

Go! Global Outlook

2nd Trimestre 2020

Bienvenue dans la vision des marchés

La vision des marchés est un document essentiel pour faciliter la prise de décision des personnes intéressées par le monde des placements et des finances. Le présent document vous permettra de connaître les éléments qui fondent notre avis corporatif sur les marchés et les perspectives pour le trimestre suivant.

Proposer une vision éclairée des marchés est crucial pour le client et pour une gestion appropriée. Pour ce faire, nous puisons à différentes sources, des plus connues comme Bloomberg, en passant par les derniers, renforcées par une supervision constante du marché.

Par ailleurs, si les pages suivantes n'apportent aucune réponse à vos questions, n'hésitez pas à nous téléphoner. Notre équipe est constituée de profils très divers, avec des expériences et des visions transversales des différents marchés et une expertise pluridisciplinaire.

Nous serons ravis de vous aider.

Outlook

page 3

Actions

page 12

Revenu fixe

page 14

Tel. +376 750 760

Correu electrònic:
vallbanc@vallbanc.ad

Av. Carlemany, 119
AD700 Escaldes-Engordany
Andorra

Outlook

Notre scénario de base pour 2020 prévoyait une accélération de la croissance, une fois que des bases solides pour un accord commercial entre la Chine et les États-Unis auraient été posées. Toutes ces prévisions ont été bouleversées de fond en comble par l'apparition du virus COVID-19, lequel est en passe de paralyser toutes les activités considérées comme non essentielles et donc l'économie planétaire. Si nous avions lu au mois de décembre, pendant lequel nous préparions notre Outlook 2020, le livre de Dean Koontz intitulé *The eyes of darkness*, publié en 1981, notre vision positive aurait sans doute été moins claire. Outre l'accord commercial, la souplesse des conditions monétaires constituait un facteur supplémentaire pour nous rendre optimistes et affronter la onzième expansion consécutive de l'économie des États-Unis. Aujourd'hui, la situation est totalement différente : la paralysie de la Chine a entraîné l'interruption des chaînes d'approvisionnement, avec un impact significatif sur le niveau d'activité en Occident. Ensuite, la pandémie s'est déplacée de l'est vers l'ouest de la Chine. L'épicentre se trouve maintenant en

Europe : l'Espagne et l'Italie sont actuellement les pays les plus affectés, car ils sont les premiers touchés par l'épidémie. Outre le coût en vies humaines, le coût économique est énorme : l'Italie a décrété l'arrêt de toute activité non essentielle, tandis que l'Espagne a prolongé de quinze jours l'état d'alarme, jusqu'au 11 avril, et n'écarte pas de prendre des mesures supplémentaires si le COVID-19 continue de se propager. En France, le nombre de contagions et de morts va augmenter au cours des prochains jours. L'Europe est paralysée. Il faudra surveiller de près la progression du COVID-19 en direction de l'ouest et son impact sur les États-Unis. Pour l'instant, les frontières avec le Canada et le Mexique ont été fermées, et certains États ont décrété le confinement, mais ces mesures concernent seulement 20 % de la population, de sorte que dans les semaines qui viennent, à mesure que le nombre de contagions et de victimes mortelles augmentera, il faudra adopter des mesures comme celles prises auparavant par la Chine et l'Italie. Il y a quelques jours, l'OCDE a revu à la baisse ses prévisions de croissance mondiale pour 2020, de 2,9 % à 2,4 %.

Estimation de la croissance mondiale (PIB)

	PIB			
	2018	2019	2020	
Pays		Préalable	Consensus	
Monde	3,70%	3,00%		2,50%
États-Unis	2,90%	2,30%	2,30%	1,20%
Zone euro	1,20%	1,00%	1,20%	-0,10%
Allemagne	0,60%	0,40%	0,60%	0,10%
Espagne	2,10%	1,80%	2,00%	1,30%
Chine	6,40%	6,00%	6,10%	4,00%
Brésil	1,07%	1,67%	1,10%	0,30%
Mexique	1,42%	-0,49%	0,00%	-2,00%
Russie	2,70%	1,70%	1,30%	1,10%

Estimation de l'inflation mondiale (IPC)

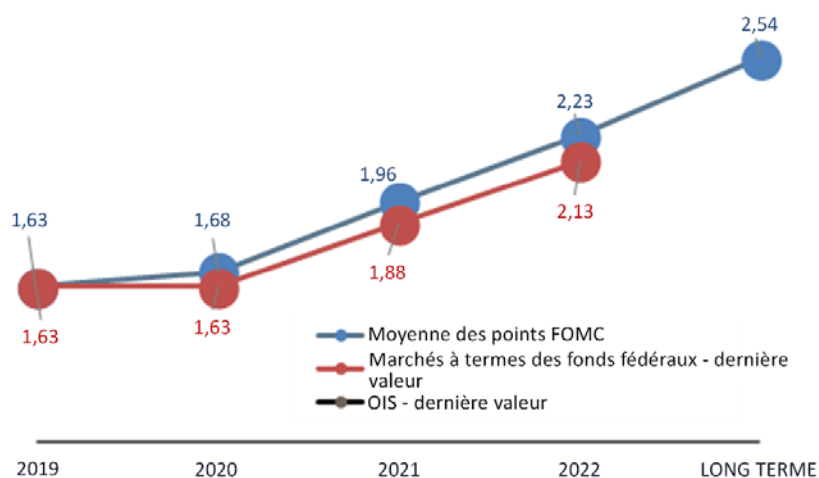
	IPC			
	2018	2019	2020	
Pays		Préalable	Consensus	
Monde	5,10%	4,90%	3,00%	2,80%
États-Unis	1,90%	2,30%	1,80%	1,80%
Zone euro	1,50%	1,20%	1,20%	1,00%
Allemagne	1,60%	1,70%	1,40%	1,30%
Espagne	1,20%	0,10%	0,80%	0,90%
Chine	1,90%	5,20%	2,90%	3,30%
Brésil	3,75%	4,01%	3,70%	3,50%
Mexique	4,73%	3,70%	3,60%	3,50%
Russie	4,30%	2,30%	4,50%	3,10%

Compte tenu de la situation actuelle, ces taux sont très optimistes et il faut s'attendre à de nouvelles baisses jusqu'à atteindre des niveaux de stagnation. Il semble d'ores et déjà clair que la plupart des économies du vieux continent vont entrer en récession technique, c'est-à-dire qu'elles accumuleront deux trimestres consécutifs de contraction, puisque la crise sanitaire se déroule entre le premier et le deuxième trimestre. Il faudra ensuite rester très attentif à l'évolution de la situation aux États-Unis : si elle évolue de manière favorable, nous pourrions assister à une reprise mondiale pendant le deuxième semestre. Si c'est le cas, celle-ci sera intense, car les actions coordonnées des banques centrales et des gouvernements ont pour but de maintenir des conditions de liquidité optimales. Ainsi, aux États-Unis la Réserve fédérale a baissé à deux reprises ses taux directeurs, lors de réunions d'urgence : 50 points de base la première fois, le 3 mars, et 100 points de base à nouveau, le 15 mars. Avec ces baisses, le prix de l'argent se situe dans une fourchette de 0 % à 0,25 %.

Taux d'intervention

Autres variables		
	2019	2020
Pays		
Taux d'intervention		
États-Unis	1,50%	0%
Zone Euro	1,75%	0,25%
Zone Euro	0,00%	0,00%
TRI 10 ans		
États-Unis	2,68%	0,74%
Allemagne	0,24%	-0,65%
Espagne	1,42%	0,33%
Japon	0,00%	-0,02%

