donald Trump sur ces questions d'échanges commerciaux en pleine campagne électorale.

Un supplément d'agressivité renforcerait le climat d'incertitude et d'absence de visibilité pour les acteurs du commerce international.

En Europe, la question budgétaire à 1850 MM€ sur 30 ans (1100 MM€ jusqu'en 2027 puis 750 de 2028 à 2058) s'articulerait autour des thèmes principaux suivants : la transition énergétique (le Plan Vert Européen prévoit 1000 MM€ sur 10 ans), le numérique, la relance de l'économie par le soutien aux secteurs fragilisés et la promotion d'un nouveau programme de recherche commun pour la santé et la recherche.

L'autre enjeu majeur demeure donc le vote des députés européens concernant le plan de relance de 750 MM€ (pour les 30 prochaines années). Si ce vote n'est pas contraignant, il doit permettre à la Commission européenne de lancer l'emprunt sur les marchés financiers. Cela ne sera possible qu'avec une garantie que ces fonds pourront être remboursés à partir de 2028 via la constitution de nouvelles ressources propres et la validation du budget pluriannuel.

Le Parlement souhaite que les Etats membres s'engagent juridiquement et dans le détail sur ces ressources propres (taxes plastique, carbone aux frontières, numérique, transactions financières, harmonisation de l'impôt sur les sociétés...). Or, certains pays où la fiscalité est déjà élevée pourraient se montrer réfractaires.

Cette étape est indispensable pour conserver le gain de confiance vis-à-vis de la solidité européenne et impacte l'évolution de la monnaie unique.

Enfin, dernier point, le Brexit.

La possibilité de rupture entre Londres et Bruxelles reste d'actualité du fait de la loi sur le marché intérieur britannique violant l'accord trouvé l'année dernière concernant la frontière irlandaise. Selon Boris Johnson, ce projet de loi permet surtout de redistribuer les cartes dans les négociations alors que de nombreux points d'achoppement persistent entre les deux parties.

BANQUES CENTRALES

Cet été, les banques centrales ont réaffirmé leur soutien inconditionnel aux marchés via une politique de taux bas maintenue pour les prochaines années en renfort des politiques budgétaires des Etats.

Sans pour autant intensifier son action (taux directeurs et montant d'achat d'actifs identiques) et revoyant



significativement à la hausse ses prévisions de croissance et d'inflation, **la Fed** a lors de son dernier comité ajusté sa « forward guidance » avec un biais plus accommodant. Celle-ci a précisé qu'elle ne relèverait pas ses taux avant au moins 2023, en espérant que l'inflation s'ancre de manière durable et crédible autour de 2%. L'objectif affiché est de renforcer la vitalité du cycle économique qui se profile et permettre ainsi au marché du travail de montrer à nouveau des signes de surchauffe.

Le scénario de la reprise américaine se matérialise plus rapidement que prévu (prévisions de croissance pour 2020 passées de -6,5% à -3,7%), mais la suite reste conditionnée à un accord budgétaire à Washington avec des aides aux ménages renouvelées notamment sans quoi un soutien monétaire restera plus que nécessaire.

Au Japon, la banque centrale (BOJ) a également adopté la positive attitude face au rebond de la croissance (lente et progressive) et laissé sa politique monétaire inchangée, ultra-accommodante alors que l'épidémie reste sous contrôle. Elle devrait rester en accompagnement du nouveau gouvernement Suga sans changement majeur toujours en faveur des « abenomics » de son prédécesseur soit une politique budgétaire et monétaire très expansionniste.

Pour **la Banque d'Angleterre (BOE)**, l'équation est plus complexe du fait du Brexit. Elle devrait attendre d'avoir plus de visibilité avant de prendre de nouvelles mesures. Sorti très tardivement du confinement, le Royaume-Uni a bénéficié, à l'instar des autres pays européens, d'un effet rattrapage puissant.

L'indicateur de PIB mensuel indique un passage du taux de croissance de -25% en avril à -11,7% en juillet. Le chemin est encore très long mais la dynamique est favorable. Sa poursuite restera toutefois très liée à l'évolution de l'épidémie et une certaine prudence s'imposera à la Banque d'Angleterre. Mais la principale zone d'incertitude à court terme sera le Brexit.

Un échec dans les négociations et un no deal pourrait mettre un coup d'arrêt brutal au redressement économique attendu en 2021, lorsque la page de l'épidémie pourra être tournée. Pour la banque centrale, il est donc indispensable de conserver des marges de manœuvre et elle ne se précipitera pas pour agir afin de calibrer au mieux sa réponse.

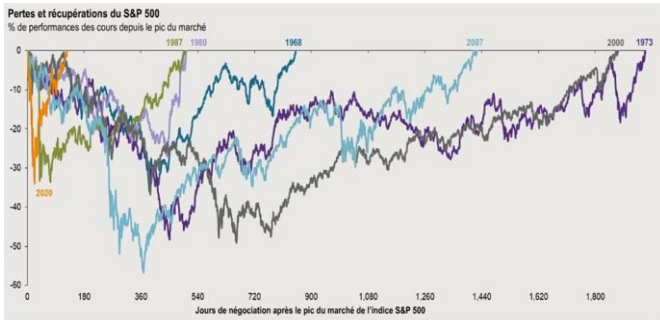
Un scénario tablant sur un accord reste probable alors que les déclarations de Joe Biden récemment témoignaient du risque qu'est en train de prendre Boris Johnson avec son texte. Toutefois, beaucoup de points de frictions demeurent sur le respect des réglementations européennes pour garantir un commerce équitable, la gestion de la frontière nord-irlandaise, de la pêche, de la finance et le dossier des aides publiques.

