



tellico

Prévoyance. Banque. Immobilier.

Le marché en bref

Mai 2020



*Revue des marchés
et sujets d'actualité*

ACTIONS

Thema 1

Au cours du mois passé, la plupart des bourses se sont rétablies et les marchés ont emprunté la voie de la reprise. La tendance est donc à l'espoir. Reste à savoir si ces espoirs seront comblés.

page 02

REVENU FIXE

Thema 2

Le confinement instauré dans presque tous les pays affecte de plus en plus l'économie, le pic étant attendu au mois de mai 2020. Quelles seront les conséquences à long terme?

page 03

PLACEMENTS ALTERNATIFS

Thema 3

La catégorie de placement des Senior Secured Loans connaît elle aussi des temps mouvementés. Toutefois, la volatilité est plus faible qu'en 2008 et les écarts sont plus larges. Est-ce une chance?

page 05

Coronavirus: le principe de l'espoir règne

Les prix des actifs ont entamé le mois dernier un redressement basé sur le principe de l'espoir: l'espoir de médicaments efficaces, de vaccins et de tests rapides. L'espoir également que les mesures considérables en matière de politique fiscale et monétaire seront efficaces, mais aussi que le choc de l'offre et de la demande soit amorti et que les conditions financières défavorables soient atténuées. Ainsi, les taureaux (Bulls) l'ont progressivement emporté sur les ours (Bears) depuis le début du mois d'avril 2020 selon l'American Association of Individual Investors (AAII). Certains actifs à risques, tels que les fonds d'obligations de sociétés ou les fonds en actions, ont enregistré des flux nets de trésorerie records sur une base hebdomadaire. Les ratios de liquidité élevés et la plus faible allocation d'actions depuis mars 2009 montrent à quel point la prudence est à l'ordre du jour.

Wall Street dans une course aux records

Après que de nombreux marchés aient connu le pire effondrement des indices boursiers depuis la crise économique mondiale de 1929 (une baisse de 40% dans les deux cas, mais cette fois à un rythme plus rapide), Wall Street s'est redressé de 12% ne serait-ce que lors de la semaine précédant Pâques: la plus forte hausse hebdomadaire depuis 1974. A l'époque, la banque centrale américaine était revenue de la politique anti-inflationniste de l'argent rare à une politique de l'argent facile. Cette fois encore, il était juste de ne pas prêter attention aux effrayantes nouvelles quotidiennes en ce qui concerne les dispositions d'actions, mais de s'orienter sur les décisions de la banque centrale américaine (qui, comme on le sait, est immédiatement suivie par les autres banques centrales). Le taux de croissance des masses monétaires américaines M1 a poursuivi son explosion de 16% à 23%. L'indice boursier S&P 500 a augmenté d'environ 30% et s'est remis des cours plancher en mars 2020, mais uniquement en raison de la très forte pondération d'indice de quelques grandes actions de croissance et de leurs couvertures de positions à découvert. Toutefois, l'étendue du marché n'a connu qu'un redressement modeste: les petites et moyennes actions sont toujours relativement faibles, alors que les leaders sur le marché restent une poignée d'actions de croissance (FAANG), dont la capitalisation boursière n'est cotée qu'à 7% de moins que leur record absolu.

Le pétrole brut n'a jamais été si bon marché

La chute des prix sur le marché américain du pétrole brut s'est accéléré d'une manière sans précédent avec l'effondrement de la demande mondiale de pétrole. La valeur de la variété américaine West Texas Intermediate a connu une chute allant jusqu'à 43% le lundi 20 avril 2020, atteignant temporairement USD 10.34 le baril, soit la valeur la plus basse depuis 1986. La diminution rapide des possibilités de stockage du pétrole non nécessaire exerce une pression massive sur le marché: les stocks de pétrole brut de la principale plaque tournante de l'industrie pétrolière américaine, Cushing, Oklahoma, ont augmenté de 48% depuis fin février 2020, passant à près de 55 millions de barils. En fin septembre 2019, la capacité de stockage était de 76 millions de barils, comme le montrent les données de l'Energy Information Administration (EIA).