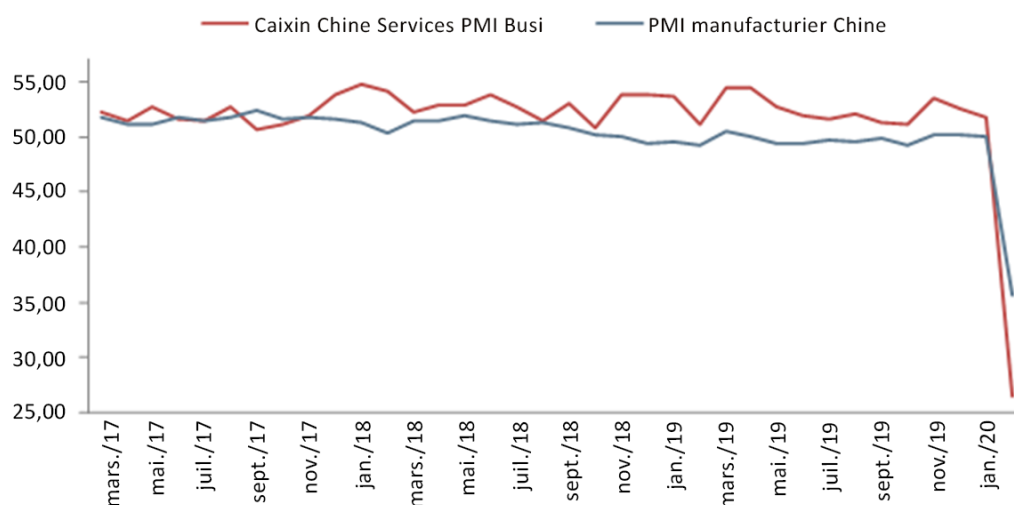
FED Funds



Les États-Unis ont également décidé d'augmenter leur solde en achetant des actifs pour une valeur de 700 milliards de dollars. Les démocrates et les républicains ont conclu un accord pour mettre en œuvre un ensemble de mesures à hauteur de 2 milliards de dollars, pour pallier les effets du COVID-19. En Europe, la Banque centrale européenne, en plus de l'injection initiale de 120 milliards d'euros (12 mars), a décidé de créer le Programme d'achat d'urgence face à la pandémie (PEPP) pour une valeur de 750 milliards d'euros (15 mars). Le but est d'éviter une augmentation des *spreads* de la dette publique, alors que les différents États membres ont décidé d'ignorer le pacte de stabilité en vue d'apporter une aide au tissu productif. L'Allemagne, championne de l'austérité, va augmenter sa dette de 350 milliards d'euros avec deux objectifs : limiter l'expansion du COVID-19 et fournir des liquidités aux entreprises, en allant même jusqu'à en acquérir des parts. Au sud, l'Espagne injectera 200 milliards d'euros et l'Italie 350 milliards d'euros, soit l'équivalent de 20 % de son PIB. La France a débloqué 45 milliards d'euros pour apporter un soutien immédiat aux entreprises et aux travailleurs, et elle offrira des garanties pour des prêts d'une valeur de 300 milliards d'euros. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre baissera le prix de l'argent de 50 points de base, jusqu'à 0,25 %, tout en réduisant les exigences en matière

de capitaux pour les établissements financiers, pour qu'ils puissent augmenter le crédit. Par ailleurs, près de 300 milliards de livres seront injectés dans l'économie réelle. Le Japon va destiner une somme équivalente à 190 milliards de dollars pour l'achat d'ETF. Pour lutter contre les effets de la pandémie, beaucoup d'autres pays ont adopté des mesures similaires. Une fois la pandémie passée, les conditions de liquidité dans le système seront exceptionnelles, ce qui nous fait espérer un fort rebondissement, et étant donné que ces conditions ultra-expansives seront maintenues pour une période indéfinie l'année prochaine, ce rebond peut se prolonger. Au niveau strictement macro, nous assistons à une forte baisse du niveau d'activité en raison de la cessation dans de nombreux pays de toute activité considérée comme non essentielle. Nous connaissons jusqu'à la présente date les chiffres du PMI de Caixin pour février en Chine, avec une chute significative des niveaux d'activité dans le secteur des services jusqu'à 26,5 contre 51,8 en janvier. L'activité manufacturière a connu une baisse moins intense, jusqu'à 40,3 contre 51,1. Les deux secteurs sont actuellement dans une phase de contraction. La Chine commence déjà à réduire certaines limitations, ce qui devrait permettre une certaine reprise en avril, mais les exportations resteront faibles, car ses partenaires commerciaux sont paralysés.

Évolution PMI en Chine



En Europe, nous avons connu le PMI de Markit du mois de mars lors de son estimation préliminaire : le secteur des services a chuté jusqu'à 28,4 contre 52,6 auparavant, alors que l'activité manufacturière a baissé jusqu'à 44,8 contre 49,2 au mois de février. En ce qui concerne la confiance des investisseurs allemands, l'indice ZEW a chuté jusqu'à -49,5, des niveaux très proches de ceux de la crise de 2008. La confiance des entreprises allemandes mesurée par l'indice IFO a également chuté, en passant de 96 à 86,1 en mars. De plus, les perspectives à six mois sont fortement dégradées. Aux États-Unis, nous avons constaté une augmentation des demandes d'allocations chômage et une détérioration du niveau d'activité dans la région de la Philadelphie, également visible à l'échelle nationale. Le PMI de Markit dans le secteur manufacturier a légèrement baissé jusqu'à 49,2 contre 50,7 auparavant, alors que le PMI des services cède des points jusqu'à 39,1 contre 49,4 au mois de février. Ces chiffres constituent un avant-goût de la tendance à la baisse qui va se poursuivre tout au long du deuxième semestre. Nous restons optimistes quant à une reprise au cours du second semestre 2020. En matière de politique monétaire, les banques centrales qui disposaient d'une marge de manœuvre pour baisser les taux l'ont fait, et les autres ont augmenté leurs soldes, tout en établissant des programmes de rachat d'actifs. Ce contexte de faibles taux d'intérêt va perdurer au cours des mois, jusqu'à la consolidation de la récupération économique.

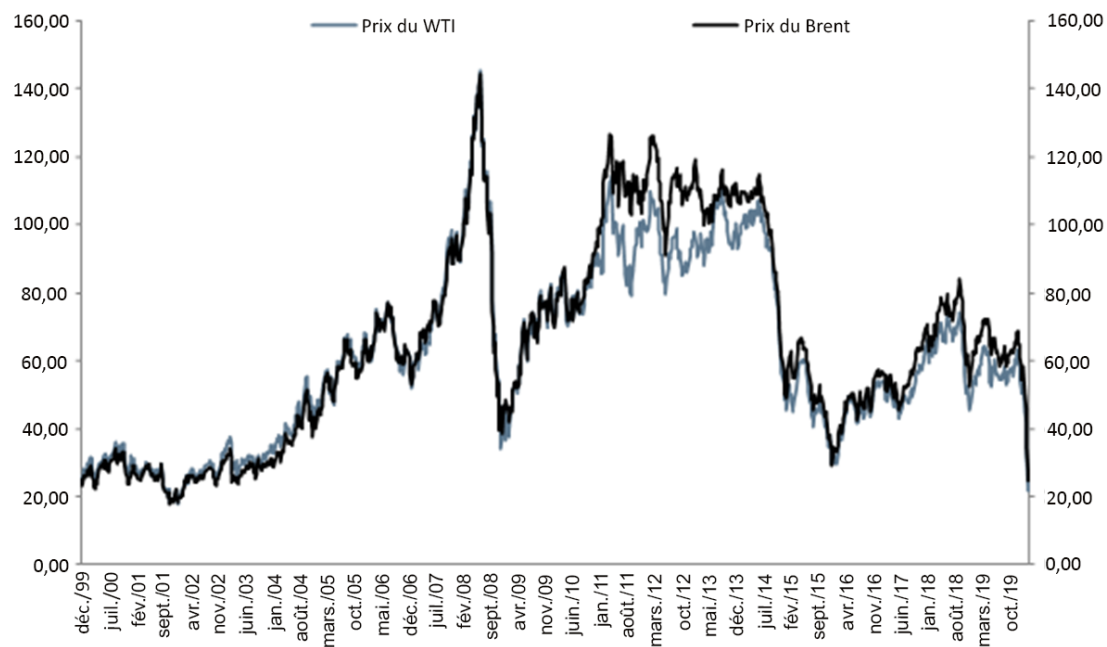
Résumé des dernières données économiques

RÉPARTITION	Macro							
	PIB	PI	Inflation	Consommation	Taux de chômage	Salaires	PMI M	PMI S
États-Unis	2,10 % t/t	0,55 % m/m	0,10 % m/m	1,80 % t/t	3,50 % m/m	0,30 % m/m	50,10 m/m	57,30 m/m
Europe	0,10 % t/t	2,30 % m/m	0,20 % m/m	0,10 % t/t	7,40 % m/m	2,30 % t/t	44,80 m/m	28,40 m/m
Allemagne	0,00 % t/t	3,00 % m/m	0,40 % m/m	0,70 % t/t	5,00 % m/m	0,90 % t/t	45,70 m/m	34,50 m/m
France	-0,10 % t/t	1,20 % m/m	0,00 % m/m	0,30 % t/t	8,23 % m/m	0,20 % t/t	42,90 m/m	29,00 m/m
Espagne	0,50 % t/t	0,20 % m/m	-0,30 % m/m	0,00 % t/t	13,78 % t/t	1,80 % t/t	50,40 m/m	52,10 m/m
Royaume-Uni	0,00 % t/t	-0,10 % m/m	0,40 % m/m	4,80 % t/t	3,50 % m/m	0,10 % m/m	48,00 m/m	35,70 m/m
Japon	-1,50 % t/t	1,00 % m/m	-0,20 % m/m	1,50 % m/m	2,40 % m/m	-6,00 % m/m	35,80 m/m	32,70 m/m
Brésil	0,50 % t/t	0,90 % m/m	0,25 % m/m	2,08 % t/t	11,20 % t/t		52,30 m/m	50,40 m/m
Russie	7,60 % t/t	-0,60 % m/m	0,30 % m/m	7,16 % t/t	4,60 % t/t	-25,50 % m/m	48,20 m/m	50,40 m/m
Chine	1,50 % t/t	-26,63 % m/m	0,80 % m/m	-20,50 m/m	3,62 % t/t		35,70 m/m	26,50 m/m