Côté européen, la présidente de **la BCE** a rappelé qu'il était essentiel que les gouvernements de la zone euro continuent d'œuvrer pour la reprise via des politiques budgétaires expansionnistes, évoquant particulièrement la prolongation des programmes de chômage partiel. L'enjeu repose aussi sur la validation du plan de relance européen de 750 MM€ afin qu'il soit mis en œuvre le plus rapidement possible (une mise en œuvre à partir de mars 2021 seulement), alors que les discussions concernant le budget européen sont toujours en cours au Parlement européen.

Le ton est resté toutefois très prudent quant aux risques de court terme, qu'ils soient sanitaires ou politiques, ce qui confirme que l'institution restera au chevet de l'économie pendant encore de très longs trimestres. Concernant ses achats d'actifs, la BCE a conditionné l'arrêt du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*) plus clairement que précédemment à un redressement de l'inflation, ce qui laisse entendre que le programme pourrait durer plus longtemps qu'attendu. Cela maintiendra structurellement la pression sur les taux souverains et limitera le potentiel d'appréciation supplémentaire de l'euro (qui reste étroitement conditionné à court terme à la capacité des élus à Washington à s'accorder sur un nouveau plan de soutien).

ACTIONS

La violence du rebond des marchés actions depuis le creux de la mi-mars à l'image du graphique ci-après a semblé faire renaître dans les esprits de certains quelques mauvais souvenirs :

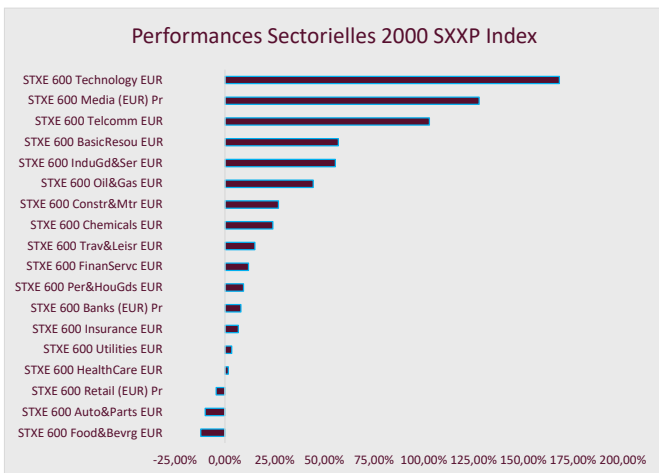


En effet, on entend ici et là que la situation actuelle que nous vivons sur les marchés ressemble à s'y méprendre à celle de la bulle de l'an 2000...
Faut-il nuancer ces propos ? Assurément oui si l'on analyse plus précisément la situation !

Nous avons comparé la situation en Europe et aux Etats-Unis à travers les performances sectorielles de 2 indices représentatifs des 2 continents sur 2 périodes (de janvier 1999 à mars 2000) et de mars 2020 au 15 septembre (2020) :
Le DJ 600 Europe (SXXP) et le S&P 500 (SPX) avec nombre de valeurs et diversification proches.

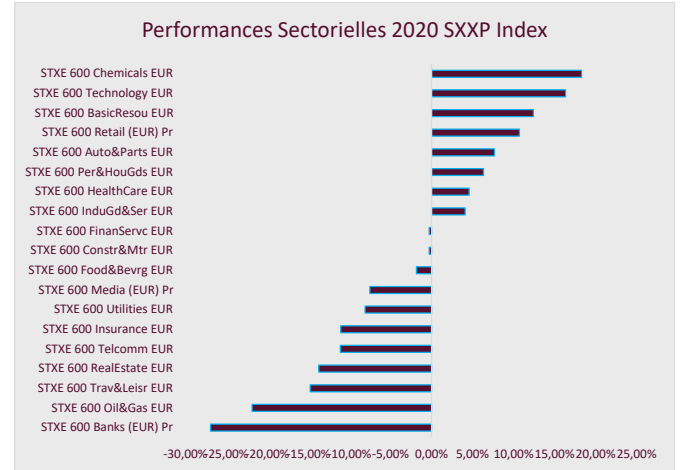
A titre d'illustration, voici les données chiffrées ci-dessous :

Données sectorielles du DJ 600 européen en 2000

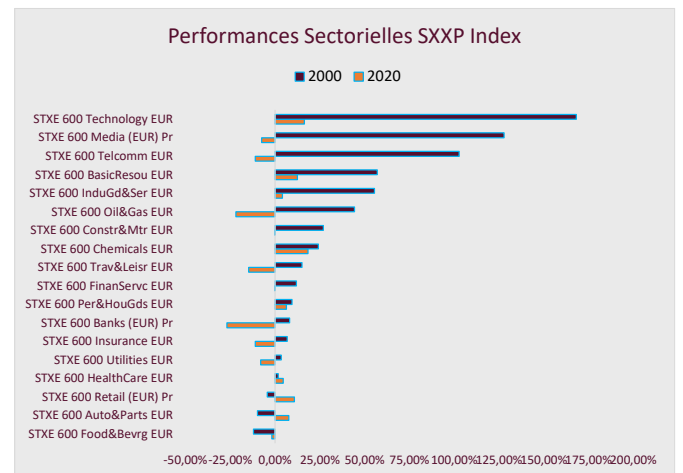


(Source : Actis/ Bloomberg)