Le marché pétrolier européen a également connu une forte chute, mais la dimension était différente: le baril de la variété Brent de la mer du Nord a atteint un cours plancher de USD 14.25.

L'économie chinoise se rétracte

Le 17 avril 2020, la Chine a annoncé que sa performance économique s'était contractée pour la première fois depuis des décennies. Cette nouvelle laisse deviner ce qui attend les autres économies qui n'ont pas encore émergé du choc du coronavirus.

Revenu fixe: l'image d'un marché en détresse

En raison d'un afflux de nouvelles émissions, les Non-Financial-Seniors n'ont pas pu suivre la légère reprise des Financials et des segments bêta plus élevés, des Subordinated Bonds aux High Yield Bonds. Toutefois, même si le marché primaire était resté fermé, les inquiétudes liées à la crise du coronavirus auraient fait obstacle à une reprise plus forte: les dommages économiques causés par les mesures de confinement augmentent, ce qui entraîne une hausse considérable des attentes de défaillance pour les High Yield Bonds et la création d'une pression à la baisse sur les Investment Grade Bonds. Les courbes parfois inversées reflètent ces inquiétudes et esquissent l'image d'un marché en détresse. L'évaluation de l'agence de notation S&P est intéressante à cet égard, car cette dernière voit le principal risque pour l'économie de la zone euro dans une nouvelle propagation du coronavirus: «Nous estimons qu'un confinement de quatre mois réduirait le produit intérieur brut de la zone euro de 10% cette année», peut-on lire dans les perspectives trimestrielles de la situation économique de la zone euro. Actuellement, S&P s'attend à un recul du PIB de 2% pour 2020, suivi d'une hausse de 3% en 2021. L'agence de notation estime une réduction du PIB de 2,5 % par mois de confinement. En d'autres termes: si le confinement de l'économie se poursuit, cela pourrait conduire à de nouveaux élargissements de la prime de risque de crédit.

Stress maximal en mai 2020

D'importantes pertes de croissance sont attendues dans les semaines et les mois à venir et les craintes de nouvelles vagues d'infection persistent. Le point de stress économique maximal sera probablement atteint en mai 2020. Les perspectives devraient ensuite s'améliorer dans de nombreux pays. Les cours des actions devraient toutefois encore chuter, car le pic de l'évolution de l'épidémie reste encore à venir aux Etats-Unis. Pour ce qui est des emprunts d'Etats en périphérie de la zone euro et des emprunts Investment Grade, le pire devrait être derrière nous: les deux catégories de placement bénéficient des programmes d'achat des banques centrales. L'Allemagne et les Pays-Bas continuent à s'opposer avec véhémence contre les euro-obligations. Malgré la crise, l'esprit de solidarité a peu de chance dans ces pays, ce qui amène certains citoyens, par exemple en Italie, à se sentir à juste titre abandonnés par l'Union européenne (UE). Si les décideurs politiques à Berlin et dans les principaux pays de l'UE ne se réveillent pas, il est à craindre que l'euro-scepticisme continue de croître dans ces pays.

Déficit record en Italie

L'Italie compte parmi les pays ayant pris les mesures les plus sévères au monde contre le coronavirus. Par conséquent, les recettes publiques s'effondrent et le déficit se creuse. Le plan de relance de l'UE offre un accès à des crédits d'aide abordables, ce qui permettrait à l'Italie de financer à moindre coût une bonne partie des fonds supplémentaires nécessaires et d'économiser plusieurs milliards d'euros. Toutefois, la ligne de crédit COVID prévue par le mécanisme européen de stabilité (MES) est très controversée en Italie au niveau de la politique intérieure, malgré les conditions marginales envisagées. Le plan de l'UE n'a par conséquent pas pu inverser la hausse des primes de risque pour les emprunts d'Etat italiens. Il revient donc toujours à la Banque centrale européenne (BCE) d'empêcher les conditions de financement divergentes dans la zone euro. En mars 2020 déjà, la banque centrale avait flexibilisé les programmes d'achat d'obligations massivement augmentés: elle a acheté considérablement plus d'emprunts d'Etat et s'est fortement écartée de la clé de répartition du capital de la BCE. L'Italie a représenté 35% des achats d'emprunts d'Etat, soit plus du double que d'habitude. Cette tendance s'est également poursuivie en avril 2020. Les chiffres pour le premier tiers du mois montrent une nouvelle accélération des achats de la BCE dans le cadre du Public Sector Purchase Program (PSPP) et du Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP). S&P Global a maintenu sa notation de BBB pour l'Italie avec une perspective négative. Ainsi, il n'y a pas eu de nouvelle baisse de la qualité du crédit vers un Sub-Investment-Grade; du moins pour le moment. La vérification de la solvabilité par Moody's le 8 mai 2020 est maintenant au centre de l'attention.

