

Rédigé le vendredi 27 mars 2020

Flash info quotidien n°5

Chers investisseurs,

PROMEPAR Asset Management est complètement mobilisé et reste à votre écoute.

Dans le cadre de la crise actuelle, nous lançons un nouveau format de communication auprès de vous, quotidiennement, court et synthétique, traitant de vos interrogations concernant l'impact du COVID19 sur l'économie mondiale et les marchés financiers.

Evolution des marchés financiers au 26 / 03 / 2020 (en devises locales)

Indices Mondiaux Actions	Niveau	% sur J-1	% Wtd	% en 2020	Obligations Etats à 10 ans	Rendement J	Rendement J-1	Rendement 31 /12/19
DOW JONES INDUS.	22 552	6,4%	17,6%	-21,0%	Allemagne	↓ -0,36%	-0,31%	-0,16%
S&P 500	2 630	6,2%	14,1%	-18,6%	France	↓ 0,04%	0,20%	0,13%
NASDAQ Composite	7 798	5,6%	13,3%	-13,1%	UK	↓ 0,38%	0,40%	0,84%
STOXX 600	321	2,6%	9,7%	-22,7%	Portugal	↑ 0,99%	0,99%	0,49%
EURO STOXX 50	2 848	1,7%	11,7%	-24,0%	Italie	↓ 1,23%	1,55%	1,38%
FTSE 100	5 816	2,2%	12,0%	-22,9%	Espagne	↓ 0,57%	0,81%	0,47%
CAC 40	4 544	2,5%	12,2%	-24,0%	USA	↓ 0,83%	0,88%	1,93%
DAX	10 001	1,3%	12,0%	-24,5%	FOREX	Niveau	% sur J-1	% en 2020
IBEX 35	7 033	1,3%	9,2%	-26,3%	USD/YEN	109,48	-1,8%	0,7%
FTSE MIB	17 369	0,7%	10,4%	-26,1%	GBP/USD	1,21	3,2%	-8,4%
FTSE SWISS	497	2,2%	5,7%	-13,6%	EUR/USD	1,10	1,8%	-1,8%
NIKKEI 225	18 665	-4,5%	12,8%	-21,1%	EUR/GBP	0,91	-1,4%	7,2%
SHANGHAI COMPOSITE	400	-0,6%	0,9%	-9,0%	Commodities	Niveau	% sur J-1	% en 2020
HANG SENG Index	23 352	-0,7%	2,4%	-17,2%	Brent	26,3	-3,8%	-60,1%
CBOE Market Volatility	61	-4,6%	-7,6%	342,7%	Gold	1 650,1	1,1%	8,6%

Source : Bloomberg, PROMEPAR AM

L'actualité de la journée à retenir

G 20 : Les vingt premières puissances économiques se sont accordées pour injecter plus de 5 000 milliards de dollars dans l'économie mondiale. "Nous injectons plus de 5 000 milliards dans l'économie mondiale, dans le cadre de politiques fiscales ciblées, de mesures économiques et de plans pour contrer les impacts sociaux, économiques et financiers de la pandémie", ont-ils souligné.

Chers investisseurs,

A bien des égards, nous vivons une période hors du commun. Alors que la planète entière lutte contre la pandémie et que près de 3 milliards de personnes dans le monde (!!) sont désormais concernées par des mesures plus ou moins drastiques de confinement, il est parfois difficile de ne pas être ébranlé dans ses convictions, mêmes les plus profondes. C'est néanmoins dans ce genre de moments qu'il est plus crucial que jamais de vous donner à la fois les éléments d'explication sur l'évolution récente de nos fonds, mais aussi de partager avec vous notre perception sur la façon dont les choses pourraient évoluer dans les mois à venir.

Comme nous l'indiquions dans notre communication du 28 février dernier, la brutale correction observée sur les marchés ces dernières semaines ne doit pas grand-chose à l'aspect « humain » de cette crise sanitaire (même si l'on dénombre malheureusement à ce jour déjà près de 20.000 décès officiels dans le monde liés au covid-19) mais plutôt à ses conséquences totalement inédites. Dans l'ère moderne, personne n'a jamais été confronté à un virus qui conduit à des usines mises à l'arrêt, à des salariés contraints de rester confinés chez eux, à des villes qui imposent le couvre-feu, à des fermetures de villes, de régions, de frontières, et ce à l'échelle planétaire. Et puis c'est la première fois que les investisseurs se retrouvent face à une crise économique-financière dont le déclencheur est également en mesure de les inquiéter sur un plan beaucoup plus personnel : leur santé !