Puis en 2020 :

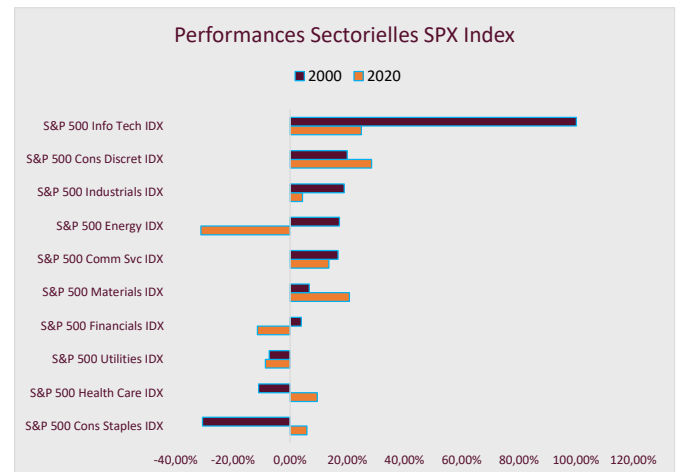


(Source : Actis/ Bloomberg)



(Source : Actis/ Bloomberg)

Même chose sur l'indice américain S&P 500 :



68 avenue des Champs Elysées 75008 Paris

contact@actis-am.fr

www.actis-am.fr

tél : 01.53.23.04.30



Toutefois, pour synthétiser :

En Europe :

- L'envolée des techs en 2000 n'avait rien de comparable à celle de 2020 (+175% vs 15%). Et force est de reconnaître que si nous avions pris non pas mars 2020 mais plutôt mai 2020 pour tenir compte du simple effet de rattrapage lié à la débâcle de mars, la différence serait encore plus forte entre 2000 et 2020. Vous noterez au passage que la chimie et l'e-commerce purs font mieux que les techs au sens large cette année, pas forcément intuitif pour le premier en tous les cas. Et pour le second, cela met en exergue que l'envie de consommer n'est pas morte.
- En 2000, tous les secteurs ou presque ont profité de l'euphorie ambiante ce qui est loin d'être le cas cette année avec des secteurs dont les performances boursières désastreuses (Banques, Energie, Voyages, Loisirs etc.) reflètent la réalité de notre économie au quotidien.

On ne peut donc pas dire que la bourse cette fois-ci est déconnectée « totalement » de la réalité mais bien plutôt le contraire.

Aux US, le constat est sensiblement le même qu'en Europe c'est pourquoi nous ne nous étendrons pas sur le sujet plus longtemps.

Il est bon de rappeler qu'au-delà de ces chiffres, en l'an 2000 pour ceux qui s'en souviennent, l'internet était balbutiant et les valorisations reflétaient des perspectives de coin de table sur des progressions de CA et de résultat à l'infini dont les seuls catalyseurs étaient le nombre d'utilisateurs futurs.

Aujourd'hui, la réalité est naturellement tout autre avec des techniques largement éprouvées sur l'usage de l'outil internet. Cependant, on pressent bien que le recours au cloud et la puissance de la data, dans les services aux entreprises et aux particuliers, est un enjeu majeur et stratégique pour encore de très nombreuses années, comme sources principales de richesse et de développement pour de nombreux secteurs (la tech bien sûr mais aussi la santé, les médias, la finance, les transports et l'industrie). Et l'humanité dans tout ça nous dirons les esprits chagrins ? C'est pour notre bien évidemment que nous leur répondrons ... (parenthèse).

On notera enfin que des groupes comme Amazon (devenu 2^{ème} employeur aux US derrière Walmart avec 700 000 personnes, 1500 \$MM capitalisation, +40% yoy des bpa), Nvidia (300 \$MM capitalisation, +30% yoy des bpa) pour ne citer que ces deux-là n'avaient encore que le statut de start-ups en 2000 et que des Apple, Google et Microsoft n'avaient pas l'envergure non plus d'aujourd'hui dans des domaines aussi variés et incontournables que la data, le cloud, la santé, l'IA, la mobilité autonome, la finance.

Est-ce à dire qu'il faut acheter les yeux fermés les techs, la santé, les semis ? encore non (certaines donnent le tournis et le sujet a déjà été évoqué) mais il faut bien admettre que des mutations structurantes pour les années ou décennies à venir se mettent en place sous l'impulsion de mastodontes et des liquidités colossales mises à disposition par nos banques centrales. On serait tentés de dire qu'étant donné ces montagnes de cash en jeu depuis le confinement, le S&P 500 devrait avoir largement dépassé ces niveaux d'avant Covid. Or, il n'en est rien : septembre 2020 = février 2020 à 3400 points ou 6900 points dividendes réinvestis.

Donc NON, 2020 n'est pas 2000, ni sur le plan des performances et encore moins sur le plan qualitatif qui est un point un peu trop souvent oublié.