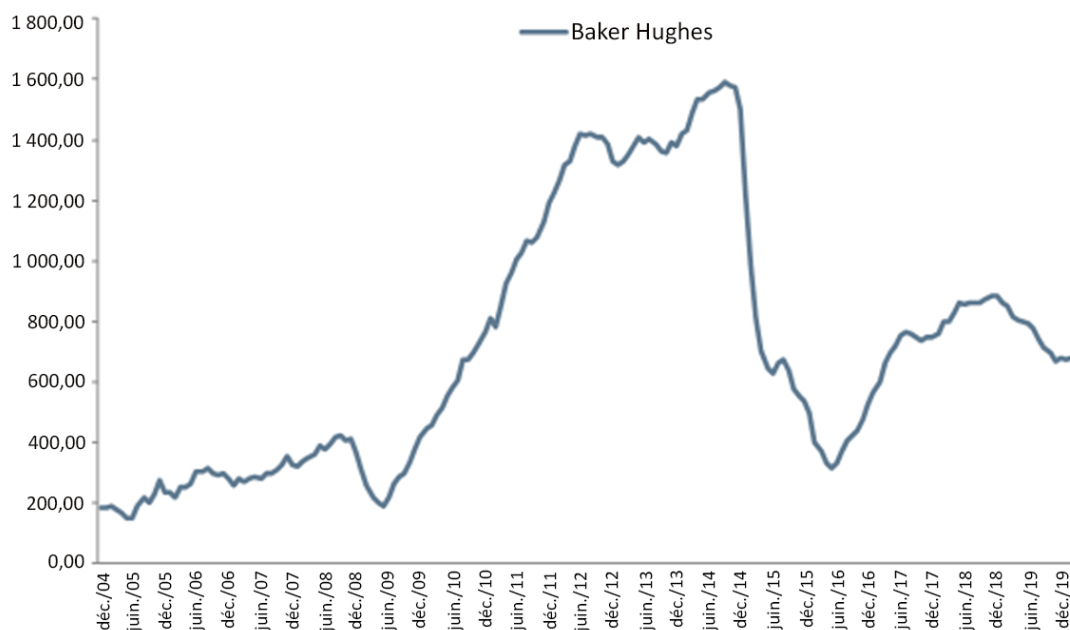
En ce qui concerne les matières premières, nous avons assisté à la tempête parfaite sous la forme d'une chute de la demande en raison de l'arrêt des économies et, d'autre part, à une augmentation de l'offre suite à l'absence d'accord entre la Russie et l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) pour continuer à limiter l'offre de pétrole par ces derniers. Ainsi, dès le mois d'avril, l'Arabie saoudite va porter sa production jusqu'à 13 millions de barils par jour, contre 9,7 millions actuellement. Cette situation a provoqué une chute du baril de Brent à un niveau inférieur à 25 dollars et il faut remonter jusqu'à fin 2001 pour constater des niveaux similaires. Compte tenu des niveaux actuels, de nombreuses exploitations cessent d'être rentables, ce qui implique une baisse de l'offre. De plus, les mesures d'expansion prises dans le domaine monétaire et fiscal stimuleront

la demande, ce qui se traduira par une augmentation des prix. Au cours des prochains mois, le prix du Brent devrait se maintenir autour de 30 dollars le baril, mais pendant le second semestre, il devrait atteindre les 40 dollars. D'autres matières premières industrielles connaissent des chutes similaires, en raison de la baisse de la demande : si l'on observe la pollution mesurée à proximité des usines métallurgiques, on constate une forte diminution des particules dans l'atmosphère, ce qui indique clairement une baisse de la demande en minerai de fer. Par ailleurs, l'or continuera à bénéficier de l'incertitude et de la volatilité, mais aussi des pressions inflationnistes à venir susceptibles de résulter de l'impression en masse de papier-monnaie. Il devrait se maintenir autour des 1 600 dollars l'once au cours des mois à venir.

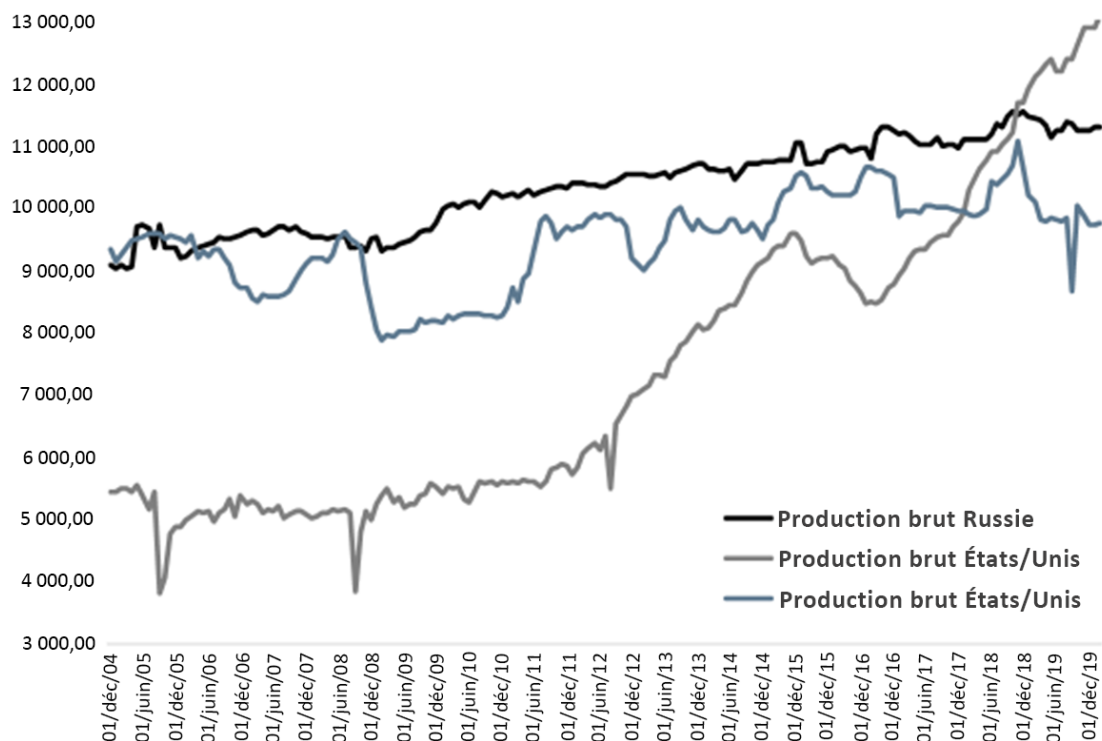
Évolution du prix du Brent & WTI



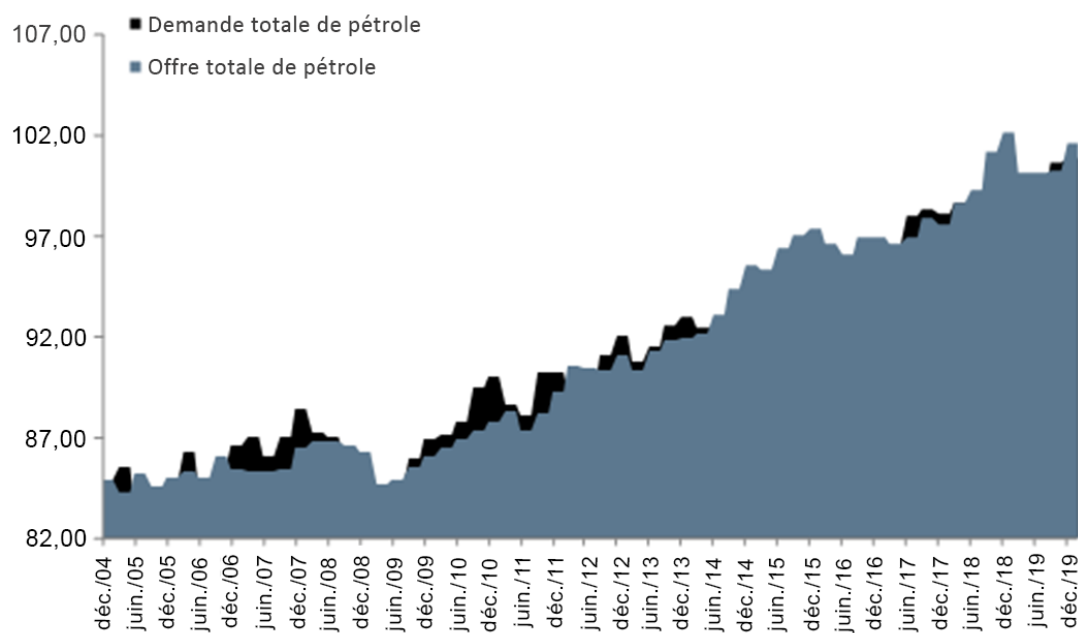
Création de nouveaux puits aux États-Unis