Dans ce contexte, les économistes, analystes financiers, stratégestes et experts en tout genre éprouvent des difficultés à déterminer la profondeur de la cicatrice que cette pandémie laissera au final sur l'économie mondiale en 2020. Ce niveau d'incertitude extrême s'est traduit par un effondrement de la valeur de nombreux actifs financiers. Les marchés actions ont naturellement fait partie des premières victimes collatérales puisque les entreprises vont être obligées de revoir en baisse leurs perspectives bénéficiaires pour les mois à venir. Puis, l'aversion au risque est montée encore d'un cran lorsque les investisseurs ont commencé à envisager le scénario du pire : celui où ce n'est plus uniquement la capacité des sociétés à réaliser des bénéfices qui est remise en cause mais carrément leur aptitude à survivre, tout simplement ! Le marché des obligations d'entreprises a alors connu un véritable bain de sang, dont on n'avait plus vu d'équivalent depuis la crise des subprimes.

Et c'est sans doute cela qui a conduit les autorités, en particulier les Banques Centrales, à intervenir très massivement. Car lorsque le marché du crédit se fige et que les entreprises n'ont plus accès aux financements pour assurer leur activité, leur pérennité peut-être rapidement menacée.

Dans cet environnement de stress de marché, de nombreux fonds et trackers ont subi des flux vendeurs massifs : ils ont été obligés d'honorer leurs rachats en vendant des titres, et ce quels que soient les prix qu'ils ont pu obtenir, accentuant ainsi un peu plus la chute de la valorisation des actifs obligataires à des niveaux totalement déconnectés des fondamentaux macro et micro-économiques. Cela crée une sorte d'asymétrie sur les marchés, qui est certes douloureuse à court terme au niveau de la performance des portefeuilles, mais qui s'avère paradoxalement être un signal rassurant à moyen terme. En effet, lorsque c'est la détérioration actuelle ou à venir de la situation économique qui est le facteur explicatif principal de la chute des marchés, chaque investisseur cherche à savoir s'il évalue correctement, trop ou pas assez l'impact de cette dégradation sur l'actif financier qu'il détient. Tout est alors question d'accès à la bonne information, de capacité d'analyse, de sensibilité au risque...et aussi un peu de chance, il faut bien le dire, compte tenu du degré d'incertitude parfois très fort. Mais lorsque des valeurs aux caractéristiques pourtant très différentes se font sanctionner de manière presque indiscriminée, où les sociétés en bonne santé trinquent presque autant que les plus fragiles – bref, que le marché jette le bébé avec l'eau du bain – c'est en général le signe que le bout du tunnel n'est plus très loin.

A titre d'exemple, nous détenons dans plusieurs de nos portefeuilles des obligations émises par la société Synlab. Comme son nom le laisse deviner, ce groupe franco-allemand est un des leaders européens de la biologie médicale. Les laboratoires de Synlab, présents dans de nombreux pays européens (dont la France, l'Italie, l'Allemagne ou l'Espagne) sont actuellement en première ligne dans la lutte contre le coronavirus avec leurs tests de dépistage. Comme il le pratique déjà depuis quelques temps en Italie, Synlab vient d'inaugurer en France, dans la région Grand Est, son premier « drive », qui permet de tester rapidement et efficacement les patients qui se présentent et qui ont simplement besoin de baisser la vitre de leur voiture. Le groupe envisage sérieusement d'étendre cette possibilité à l'ensemble de ses 360 laboratoires qui émaillent le territoire français. Pour financer son développement, cette entreprise a émis il y a 5 ans deux tranches obligataires à échéance juillet 2022 et juillet 2023. Selon nos portefeuilles, nous détenons l'une ou l'autre de ces obligations. Dans le mouvement de panique irrationnelle qu'ont connu les marchés ces dernières semaines, la tranche 2022 a perdu -16% tandis que celle arrivant à maturité un an plus tard a dévissé de -19% ! Aux prix actuels, elles offrent des rendements annualisés supérieurs à 10% voire 12%.

Cette anecdote illustre bien le phénomène d'exagération dont sont aujourd'hui victimes de nombreux types d'actifs (actions, obligations, matières premières, devises) ou de stratégies (crédit, dette émergente, performance absolue, CLOs, etc.). Récemment, certains investisseurs étaient tellement à court de liquidités pour honorer leurs rachats et/ou leurs appels de marge qu'ils ont même fini par vendre leurs bijoux de famille, tels que les bons du Trésor ou l'or, des actifs traditionnellement considérés comme des valeurs refuges mais dont les prix ont également baissé.