Peut-être que ces impressions de déjà vu ou déjà vécu, humaines et naturelles, sont une réaction bien connue des neurologues qui s'apparente à un moyen de se protéger lorsqu'on en ressent le besoin, pour éviter le danger de l'inconnu, du moment d'après, et que reprennent à leurs comptes les investisseurs sur ce sujet.

Concernant les performances de ce trimestre, l'EuroStoxx (SX5T) a fait du surplace en affichant une performance de -0,83%, interrompant le fort rebond du second trimestre et toujours à près de 20% de ses plus hauts de fin février.

Cette quasi-stabilité n'est que le haut de l'iceberg car à l'intérieur de l'indice, l'hétérogénéité des performances est colossale avec des valeurs appartenant à la tech telles Adyen, le spécialiste néerlandais des paiements électroniques qui a plus que doublé depuis le début de l'année, les valeurs connotées transition écologique à l'instar de Schneider, Iberdrola à +20% et à l'autre bout du spectre, sans surprise, les valeurs bancaires (BNP, ING, Banco Santander), de l'aéronautique ou de

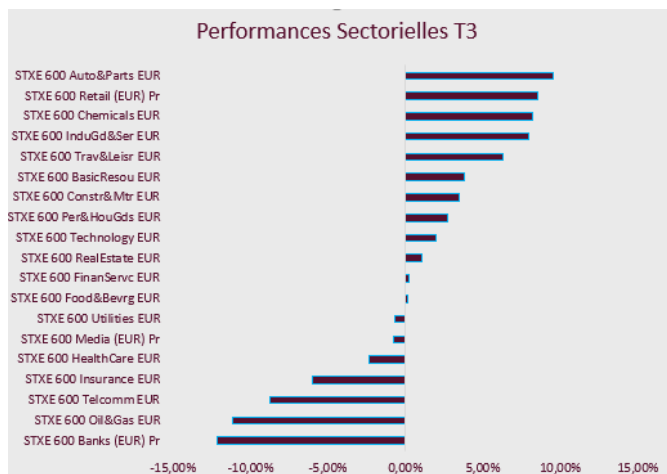


l'énergie (Airbus, Eni, Total qui ont perdu entre 40 et 50% de leur valeur en 9 mois).

Le verdict a d'ailleurs été sans appel et confirme le changement de paradigme à l'occasion de la revue annuelle fin septembre de l'univers de l'indice phare européen avec la sortie des banques BBVA, Société Générale, des télécoms avec Orange et Telefonica et de Fresenius. Les promus étant Pernod Ricard, Adyen, la foncière allemande Vonovia et l'ascensoriste finlandais Koné.

L'Asie récompensée pour sa meilleure gestion de la crise Covid que ses homologues occidentaux, continue à récolter les fruits de cette discipline. Les gains forcent le respect avec la place de Shenzhen qui prend 10,20% sur ce trimestre, Séoul +10,4% et Tokyo +4%.

La palme revient une fois de plus à la tech US avec un Nasdaq en hausse de 11,84% sur la période et ce malgré une consolidation en septembre de 8,40%, appuyée par des valorisations jugées excessives par les opérateurs qui se sont reportés sur des valeurs de capitalisation inférieure et plus décotées (autos, chimie, loisirs comme l'illustre le graphe ci-dessous de l'indice Stoxx 600 Europe).



Source : Actis/ Bloomberg

On constate en revanche que les secteurs Banques et énergie restent durablement touchés par cette crise malgré une nouvelle vague de consolidations qui se dessine dans le secteur bancaire européen depuis quelques semaines avec le mariage de CaixaBank et Bankia en Espagne, l'OPA de l'italienne Intesa sur Ubi

Banca, les rumeurs de mégafusion entre UBS et Crédit Suisse et la possible cession de Lyxor par Société Générale.

Il est vrai qu'en matière de rapprochement, la BCE a infléchi en juillet son discours en indiquant que la réglementation n'est pas en soi un obstacle et que l'exigence de fonds propres peut être assouplie via la récupération du « badwill », c'est-à-dire la différence entre le prix d'achat d'une banque et la valeur de son actif net comptable souvent très supérieure. Sous réserve de la BCE, ce sont plusieurs dizaines de milliards d'euros qu'une banque prédatrice pourrait récupérer sur le dos de sa cible pour couvrir ses besoins en fonds propres supplémentaires.

Enfin, on notera que l'appétit pour la tech américaine ne se tarit pas à en juger par les introductions en bourse récentes de Snowflake (+111%), Palantir (+31%), notamment deux entreprises du cloud et de l'analyse de données dont la rentabilité n'est pas encore au rendez-vous.

ELECTIONS AMERICAINES

A cinq semaines des élections américaines, le décès de la juge de la Cour suprême (qui en compte 9), Ruth Bader Ginsburg, a jeté un pavé dans la mare des démocrates qui se sont vu imposer très rapidement par le locataire de la Maison blanche une nouvelle juge acquise à la cause républicaine en la personne de la très conservatrice Amy Coney Barrett, nommée à vie. L'enjeu est de taille à la veille des élections alors que cette institution a le dernier mot en cas de litige dans le scrutin (avant une éventuelle poursuite de la procédure au Congrès).