Production de pétrole



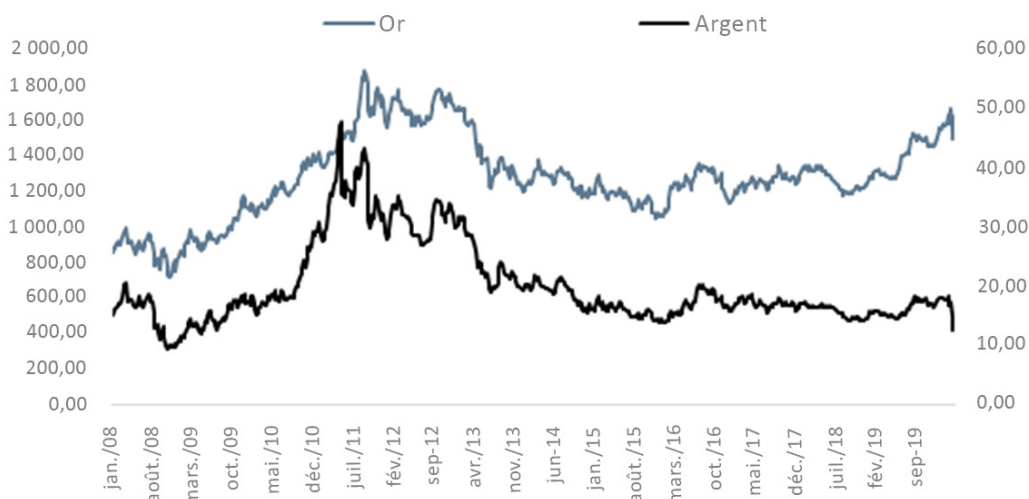
Demande et offre mondiales de pétrole



Évolution métaux et mines



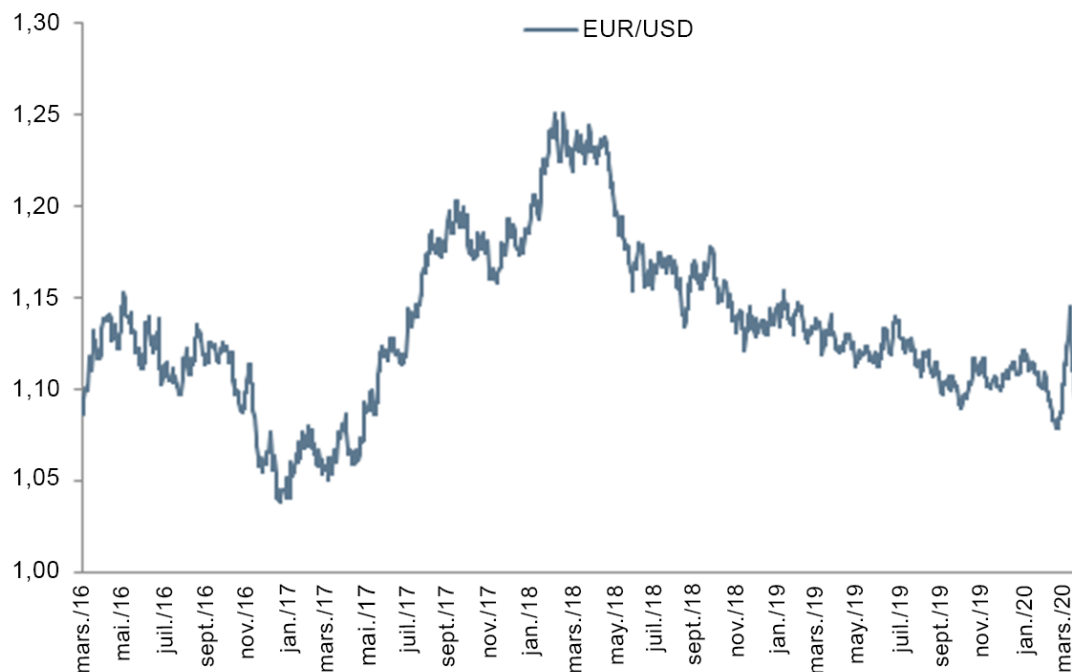
Évolution or et argent



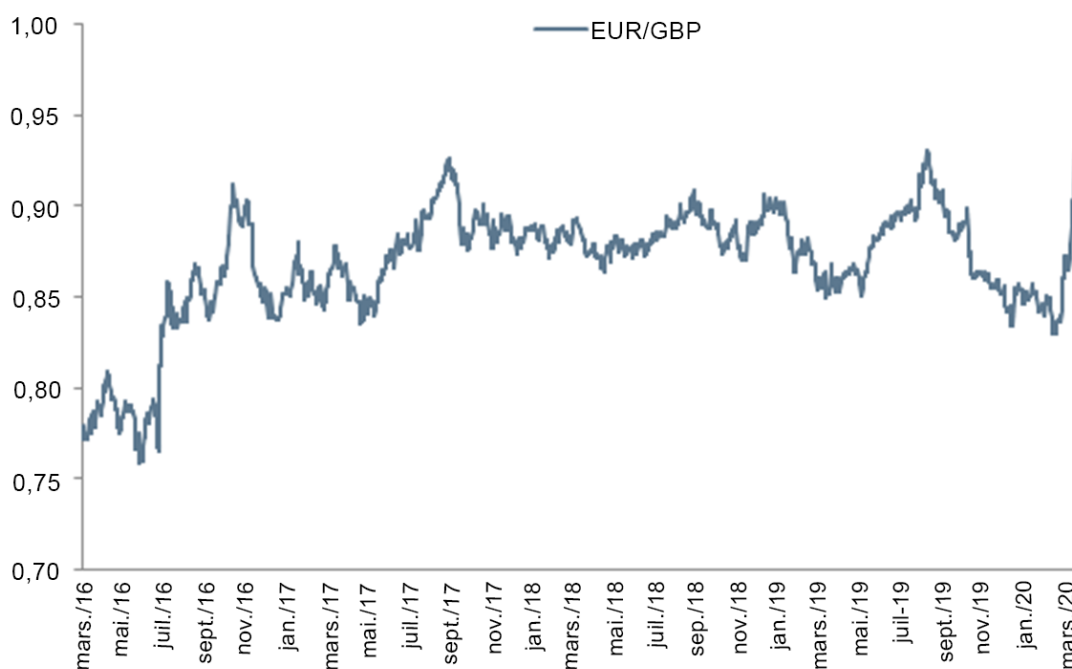
Les marchés des devises sont clairement disloqués. Dans un marché volatil comme celui d'aujourd'hui, les devises qui servent de valeur refuge devraient mieux se comporter (notamment, le franc suisse, le dollar américain). En ce qui concerne l'euro et le dollar américain, la BCE et la Réserve fédérale ont décidé d'augmenter leurs soldes, et la décision de cette dernière d'abaisser également les taux d'intérêt

jusqu'à la fourchette de 0 %/0,25 % a réduit l'écart entre les deux monnaies. À partir du 1,079 actuel, nous prévoyons une augmentation jusqu'à 1,12, voire plus, car il n'est pas exclu que les États-Unis puissent injecter 2 milliards de dollars supplémentaires si nécessaire, ce qui ramènerait le déficit budgétaire à un niveau similaire à celui observé pendant la Seconde Guerre mondiale.

Évolution parallèle des devises EUR/USD



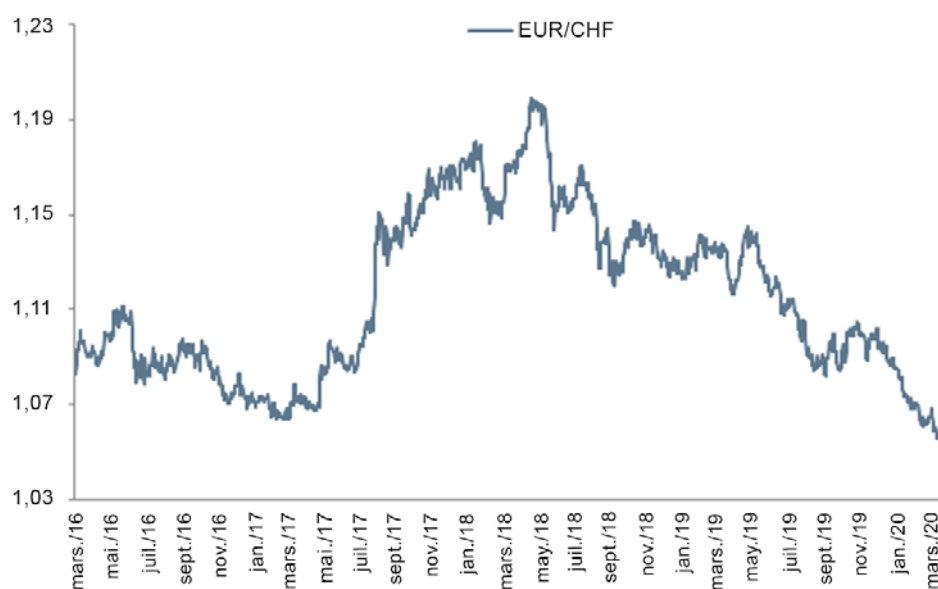
Évolution parallèle des devises EUR/GBP



Évolution parallèle des devises EUR/SEK



Évolution parallèle des devises EUR/CHF



Nous envisageons l'avenir avec optimisme : la crise actuelle est le résultat d'un événement « fortuit » de nature passagère. Le fait que les gouvernements et les banques centrales agissent rapidement et de manière coordonnée est essentiel. Les leçons de la crise financière de 2008 ont été tirées et nous apprendrons désormais à mieux gérer les futures crises sanitaires. De la même manière que la contraction des niveaux d'activité a été intense, nous attendons une reprise également intense tout au long du second semestre.