La banque centrale américaine aide les anges déchus

Outre les mesures déjà adoptées, la banque centrale américaine a pris d'autres mesures en matière de politique monétaire. Une forte reprise a été enregistrée dans le domaine High Yield car la Fed achètera à présent également des obligations d'anges déchus, c'est-à-dire les émetteurs qui avaient une notation d'Investment-Grade le 22 mars 2020 et qui ont ensuite été rétrogradés dans la catégorie des Sub-Investment-Grade.

Peu de marge de manœuvre pour les pays émergents

Contrairement aux pays industrialisés occidentaux, la marge de manœuvre reste limitée pour de nombreux pays émergents: les pays présentant des déficits budgétaires, de faibles rendements et une forte dépendance envers les capitaux étrangers sont particulièrement vulnérable face aux crises. De plus, les investisseurs pourraient être déstabilisés par des demandes de suspension totale ou partielle des paiements des dettes. Les devises des pays émergents sont sous pression suite à d'importantes sorties de capitaux. Les devises des pays exportateurs de pétrole ont eux aussi été sévèrement touchées, notamment en raison du conflit régnant entre la Russie et l'Arabie Saoudite, qui a conduit à de nouveaux planchers au niveau du prix du pétrole. Comme les Etats-Unis espéraient une stabilisation des prix du pétrole, les interventions actuelles de Donald Trump devraient aboutir à un accord dans une ou deux semaines. La Russie

devrait bénéficier le plus de cet accord, ce qui pourrait conduire à un assouplissement des sanctions contre le pays.

Qui paiera tout cela?

Qui paiera la facture pour les conséquences de la crise du coronavirus? Si les Etats se précipitent au secours de l'économie et des consommateurs avec de gigantesques mesures de soutien, les coûts seront probablement supportés avant tout par les générations futures. Les épargnants, qui souffrent déjà aujourd'hui de la répression financière, pourraient être amenés à payer encore plus à l'avenir afin de réduire le fardeau de la dette à un niveau gérable.

Placements alternatifs: Senior Secured Loans

En mars et en partie en avril 2020, les prix des Senior Secured Loans (SSL) ont connu des fluctuations sans précédent depuis la crise financière de 2008: alors que les investisseurs voulaient se sauver avec des liquidités au niveau mondial, le marché des SSL a connu une chute brutale. Trois des cinq pires journées depuis la création de cette catégorie de placement ont eu lieu en mars 2020 (-3,7%, -3,7%, -3,1%). Le niveau le plus bas a été atteint le 23 mars 2020, coïncidant avec le creux de l'indice boursier S&P 500: les US Senior Secured Loans avaient perdu 20% par rapport au début de l'année (indice boursier S&P 500: -31%). Les prêts européens tout comme les High Yield Bonds ont connu des fluctuations similaires. Le jour où la Fed a dégainé le «bazooka» a sonné la fin de la chute, du moins temporairement. Depuis, la croissance remonte en pente raide: l'indice des prêts (S&P Leveraged Loans Index) s'est redressé de 14% en fin avril 2020 (indice boursier S&P 500 +30%). Les fluctuations quotidiennes sur le marché des prêts ont considérablement diminué au cours des dernières semaines. Néanmoins, les débiteurs avec des prêts en cours ne pourront guère bénéficier directement des mesures monétaires et fiscales, car très peu d'entre eux sont éligibles au Main Street Lending Program. L'option de la Fed d'acheter des High Yield Bonds affecte également les SSL, tout au plus indirectement.