Le risque augmente que le résultat de l'élection ne soit pas connu au lendemain du vote mais plusieurs semaines après, ce qui pourrait générer une incertitude supplémentaire sur les marchés financiers. En effet, dans un contexte sanitaire toujours très à risque, des millions d'Américains voteront par correspondance (80 millions selon le New York Times, en majorité des démocrates) retardant ainsi l'officialisation des résultats, d'autant que les moyens déployés par la poste pour le traitement puis l'envoi des votes par correspondance semblent insuffisants. Au soir du 3 novembre, il devient de plus en plus incertain d'avoir un résultat fiable et le dépouillement pourrait durer plusieurs semaines (au plus tard jusqu'au 8 décembre).



Cela rappelle l'épisode de 2000, quand Al Gore avait entamé une procédure légale pour contester la victoire de G. W. Bush. A l'époque, un vif mais temporaire regain d'aversion au risque, notamment sur les marchés d'actions américains, s'était matérialisé (-8% sur le S&P 500).

Même si Joe Biden et les Démocrates conservent une avance confortable pour la Maison-Blanche et la Chambre des représentants (53% vs 49% selon les derniers sondages mais toute l'incertitude repose sur les résultats des « swing states »), en ce qui concerne le Sénat où 1/3 des membres est déjà réélu, la situation reste très incertaine. Ainsi, une victoire de J. Biden sans majorité au Congrès est le scénario le plus probable, ce qui limitera les marges de manœuvre du président, notamment sur la question budgétaire.

D'ici là, la question de la prolongation des aides aux ménages doit être traitée et la stabilisation de l'activité incitera les élus à rapidement la valider.

TAUX

La crise du Covid a eu un effet désinflationniste fort avec une hausse du chômage, une baisse de la demande et mécaniquement une baisse des prix de l'énergie.

Par ailleurs, le confinement a accéléré des tendances déjà engagées comme la digitalisation de l'économie avec pour exemple le succès du e-commerce ces derniers mois.

Alors que les derniers chiffres d'inflation (-0,3% pour septembre en Eurozone), leurs plus bas niveaux depuis près de quatre ans ou pire encore de l'inflation sous-jacente à 0.2%, du jamais vu depuis 1999, laissent entrevoir une dégradation des perspectives à moyen terme, les banques centrales continuent d'inonder le marché de liquidités. Ces deux phénomènes militent clairement pour des taux encore durablement bas. Le 10 ans allemand a ainsi clôturé le trimestre à -0,52%, le 10 ans français à -0,24% et le 10 ans US à +0,68%.

Par ailleurs, la dernière réunion de Jackson Hole fut le théâtre d'une petite révolution. L'objectif de la FED n'est désormais plus d'avoir une cible de 2% d'inflation chaque année mais d'avoir 2% en moyenne sur plusieurs. Cette phrase ouvre la porte au maintien des mesures accommodantes par la FED pour longtemps et cela, même si l'inflation venait à remonter à court terme.

Ces déclarations ont eu pour conséquence immédiate de repousser les anticipations de remontée des taux courts aux Etats Unis.

Ainsi, en fin de trimestre, les nouvelles mesures pour contrer la dégradation sanitaire et le contexte politique tendu (accord budgétaire américain) ont entraîné un vif regain d'aversion au risque avec pour conséquences, une baisse des taux souverains à 10 ans et un écartement des spreads de crédit notamment des dettes subordonnées et du haut rendement.

Sur le marché primaire, après l'accalmie estivale, de nombreux émetteurs se sont présentés avec près de 11 milliards d'euros d'émissions sur le seul segment du haut rendement. Les secteurs de l'énergie pétrolière (baisse des cours) et des transports aériens (pas de reprise des réservations) ont le plus souffert.

PETROLE

Au cours de la dernière réunion mensuelle du comité de suivi de l'OPEP+, le ministre de l'Energie saoudien a haussé le ton en promettant de lourdes pertes aux investisseurs qui spéculeraient sur une baisse des cours du brut, un exercice de communication qui a permis momentanément de maintenir les cours du brut au-delà des 40\$ le baril.

Davantage de pression pèse sur les pays membres qui tardent à compenser leurs écarts de production passés, en rappelant que le risque d'entacher la crédibilité du cartel finira par nuire à tous.

Pour prouver leur bonne volonté, les pays retardataires auront désormais jusqu'à fin décembre pour effectuer leurs coupes de rattrapage, devenues encore plus nécessaires compte tenu de la faiblesse persistante de la demande. Ce soutien plus ou moins suivi des cours du brut restera-t-il suffisant alors que des pays comme l'Iran ou la Libye cherchent à faire cavaliers seuls, alors qu'ils sont en proie comme beaucoup d'autres à des difficultés économiques et financières majeures ?

A l'heure où les politiques règlementaires poussent à consommer plus propre et incitent les Etats à développer les infrastructures vers les énergies renouvelables, l'âge d'or du pétrole semble bel et bien révolu et la crise du Covid n'a fait qu'accélérer le processus.