Actons

Après un début d'année positif sur les parquets, la situation est devenue en quelques semaines problématique pour les investisseurs. Ainsi, les indices américains sont passés de maximums historiques à l'accumulation de baisses importantes depuis le début de l'année (clôture du 24 mars) : -20 % pour le Nasdaq et -28 % pour le Dow Jones, en passant par -25 % pour le S&P500. En Europe, la situation n'est pas brillante non plus, voire encore plus inquiétante, en raison de la faiblesse de certains pays victimes de la guerre

commerciale entre la Chine et les États Unis. L'EuroStoxx50 a baissé de 28 %, le Dax allemand de 27 % et l'IBEX35, bien qu'il a dépassé les 10 000 points pour la première fois depuis mai 2018, a baissé de 5 814 points (-42 %) et accumule désormais une dépréciation de 29 %. Malgré ce contexte déprimant, nous restons optimistes pour les raisons évoquées ci-dessus, notamment les conditions monétaires expansionnistes et les plans de relance budgétaire adoptés pour stimuler les économies une fois la crise sanitaire surmontée.

Évolution des valorisations bourses mondiales

	Devise	Capitalisation moyenne	YTD	QTD	PER	PER moyen	Rendement	EV/Ventes	EV/EBITDA	P / B	P / Cash Flow	RoA	RoE	Marg brute
EuroStoxx50	EUR	48 140,00	-27,05%	-27,05%	14,59	15,89	4,52	1,30	8,01	1,27	6,51	1,13%	9,33%	10,62%
Stoxx600	EUR	13 963,00	-25,01%	-25,01%	14,77	18,66	4,55	1,27	7,42	1,32	7,48	1,19%	9,91%	9,87%
Dax	EUR	29 805	-27,34%	-27,34%	16,63	--	4,21	1,02	6,77	1,15	7,37	1,39%	9,66%	7,26%
Cac 40	EUR	34 227	-27,85%	-27,85%	15,64	--	4,21	1,21	8,57	1,25	9,42	1,05%	8,63%	9,16%
Ibex 35	EUR	12 213	-29,60%	-29,60%	14,73	15,60	5,96	1,55	9,14	0,96	2,45	0,67%	6,55%	11,83%
FTSE MIB	EUR	9 542	-28,75%	-28,75%	11,43	--	5,91	1,08	6,04	0,84	9,02	0,89%	9,69%	10,07%
FTSE 100	GBP	14 483	-26,96%	-26,96%	15,65	--	6,31	1,14	7,45	1,34	6,32	0,96%	8,95%	8,74%
SMI	CHF	54 260	-14,42%	-14,42%	18,56	--	3,64	1,93	10,72	2,10	14,03	1,50%	12,61%	12,23%
MSCI Small Cap	EUR	1 404	-31,31%	-31,31%	15,47	16,06	3,96	1,16	8,34	1,21	5,31	1,68%	8,58%	8,01%
S&P500	USD	43 393	-20,95%	-20,95%	16,73	17,67	2,38	2,21	11,08	2,79	10,90	3,20%	15,73%	13,42%
Nasdaq	USD	4 309	-16,13%	-16,13%	47,14	32,23	1,28	3,04	20,03	3,84	16,68	3,79%	14,01%	12,18%
Dow Jones	USD	218 922	-23,72%	-23,72%	15,35	--	2,95	2,06	10,39	3,23	9,77	1,65%	19,70%	12,04%
Russell 2000	USD	843	-31,90%	-31,90%	--	25,41	2,13	1,49	21,05	1,49	12,49	0,27%	1,19%	3,99%
Nikkei	JPY	1 450 317	-18,52%	-18,52%	16,89	19,43	2,33	1,15	8,43	1,42	8,44	2,71%	8,65%	7,87%
MSCI EM	USD	10 500	-24,14%	-24,14%	11,87	13,59	3,31	1,51	8,13	1,26	7,22	2,09%	11,07%	12,02%
Mexico IPC	MXN	125 861	-22,21%	-22,21%	12,83	--	4,02	1,68	6,49	1,66	6,36	3,23%	12,80%	14,20%
Bovespa	BRL	32 191	-36,51%	-36,51%	13,47	39,66	4,81	1,53	7,20	1,50	6,39	2,35%	11,68%	12,27%
Micex	RUB	865 589	-20,65%	-20,65%	4,88	--	8,45	1,02	3,69	0,75	3,91	5,31%	15,26%	19,10%
Hang Seng	HKD	312 109	-17,41%	-17,41%	9,41	--	4,37	2,11	7,38	0,99	5,48	1,36%	10,62%	21,13%
Shenzhen CSI	CNY	99 785	-10,31%	-10,31%	13,04	--	2,26	1,85	12,87	1,66	7,65	1,59%	12,93%	13,17%
Sensex	INR	1 892 032	-30,99%	-30,99%	17,37	--	1,81	2,73	10,81	2,22	14,35	2,13%	12,41%	16,13%
Kospi	KRW	1 405 128	-21,70%	-21,70%	16,57	--	2,67	0,94	7,26	0,68	6,22	1,02%	4,25%	5,72%

Évolution secteurs Stoxx600

	Devise	Capitalisation moyenne	YTD	QTD	PER	PER moyen	Rendement	EV/Ventes	EV/EBITDA	P / B	P / Cash Flow	RoA	RoE	Marg brute
Stoxx600	EUR	13 963,00	-25,01%	-25,01%	14,77	18,66	4,55	1,27	7,42	1,32	7,48	1,19%	9,91%	9,87%
Matériaux de base	EUR	10 868	-32,46%	-32,46%	10,70	--	8,05	0,71	4,91	0,98	3,77	4,46%	10,48%	8,89%
Pétrole et gaz	EUR	17 823	-36,91%	-36,91%	14,84	--	8,43	0,68	4,88	0,86	3,62	1,97%	5,00%	5,96%
Industrie	EUR	8 809	-30,33%	-30,33%	19,25	--	3,53	1,14	9,07	2,43	8,96	3,65%	13,74%	7,55%
Chimie	EUR	13 837	-23,04%	-23,04%	21,13	--	3,29	1,56	10,48	1,80	10,25	5,56%	11,81%	8,29%
Matériaux de construction	EUR	11 905	-29,27%	-29,27%	12,85	--	3,73	1,04	8,03	1,49	5,98	3,67%	12,34%	7,97%
Serv. publics	EUR	15 996	-13,28%	-13,28%	21,97	--	5,06	1,64	9,12	1,57	6,73	2,68%	11,93%	8,04%
Santé	EUR	24 285	-11,44%	-11,44%	26,56	--	2,95	3,53	14,00	3,32	13,77	5,73%	14,67%	16,32%
Banques	EUR	14 647	-37,62%	-37,62%	8,03	--	8,94	--	--	0,45	8,95	0,33%	5,86%	22,87%
Assurances	EUR	12 236	-31,14%	-31,14%	9,11	--	6,74	0,47	--	0,82	12,27	0,59%	9,23%	5,87%
Télécom.	EUR	15 163	-20,14%	-20,14%	19,60	--	6,31	2,04	5,75	1,36	2,96	1,75%	6,34%	12,94%
Alimentation	EUR	27 894	-21,24%	-21,24%	18,86	--	2,96	2,89	12,66	2,92	12,92	5,88%	16,15%	17,60%
Automobiles	EUR	13 248	-39,54%	-39,54%	6,81	--	8,35	0,35	2,98	0,56	2,96	2,49%	9,29%	4,80%
Technologie	EUR	17 800	-19,17%	-19,17%	29,05	--	2,00	2,49	13,18	2,94	16,59	6,08%	13,35%	11,38%
Vente détail	EUR	11 060	-20,82%	-20,82%	23,24	--	3,35	0,81	9,37	2,32	8,46	3,79%	12,39%	4,60%
Immobilier	EUR	4 838	-28,11%	-28,11%	10,00	--	4,92	13,97	14,64	0,76	13,49	3,50%	7,58%	83,71%
Moyenne	EUR	8 065	-30,65%	-30,65%	15,21	--	4,08	2,13	9,64	2,30	8,54	4,72%	15,34%	14,50%
Consommation personnelle	EUR	24 128	-19,38%	-19,38%	21,08	--	3,70	2,57	10,80	2,72	12,34	7,18%	17,69%	16,05%
Voyages et loisirs	EUR	5 404	-44,34%	-44,34%	2,07	--	5,26	0,26	0,67	0,20	0,68	6,52%	19,36%	7,12%
Services financiers	EUR	7 206	-26,58%	-26,58%	10,17	--	3,17	1,14	5,44	1,39	13,50	1,23%	16,59%	17,48%