Dans nos portefeuilles, il ne fait aucun doute que certaines entreprises seront impactées de manière plus prononcée et/ou plus durable par la pandémie. Nous détenons en effet quelques valeurs pénalisées par les restrictions mises en place par les gouvernements, notamment dans les secteurs du tourisme ou de la consommation discrétionnaire (ex. : Air France, Europcar, Burger King, But, Selecta) ou, d'une manière plus générale, par le ralentissement prévisible de la croissance mondiale (ArcelorMittal, Eramet, CGG). Au point que certaines obligations se traitent actuellement à environ la moitié de leur valeur finale de remboursement (prévu dans 2, 3 ou 4 ans maximum), ce qui laisserait croire que les marchés envisagent assez sérieusement que, dans le lot, plusieurs entreprises ne parviendront pas à survivre à cette crise économico-sanitaire. Disons-le tout de suite : ce n'est pas notre avis !

Tout d'abord, parce que, dans notre philosophie d'investissement, nous n'avons jamais été aveuglés par l'appât du gain. D'une manière générale, nous n'aimons pas les entreprises qui ont un profil d'endettement qui n'est pas en adéquation avec leur secteur d'activité, avec leur environnement concurrentiel ou avec leur positionnement dans le cycle. Nous n'aimons pas non plus celles qui se montrent imprudentes avec la gestion de leur cash, en distribuant par exemple des dividendes exagérément généreux à leurs actionnaires, et ce au détriment d'une trésorerie qu'elles pourraient préserver afin de faire face à un éventuel coup dur. Nous évitons également les sociétés chez lesquelles il existe un gap de liquidités à court terme, ce qui les rend trop dépendantes de leur capacité à se refinancer sur les marchés au moment où ces derniers peuvent être totalement figés (comme c'est le cas en ce moment). C'est cette discipline qui nous a permis de passer entre les gouttes de nombreux défauts qui ont entaché les marchés obligataires ces dernières années (Rallye, Thomas Cook, etc.).

Ensuite, parce que nous suivons au jour le jour (et même plutôt heure par heure) l'évolution de la situation et que, à ce stade, il nous semble que les entreprises présentes dans nos portefeuilles ont toutes pris conscience de la gravité de la situation et qu'elles prennent des mesures suffisantes pour y faire face. Bon nombre d'entre elles ont déjà décidé de couper dans leurs dépenses d'investissements voire d'exploitation, d'annuler la distribution du dividende initialement prévue au printemps, de tirer au maximum sur leurs lignes de crédits bancaires afin de mettre au chaud le plus possible de liquidités, de mettre une partie de leurs effectifs en chômage partiel (lorsque cela est possible) voire de solliciter des aides de l'Etat.

Enfin, parce qu'il ne faut pas oublier les mesures considérables dévoilées récemment par les autorités dans de nombreux pays. En Europe, par exemple, des gouvernements ont décidé de venir en aide aux entreprises, parfois de manière très massive, avec des mesures qui peuvent concerner entre autres l'indemnisation du chômage partiel, un report des charges fiscales et sociales, la création d'un fonds de solidarité, la garantie par l'Etat de prêts bancaires, etc. Parallèlement, la BCE a décidé de lancer en urgence un programme d'achat d'actifs de 750 milliards d'euros (PEPP : Pandemic Emergency Purchase Programme) et de mettre à disposition des banques des enveloppes de financement destinées aux PME.

Un peu partout dans le monde, les Banques Centrales et/ou les Etats prennent des mesures du même genre afin de permettre aux entreprises de traverser le mieux possible cette période difficile, que tout le monde espère temporaire... pour peu que des décisions fortes soient implémentées rapidement – ce qui semble être le cas – afin d'éviter un effet domino.

Ces différentes raisons nous amènent à penser que les performances décevantes délivrées depuis quelques semaines par nos fonds ne sont que temporaires. Nos portefeuilles sont bien diversifiés, nous sélectionnons des émetteurs selon des critères stricts et, contrairement à certaines stratégies concurrentes, nous n'avons recours à aucun effet de levier qui pourrait nous pénaliser en cas de nouveau stress de liquidité sur les marchés. Si tant est que l'on parvienne à se détacher émotionnellement des événements actuels, il nous semble même que cette crise permet de retrouver des niveaux de couple rendement/risque que l'on n'avait plus vu depuis une dizaine d'années ! A bon entendeur...

Votre interlocuteur habituel chez PROMEPAR AM ainsi que les équipes de gestion sont à votre disposition pour vous aider à trouver la ou les solution(s) adaptée(s) à votre profil.

Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées à titre purement indicatif et ne sauraient donc être considérées comme un conseil en investissement, une recommandation de conclure une opération ou une offre de souscription. Les points de vue et stratégies décrits peuvent ne pas être adéquats pour tous les investisseurs. Les équipes de PROMEPAR Asset Management sont à votre disposition afin de vous permettre d'obtenir une recommandation personnalisée.