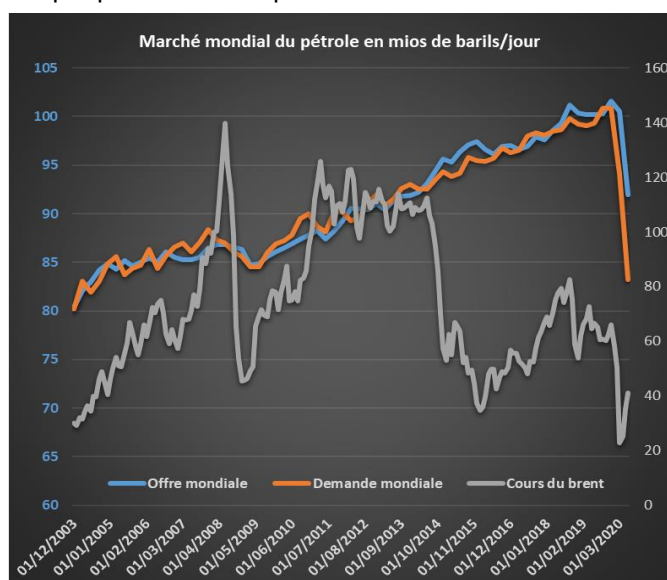
Ce qui fait dire au groupe Total par exemple qu'il vise le top 5 des producteurs mondiaux d'énergies renouvelables, une démarche déjà engagée de sa part depuis plusieurs années et qui accélère un peu partout.



Selon le scénario développement durable de l'AIE, les renouvelables représenteraient environ 30% du mix énergétique en 2040. En 2018, la consommation d'électricité a augmenté de 4% soit 2 fois plus que la croissance en énergie.

Les compagnies pétrolières dans le monde ont l'intention d'investir 170 MM\$ dans les énergies renouvelables au cours des 10 prochaines années, une part de leur activité qui devrait être multipliée par 3 ou 4 pour atteindre le quart de leur activité d'ici 2030. Une révolution qui devrait profiter aux acteurs plus petits du secteur qui pourraient faire l'objet d'acquisitions ou de prises de participations importantes.

Graphique du marché pétrolier :



Source : Actis/ Bloomberg

Sur le trimestre le prix de l'or noir de la mer du nord a peu évolué entre 40 et 46 \$ pour clôturer à 42 \$ (graphe ci-dessus). Une variation très modeste au regard des 2 précédents trimestres.

Et la crise du Covid a fini d'achever les pétroliers de schistes américains dont le nombre de forages est revenu sur les niveaux de 2009 en-dessous du chiffre de 200 (graphe ci-après).



Source : Actis/ Bloomberg

FUSIONS-ACQUISITIONS

Les opérations de fusions-acquisitions dans le monde depuis le début de l'année approchent la barre des 2000 \$MM, le secteur technologique représente environ 20% de ce total.

Dernière transaction notable en date : le fabricant américain de cartes graphiques Nvidia va racheter le concepteur britannique de puces Arm Holdings au conglomérat japonais SoftBank (la baleine, le retour) pour un montant pouvant atteindre 40 \$MM. Toujours dans le secteur technologique, l'opérateur télécoms américain Verizon devrait déboursier 6,25 \$MM pour mettre la main sur son concurrent Tracfone, filiale du groupe mexicain América Móvil.

Dans la santé, le laboratoire pharmaceutique américain Gilead Sciences va racheter son compatriote spécialisé dans la biotechnologie Immunomedics dans le cadre d'une opération à 21 \$MM destinée à renforcer son portefeuille d'activités dans l'oncologie.

Les opérations de M&A ont tendance à s'accélérer après une période de ralentissement économique, mais celles annoncées depuis le début de l'année représentent déjà un total de 1.970 milliards de dollars, contre 1.260 milliards et 1.600 milliards à la même période en 2009 et 2010, au sortir de la crise financière de 2008. A la sortie de la récession, il y a généralement un peu de rattrapage



à réaliser et le coût du capital a tendance à être bon marché.

Les fusions menées depuis le début de l'année par les entreprises relevant du secteur technologique représentent 351,4 \$MM, soit 17,8% du total, le niveau le plus élevé depuis le boom des valeurs internet en 2000. Dans les services financiers, les transactions ont atteint 283,8 \$MM, soit 14% du total.

Le secteur technologique domine non seulement en valeur mais aussi en volume avec 5966 projets annoncés depuis le début de l'année sur un total d'un peu plus de 30000, reflet de l'impact de la crise du coronavirus, qui a notamment accéléré le télétravail, les cours à distance, les consultations médicales en ligne et le commerce électronique.

OR

L'or a continué de progresser au cours de ce 3^{ème} trimestre (+5,30%), pour accumuler une hausse de 22,24% depuis le début de l'année en terminant à 1895,50 \$ l'once.

Le risque sanitaire persistant maintient les cours du métal jaune sur des niveaux élevés, sans compter le soutien conséquent des banques centrales qui par leurs politiques accommodantes écrasent les taux souverains.

PERSPECTIVES

Des tendances de fond s'ancrent encore plus durablement à l'aune de cette pandémie, et des pans entiers de l'économie et de nos modes de vie sont en situation de rupture partielle ou totale :

- Autour du travail (déplacements, télétravail, sièges sociaux, téléconférence) ;
- Autour de l'habitat (repenser la ville et les infrastructures pour qu'une économie, un pays deviennent moins vulnérables face à de futures épidémies du fait d'une trop grande concentration urbaine et de transports encombrés) ;
- Réflexion sur la relocalisation des biens et services stratégiques (protections masques, réactifs, tests, médicaments) ;
- Nouveaux codes sociaux (rapports aux autres, regroupements, télé médecine) ;

- Boom de l'industrie du divertissement (jeux vidéo, sports collectifs, voyages de groupe, croisières) ;
- Renforcement du cloud, du digital, de la sécurité des biens et des personnes ;
- Préservation de l'environnement et recherche d'une qualité de vie plus saine, plus nature (aspiration citoyenne, réglementation) ;
- Déclin progressif du moteur thermique et des énergies fossiles.