Cela ne signifie pas que l'on puisse se mettre à acquérir toutes les sociétés qui ont subi les pertes les plus importantes. Il faut choisir ses investissements avec soin, car certains secteurs et industries mettront plus de temps à se remettre de la crise. Sans prétendre à l'exhaustivité, nous pensons aux secteurs du tourisme et de l'aviation (ce dernier comprend les compagnies aériennes, les fabricants, les sociétés chargées de la maintenance des avions et beaucoup, beaucoup d'autres), d'autant plus c'est dans l'hémisphère nord qu'est réalisé l'essentiel de la facturation et que les voyages pourraient être encore sujets à des restrictions l'été prochain. Compte tenu de la volatilité du contexte actuel, la prudence est de mise, de sorte que nous misons sur des secteurs défensifs tels que les services publics, la consommation non cyclique, les soins de santé et les télécommunications, malgré le niveau d'endettement élevé de ce dernier. Le secteur des télécommunications bénéficie de la chute des taux d'intérêt et de l'extension des coûts de financement. Dans le secteur de l'énergie, malgré le séisme provoqué par la chute des prix du pétrole (-57 % pour le Brent depuis le début de l'année), nous nous positionnons également, car la reprise économique passera par une remontée des prix du baril. Les entreprises du secteur ont déjà pris des mesures pour compenser la chute des prix du pétrole, notamment la réduction des CAPEX et l'augmentation du nombre d'opérations déficitaires à ces niveaux de prix. Il n'y a eu pour l'instant aucune baisse des dividendes et, dans le cas d'une réduction de 50 %, les taux de rentabilité par dividende restent intéressants à près de 6 %. Un autre secteur qui nous intéresse particulièrement est le secteur de la technologie, l'une des méga-tendances dans le monde des investissements et un processus irréversible dans nos sociétés. Nous profiterions des corrections constatées au cours des dernières semaines, pour prendre des positions dans les entreprises qui proposent des services dans le nuage, la vente de programmes et des services de conseil,

car ces sous-secteurs présentent des taux de croissance supérieurs au PIB des pays développés. Ces investissements seraient aussi bien positifs en Europe qu'aux États-Unis. Nous aurions tendance à favoriser les États-Unis parce que l'ampleur de la relance est plus importante qu'en Europe, ainsi que la capacité des États-Unis à surmonter plus rapidement les crises. L'examen des valeurs des principaux indices montre une correction par rapport à celles du début du mois de mars, mais quelques semaines avant le début de la campagne de publication des résultats du premier trimestre 2020, nous verrons différents *profit warnings* qui entraîneront une nouvelle hausse des multiples. Un rapide coup d'œil suffit pour constater que l'EuroStoxx50 est passé d'un cours de 18,2x bénéfices début mars à 14,5x actuellement. Aux États Unis le S&P500 cotisait à 20,1x bénéfices, alors qu'aujourd'hui le cours est de 16,1x. Les appréciations de l'IBEX35 et du FTSE MIB sont également à noter, car après les baisses successives, le ratio cours/valeur comptable est inférieur à 1. En ce qui concerne la rentabilité par dividende, elle est supérieure à 4 % en Europe, alors qu'aux États-Unis le S&P500 offre une rentabilité de 2,47 %, bien supérieure au TRI sur 10 ans pour le débiteur public, qui paie 0,85 %. En ce qui concerne les pays émergents, il faut établir une distinction entre ceux qui exportent des matières premières et ceux qui en sont consommateurs. Nous devons également garder à l'esprit que de nombreux systèmes de santé présentent des lacunes importantes, ce qui peut amplifier encore les effets de la pandémie. Pour ce qui est des flux d'investisseurs, les premières entrées de capitaux ont commencé à se produire sur les marchés émergents, après des semaines de sorties nettes. Nous conseillerions dans ce domaine la Chine, ainsi que la Corée du Sud et la Russie dans une moindre mesure. Du côté négatif, il convient de prêter attention à la gestion de la crise sanitaire au Brésil et au Mexique, sans oublier l'impact négatif de la chute des prix du pétrole.

Évolution valorisations secteurs S&P 500

	Devise	Capitalisation moyenne	YTD	QTD	PER	PER moyen	Rendement	EV/Ventes	EV/EBITDA	P / B	P / Cash Flow	RoA	RoE	Marg brute
S&P500	USD	43 393	-20,95%	-20,95%	16,73	17,67	2,38	2,21	11,08	2,79	10,90	3,20%	15,73%	13,42%
Industriels	USD	25 836	-27,21%	-27,21%	14,15		2,89	1,89	10,02	3,62	10,71	5,30%	21,55%	11,52%
Energie	USD	20 629	-51,75%	-51,75%	10,31		8,21	0,91	6,57	0,79	3,73	0,99%	2,10%	2,82%
Matériaux	USD	18 752	-27,46%	-27,46%	15,30		2,98	1,82	11,00	1,83	9,27	3,00%	7,28%	8,52%
Finances	USD	35 577	-31,24%	-31,24%	9,51		2,98	2,04	--	1,02	7,03	1,41%	12,92%	25,02%
Télécom.	USD	90 930	-19,44%	-19,44%	17,76		1,57	3,09	10,00	2,73	9,80	5,56%	14,42%	18,24%
Cons. discrétionnaire	USD	35 690	-19,59%	-19,59%	20,21		1,59	1,66	10,92	6,53	11,76	6,34%	31,10%	8,81%
Santé	USD	53 614	-16,24%	-16,24%	18,34		2,01	1,75	12,97	3,64	13,15	6,28%	18,01%	9,41%
Serv. publics	USD	27 580	-13,09%	-13,09%	14,89		3,59	4,32	11,86	1,97	9,24	2,93%	11,20%	20,07%
IT	USD	77 242	-13,88%	-13,88%	22,29		1,61	4,39	14,46	6,29	15,36	10,54%	29,20%	22,25%
Cons. personnelle	USD	56 679	-14,34%	-14,34%	18,29		3,19	1,65	14,64	5,29	14,62	6,24%	21,75%	8,39%
Immobilier	USD	21 193	-18,76%	-18,76%	39,01		3,83	8,66	19,14	3,09	16,16	3,99%	10,53%	22,68%

Obligations

Les niveaux actuels des taux d'intérêt, en particulier dans les pays développés, n'offrent aucune valeur. Il est néanmoins essentiel qu'un portefeuille soit diversifié et contienne différents types d'actifs, et c'est encore plus vrai dans un environnement aussi volatile que celui dans lequel nous nous trouvons. Au cours des dernières semaines, à mesure que le COVID-19 s'étendait sur la planète, nous avons assisté à un mouvement de « fly to quality ». Les investisseurs se sont débarrassés des actifs à risque et, comme s'il s'agissait d'une ruée vers l'or, ont commencé à acheter des titres de la dette publique des États-Unis et de l'Allemagne, parmi d'autres gouvernements offrant une solvabilité maximale. Les chutes en termes de rentabilité ont été plus intenses aux États-Unis, car la marge de manœuvre de la Réserve fédérale était plus importante. Depuis le début de l'année, le T-Note accumule une revalorisation de 8,25 %. De ce côté-ci de l'Atlantique, le Bund accumule un gain de 1,7 %. Les revalorisations s'expliquent par le mouvement de « fly to quality » susmentionné. Il ne faut donc pas s'attendre à des

chutes de prix de la dette publique, puisque tant la Réserve fédérale que la BCE vont acquérir l'essentiel de la dette qui sera émise, ce qui devrait maintenir les rendements aux niveaux actuels : -0,35 % pour le Bund allemand et 0,85 % pour le T-Note. À la périphérie de l'Europe, on peut encore trouver quelques opportunités à saisir, bien que la mise en route du PEPP a entraîné un resserrement des primes de risque. Ainsi, l'espagnole se situe autour des 100 points de base, tandis que l'italienne se situe à près de 170 points. En Grèce, le 18 mars, le taux de l'emprunt à 10 ans était de 4 %, mais avec l'incorporation des obligations helléniques au PEPP, la rentabilité se situe désormais à 1,60 %. Si l'on observe l'évolution de l'émission du gouvernement grec, 3,875 % au 12/03/2029, elle est passée de 100 à 118,80 en une semaine, et elle se situe à 7 chiffres du niveau d'avant la crise. Nous conseillerions de miser sur la dette publique périphérique, qui offre un rendement positif et en même temps une certaine « sécurité » puisque la BCE en acquiert actuellement.

Rentabilités

			Dernier	Dernier trimestre	Fin année précédente
Core	Allemagne	2 ans	-0,72%	-0,77%	-0,60%
		10 ans	-0,53%	-0,57%	-0,19%
	France	2 ans	-0,62%	-0,69%	-0,59%
		10 ans	-0,10%	-0,27%	0,12%
	Royaume-Uni	2 ans	0,10%	0,37%	0,59%
		10 ans	0,29%	0,49%	0,87%
Périphériques	États-Unis	2 ans	0,25%	1,62%	1,57%
		10 ans	0,64%	1,66%	1,88%
	Espagne	2 ans	-0,25%	-0,51%	-0,39%
		10 ans	0,53%	0,15%	0,47%
	Italie	2 ans	0,28%	-0,26%	-0,05%
		10 ans	1,41%	0,82%	1,41%
Émergents	Portugal	2 ans	-0,16%	-0,60%	-0,55%
		10 ans	0,66%	0,16%	0,44%
	Russie	3 ans	--	3,00%	--
		10 ans	3,57%	3,51%	2,99%
	Brésil	2 ans	2,92%	2,24%	2,01%
		10 ans	4,08%	3,95%	3,73%
	Chine	2 ans	3,79%	2,74%	2,71%
		10 ans	2,62%	3,14%	3,15%

Différentiels

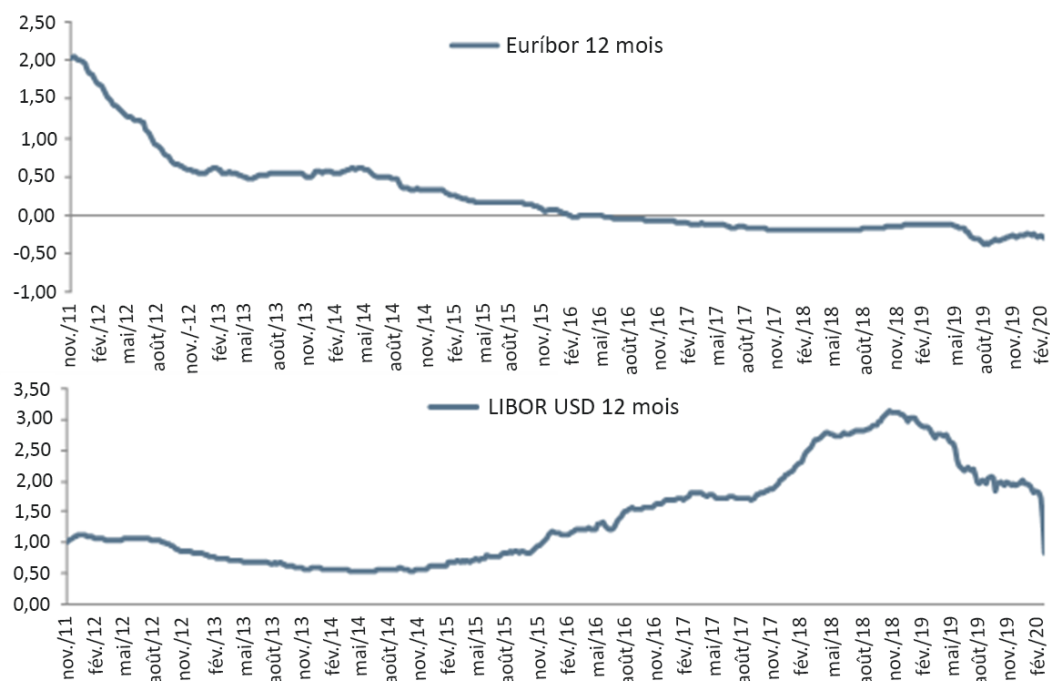
			Dernier	Dernier trimestre	6/janv./20
Core	Allemagne	2-5	1,31	-1,02	12,13
		2-10	18,10	19,08	41,02
	France	2-5	19,15	4,61	27,62
		2-10	52,02	41,33	70,08
	Royaume-Uni	2-5	3,53	-9,44	4,24
		2-10	17,81	10,93	26,63
	États-Unis	2-5	10,64	-8,17	9,87
		2-10	38,05	3,88	30,75
Périphériques	Espagne	2-5	27,39	20,47	29,77
		2-10	77,47	65,28	84,62
	Italie	2-5	52,20	46,04	71,81
		2-10	111,32	107,42	145,39

En attente

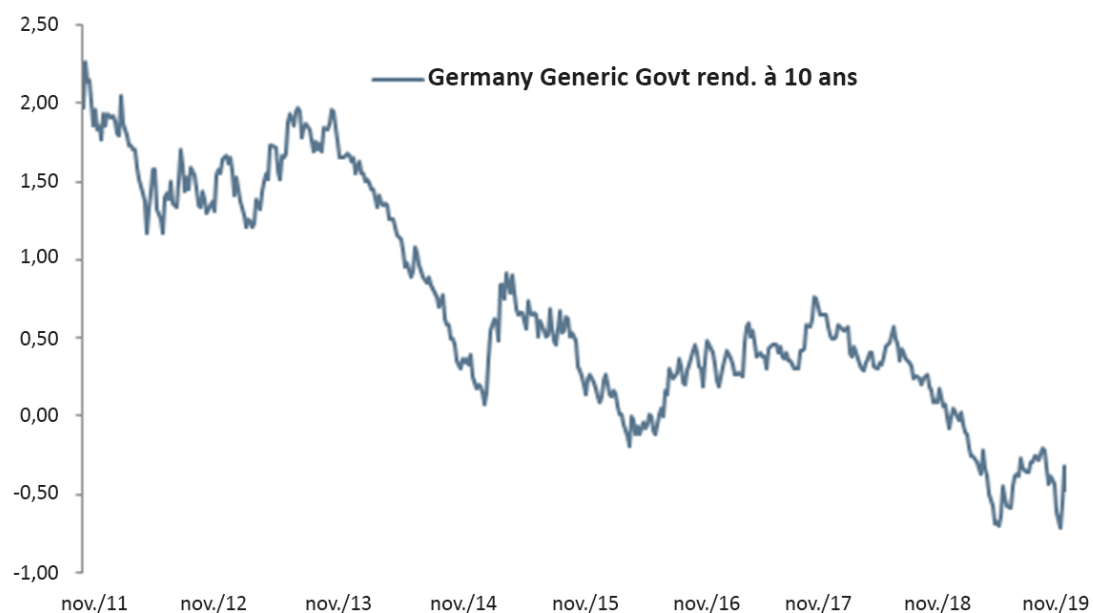
			Dernier	Dernier trimestre	Fin année précédente
Core	Allemagne-France	2 ans	8,77	6,93	0,89
		10 ans	43,75	29,64	30,31
	Allemagne-États-Unis	2 ans	-99,10	-239,68	-218,04
		10 ans	-117,30	-223,97	-206,76
Périphériques	Allemagne-Espagne	2 ans	48,44	25,49	21,54
		10 ans	106,52	71,58	65,11
	Allemagne-Italie	2 ans	101,71	50,85	55,24
		10 ans	194,11	139,39	159,70
	Allemagne-Portugal	2 ans	55,94	-25,36	-33,70
		10 ans	118,95	-67,81	-94,59
	Espagne-Italie	2 ans	-53,26	16,63	4,26
		10 ans	-87,60	73,03	62,16
	Espagne-Portugal	2 ans	7,49	-8,87	-17,28
		10 ans	12,43	1,45	-2,95

Crédit/CDS

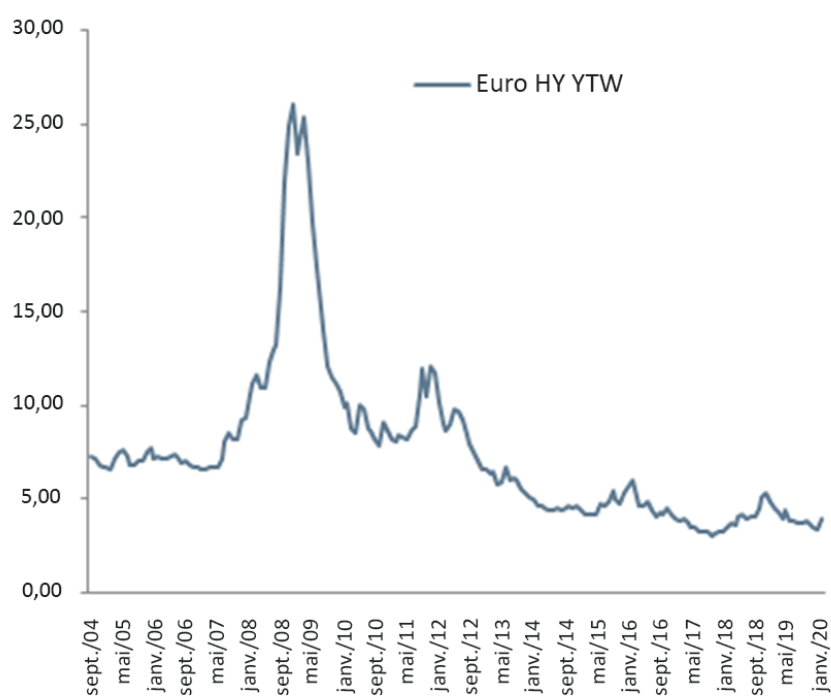
		Dernier	Dernier trimestre	Fin année précédente
Crédit	iTraxx Europe Senior. Fro.	58,76	42,68	29,74
	iTraxx Europe Subor. Fro.	256,90	139,38	110,80
	iTraxx Europe Crossover	477,76	206,30	177,84
	Spread A-10 ans États-Unis	2,15	0,95	0,77
	Spread BBB-10 ans États-Unis	2,90	1,47	1,25
	Spread HY-10 ans États-Unis	9,18	3,97	3,25
CDS	Allemagne	8,43	8,81	8,78
	France	17,76	17,88	18,19
	Portugal	35,30	37,76	37,72
	Espagne	39,22	39,99	40,72
	Italie	159,19	179,14	164,86