Depuis mars, cette phase de marché volatile et angoissante nous rappelle que les marchés, même s'ils sont structurellement haussiers, ne suivent pas une évolution rectiligne, chose que l'on a tendance à oublier bien souvent dans les moments d'euphorie.

En tout cas, les marchés restent excessifs et ces situations délicates doivent être mises à profit pour constituer une position actions en repoussant l'horizon d'investissement, et qui sur le long terme demeure un des actifs les plus rentables dans l'univers des placements. Bien entendu pour peu que l'on se positionne sur des valeurs de qualité inscrites sur des tendances de fond et que l'on construise patiemment et de manière disciplinée cet investissement en tentant de résister aux appels de panique et de fuite que commande notre cerveau reptilien.

LA VIE DES FONDS

SCR Optimum est toujours à la peine sur ce trimestre malgré les bonnes performances de plusieurs dossiers : Kone, Esker, Téléperformance, Smurfit Kappa ou encore Biomérieux.

L'explication repose principalement sur 3 déconvenues.

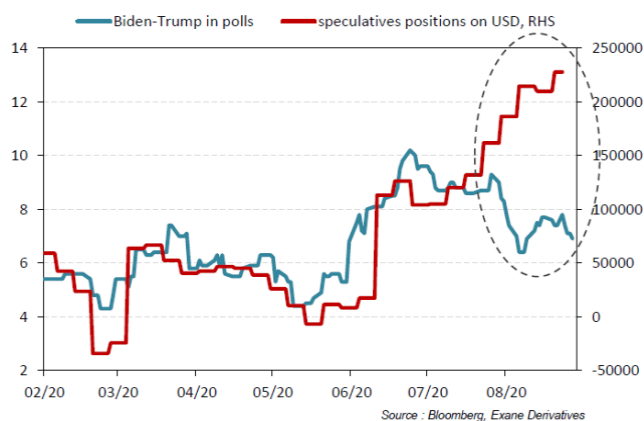
Tout d'abord Akka Technologies qui tire 70% de son CA des secteurs de l'automobile et de l'aéronautique et dont le marché s'inquiète de ne pas pouvoir honorer ses covenants bancaires 2020. Notre suivi et confiance historique dans le management nous laissent penser à des jours meilleurs et un rattrapage de valorisation.

Autre déception, Bayer dont nous sommes surpondérés par rapport à notre position short Eurostoxx 50 et qui a annoncé prévoir une croissance nulle et de fortes charges de dépréciation comprises entre 5 et 9 milliards d'euros en 2021. Cette annonce vient s'ajouter aux charges financières causées par les procédures



judiciaires liées au Roundup. Toutefois, la décote nous semble largement excessive, au regard des recettes de 2021 qui devraient, selon le management, être du même niveau que 2020 avec un bénéfice par action ajusté pour 2021 légèrement inférieur à l'année dernière. Bayer confirme également qu'il s'attend pour 2020 à un chiffre d'affaires entre 43 et 44 milliards d'euros, soit une croissance comprise entre 0 et 1 % par rapport à 2019. Les ventes devraient rester au même niveau en 2021. Pour finir Rubis, dont le cours a perdu 10% à la suite de sa publication du S1. Là encore, nous avons trouvé une nouvelle opportunité pour nous renforcer, le free cash-flow étant largement positif à +213 M€, notamment grâce à une très bonne gestion du BFR et la dette reste parfaitement maîtrisée avec un ratio DN\EBITDA attendu pour 2020 à 0.22x. Le consensus attend une baisse des BPA de -19% en 2020 puis +21% en 2021 et +7,68% en 2022. Pour mémoire la croissance moyenne par an des BPA sur les 10 dernières années est de 12,2%.

Rentoblig progresse de 0,14% sur le trimestre dans un marché toujours porteur. Les indices Itraxx Main et Xover se sont respectivement comprimés de 10 et 50 bps sur la période. Parmi les mouvements du trimestre, notons l'augmentation de la poche USD à 7,5% du fonds dans la zone des 1,20. En effet, les positions spéculatives sur une baisse future du dollar sont au plus haut depuis 3 ans, les investisseurs anticipant une victoire nette de Biden, or, historiquement les intentions de votes se resserrent dans le final. Cela pourrait donc entraîner un raffermissement de l'USD, le positionnement baissier étant extrême.



Parallèlement, la configuration technique est tendue à court terme :



Également, nous avons participé à l'émission perpétuelle EDF NC10 pour Rentoblig (1Me – 2.17% du portefeuille) au taux de 3.5%.

Le book a atteint 3 Mds d'euros pour 1.25 Mds émis. A titre de comparaison, une obligation EDF 2030 rémunère 0.6%.

Cette opération a permis de remonter le taux moyen du fonds de 2.04% à 2.11%.

Pour le dernier trimestre de l'année, nous allons poursuivre notre gestion active et pragmatique dans le fonds afin de manœuvrer au mieux dans cet univers de taux bas. Pour cela, flexibilité sur la durée, analyse crédit et diversification seront nos alliés dans cet environnement hostile.

Le fonds offre au 30 septembre un rendement attractif de 2.21% pour un rating moyen BBB- et une sensibilité de 1.65.

Bien que septembre soit en retrait, **Alterna Plus** progresse sur le trimestre de 0,64% pour un indice de référence en retrait de -0,37%. Et c'est clairement le fixed income qui tire le fonds et compense largement la légère baisse des actions.

Le resserrement des spreads des constructeurs automobile (14.7% du fonds) et des valeurs bancaires (13.4%) expliquent grandement notre surcroît de performance.

L'exposition action n'a quasiment pas changé par rapport au trimestre précédent même si quelques arbitrages ont été opérés avec les sorties de Danone et Total SA au profit des renforcements en Schneider Electric ou Air Liquide SA.

Autre fait marquant, notre couverture à la hausse des taux long a été réduite de moitié faisant remonter la sensibilité du fonds de 1,78 à 2,72 et ainsi faire écho aux discours des banques centrales de maintenir pour



longtemps une politique de taux bas. Enfin, avec 85 lignes en portefeuille, le fonds reste Investment Grade (BBB-) pour un rendement actuariel brut de 1,67% et dispose de larges marges de manœuvre pour surfer dans cet environnement chaotique.

Une nouvelle fois, **TrendSelection PEA Evolutif** a su montrer une belle résilience sur ce trimestre avec une performance de -0.52% contre -1.10% pour son indice de référence et -2.21% pour le CAC dividendes nets. Les faits marquants sur la période sont nos allègements successifs de notre exposition aux actions ramenée progressivement de 68.5% fin juin à 48.93% fin septembre. Cette sous-exposition progressive s'est effectuée par notre sortie de Danone et Crédit Agricole, l'allègement d'Esker et la vente du futur Euro Stoxx 50. Par ailleurs, nous avons renforcé quelques positions existantes avec Schneider Electric SA, Seb SA et Smurfit Kappa. Avec une performance de -5,63% depuis le début de l'année pour une exposition actions inférieure à 50% et quelques dossiers contrariants (Peugeot SA, Bayer AG ou ADP), le fonds nous semble bien positionné pour encore surperformer en fin d'année.

GTA France affiche une hausse de 2,65% sur le trimestre contre -2,21% pour le CAC 40 dividendes réinvestis augmentant encore l'écart de près de 5% pour terminer à -10,29% en Ytd (vs -18,39% pour le Cac 40 soit +810 bps).

L'exposition actions s'est maintenue au-dessus de 100%, évoluant entre 100% et 114% au plus haut en août pour terminer à 104,53% au cours de ce trimestre. Nous avons procédé à de nombreux arbitrages en vue de :

- 1) Solder les positions en valeurs financières et énergétiques compte tenu du contexte morose (Allianz, Scor, Total) ;
- 2) Renforcer les valeurs familiales dans la santé au détriment d'autres telles Merck Kgaa vs Sanofi, Carl Zeiss vs Essilor.

Et avons investi dans le spécialiste néerlandais du médical Philips pour ses qualités intrinsèques et initié une position en Voyageurs du Monde (1% du portefeuille) pour se positionner sur la reprise des loisirs qui interviendra dès les premiers signes positifs sur l'arrivée d'un vaccin.

GTA France continue à se renforcer sur les valeurs familiales et entrepreneuriales, cette proportion se situe désormais à 55% du fonds.

TrendSelection International (TSI) progresse de 2,56% sur le trimestre contre 3,38% pour le MSCI World. Le fonds affiche une performance positive de +1,46% en 2020 contre -2,65% pour l'indice MSCI World NR (+411 bps).

L'exposition actions a évolué entre 90 et 102% sur la période au fil des doutes et des espoirs. Fin septembre, l'exposition nette se situe à 97%, donc proche de la neutralité.

Les positions du fonds ont été arbitrées en profondeur dans le but de rechercher le meilleur couple rendement/risque.

Ainsi nous avons cédé :

- Procter Gamble pour le discounter Costco ;
- JP Morgan, Scor, Intercontinental Exchange et Allianz pour Euronext ;
- L'américain Becton Dickinson pour le suédois Sectra AB (imagerie médicale) et le néozélandais Fisher & Paykel (spécialiste des affections pulmonaires) ;
- Le suédois Essity pour le danois Coloplast.

Enfin nous avons soldé les positions américaines en McDo, Proofpoint et L3 Harris et investi sur l'Europe et l'Asie dans Shop Apotheke (pharmacie online en Allemagne) et Teladoc (Téléconsultation médicale US). Vestas, Orsted (2 éoliens danois), les chinois Yihai (condiments) et Techtronic (outillages) et le japonais Daifuku (fabricant d'appareils de tri et de stockage pour entrepôts).

Au total, nous avons doublé notre position sur la région Asie-Océanie, à 18%, augmenté notre part sur la Scandinavie pour atteindre 7% en mettant l'accent sur la santé, l'environnement et la consommation discrétionnaire.

Les valeurs entrepreneuriales approchent désormais les 52% également dans ce fonds.

Rédigée par l'équipe de gestion le 2 octobre 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/>