Évolution BUND



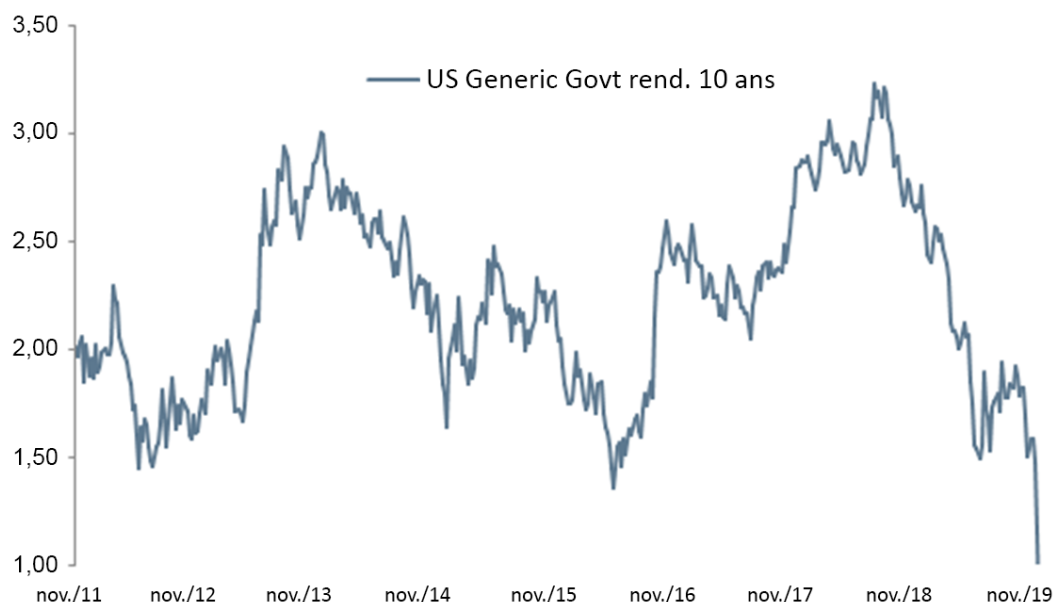
Évolution YTW High Yield européen



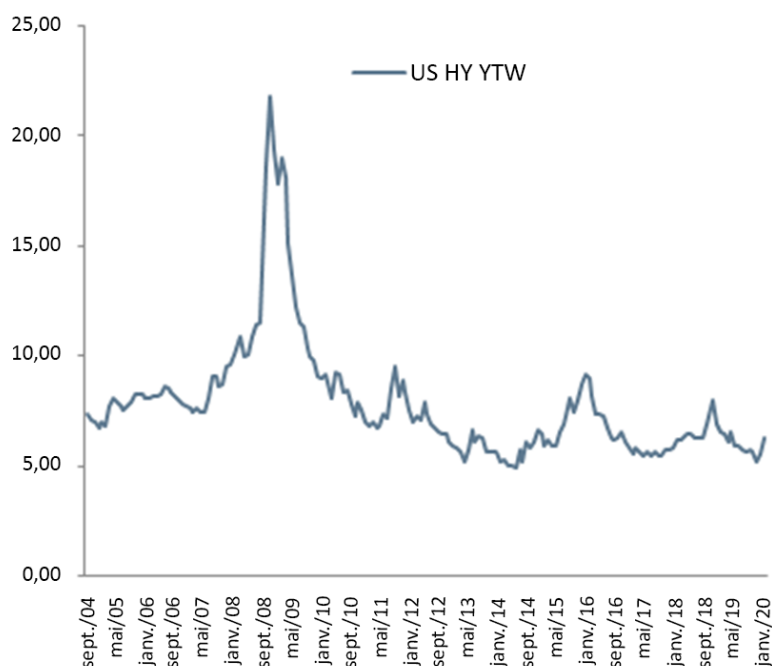
Nous appliquerions la même stratégie aux États-Unis pour protéger les portefeuilles de nouveaux épisodes de volatilité potentiels. Il est encore trop tôt pour évaluer l'importance des éventuelles pressions inflationnistes, mais avec l'arrêt généralisé et la chute de la demande, aucune pression sur les prix n'est constatée. Dans le monde *corporate* nous favorisons la qualité et nous misons sur des titres Investment Grade. La paralysie de l'activité a laissé de nombreuses entreprises sans revenus et dans le spectre High Yield, cette situation peut entraîner une augmentation des *defaults*, en particulier dans le secteur de l'énergie en Amérique du Nord, où les producteurs de *shale oil* seront nombreux à être obligés de mettre la clé sous la porte (avant même la forte baisse du prix du pétrole, ces entreprises présentaient de faibles capacités et un niveau d'endettement élevé). En raison de ces *defaults*, si les mesures de compensation s'avèrent inefficaces, le secteur financier pourrait devoir affronter une augmentation des impayées, ce qui, ajouté à la

chute de la marge financière, mettrait les banques dans une situation délicate. Aux États-Unis, il conviendrait d'éviter le secteur financier, pour prendre des positions dans les secteurs traditionnels de la défense. En Europe, nous conseillons également de favoriser la qualité et de prendre des positions dans le segment Investment Grade au détriment du High Yield, car c'est au cours des prochains mois que l'ampleur des dommages sur l'économie devrait se révéler, et les entreprises les plus faibles seront celles qui affronteront les plus grandes difficultés. Par ailleurs, compte tenu des niveaux des taux d'intérêt dans le segment Investment Grade, dès lors que la situation sera stable et que les achats d'actifs par la banque centrale se poursuivront, les investisseurs chercheront à se positionner sur le High Yield à la recherche de rentabilité. En ce qui concerne la dette émergente, nous restons positifs, surtout après les corrections consécutives au mouvement de « fly to quality ».

Évolution Treasury

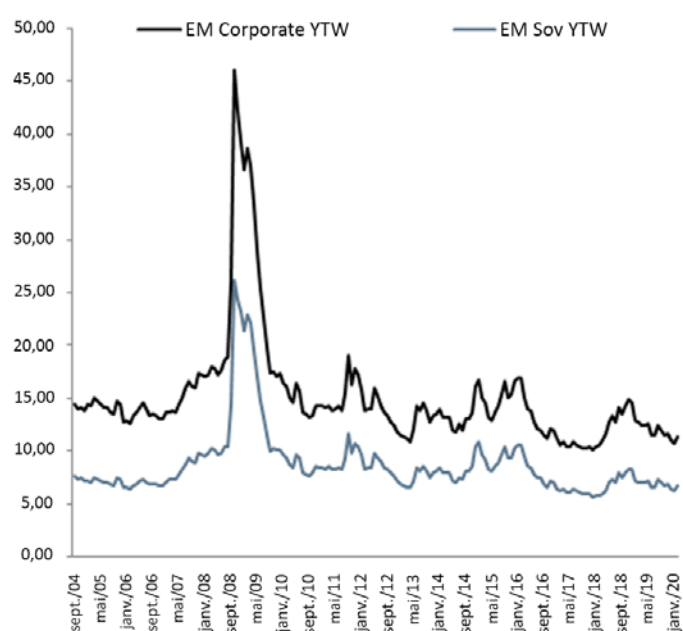


Évolution YTW High Yield américain



Ici, nous privilégions les pays qui disposent encore d'une marge de manœuvre concernant la baisse des taux d'intérêt et dont les finances publiques sont relativement saines. Ce serait le cas de la Chine et de la Russie. Bien que les rendements soient plus attractifs en devise locale, une chute des monnaies de ces pays pourrait remettre en question les politiques de baisse des taux d'intérêt face à la crainte d'une augmentation de l'inflation.

Évolution YTW dette Corporate & Sovereign émergent



Mentions légales

Date de publication : avril 2020.

Le présent document a uniquement été élaboré a titre informatif et pour l'usage exclusif de son destinataire. 11 est constitué d'informations publiques et Vall Banc décline toute responsabilité quant a son intégrité et aux pertes susceptibles de dériver de son utilisation. Le présent document ne doit pas etre diffusé sans le consentement de Vall Banc, SAU. 11 ne peut etre en aucun considéré comme un élément de conseil fiscal ou comptable.

Sa diffusion dans d'autres pays peut faire l'objet de restrictions définies par les lois et les réglementations locales.

Groupe Vall Banc. Taus droits réservés.