Le marché des prêts en meilleure position qu'en 2008

Lors de la crise financière de 2008, le marché des prêts a connu par moment des pertes beaucoup plus importantes qu'aujourd'hui, car la structure du marché a considérablement changé depuis. Il existe des raisons plausibles expliquant pourquoi la volatilité est beaucoup plus faible maintenant: à l'époque, les investisseurs utilisaient davantage l'effet de levier (notamment les Hedge Funds ou les Market Value Collateralized Loan Obligations (CLOs) en tant qu'acteurs du marché). La réduction de l'effet de levier forcée dans un marché en baisse a fait chuter les prix encore davantage. Les banques avaient également dans leurs livres USD 330 milliards de prêts, qui avaient certes déjà été garantis au débiteur, mais dont les syndications étaient toujours en cours. Certains de ces prêts ont été lancés sur le marché, car les banques devaient réduire leurs risques de bilan. La spirale descendante s'est donc poursuivie. Lors de la crise de coronavirus, ces prêts-relais bancaires s'élèvent cependant à un

montant estimé à USD 45 milliards. De plus, le marché est aujourd'hui beaucoup plus grand et liquide: le marché représente USD 1,3 billion (1 billion aux Etats-Unis, 300 milliards en Europe), et des entreprises de plus en plus grandes font appel au marché des prêts pour les financements externes.

Les écarts restent élevés

Malgré les dernières hausses de cours, les écarts se situent toujours à des niveaux clairement élevés et reflètent une vague de défaillance. Le taux d'actualisation de trois ans s'élevait à plus de 800 points de base (pb) à la fin du mois d'avril 2020. En comparaison: en fin décembre 2019, cet écart s'élevait encore à 460 pb. Des valeurs de défaillance supérieures à la moyenne sont également attendues dans les années à venir, avec une première hausse possible prévue au troisième trimestre de cette année. Mais ces attentes de défaillance que le marché reflète ne sont-elles pas un peu élevées? L'écart actuel pourrait absorber 15% des défaillances avec une Recovery Value de 40% avant que des pertes réalisées ne surviennent pour un investisseur. Les valeurs de défaillances attendues, qui sont estimées par les analystes de grandes banques telles que Goldman Sachs, sont presque toutes inférieures. La valeur maximale de défaillance pendant la crise financière n'a atteint que près de 10% et la Recovery Value était finalement très élevée à la fin, atteignant jusqu'à 80%. Une étude de Verdad analysant les turbulences des marchés des dernières crises économiques ou financières (remontant jusqu'à 1974) est parvenue à la conclusion suivante: les écarts High Yield de 6,5% et plus étaient des signaux clairs d'achats de prêts (et donc bien sûr aussi de bons signaux d'achat pour les actions ou les High Yield Bonds comparables). En outre, des rendements exceptionnels ont été observés dans les 24 mois suivants. L'écart High Yield de 6,5% comme indicateur d'achat n'est d'ailleurs pas complètement dénué de fondement, mais il est d'environ un écart-type au-dessus de la moyenne historique de 4%. Même si le marché se situe à nouveau loin du creux du 23 mars 2020, l'écart est actuellement encore supérieur à 800 pb, ce qui serait encore un signal d'achat. Toutefois, l'incertitude et la possibilité que tout soit différent lors de cette crise persistent. Néanmoins, dès que l'incertitude sera dissipée, les écarts se resserreront à nouveau, de sorte que la possibilité d'un rendement excédentaire sera également écartée.

Sources

- Rapports de recherche de Guggenheim et d'Invesco, avril 2020.
- Verdad, Crisis Investing: How to maximize Return during Market Panics.

Equity markets	Avril 30	% avril	% YTD
MSCI AC World	245,78	10,71	-12,94
SMI	9'629,40	3,41	-9,30
SPI	11'905,85	5,18	-7,26
DAX	10'861,64	9,32	-18,02
EuroStoxx 50	2'927,93	5,06	-21,82
EuroStoxx 600 Price Index	340,03	6,24	-18,23
FTSE 100	5'901,21	4,04	-21,76
DOW Transportation	8'377,08	8,34	-23,16
S&P 500	2'912,43	12,68	-9,85
NASDAQ 100	9'000,51	15,19	3,06
Shenzen-Shanghai CSI300	3'912,58	6,14	-4,49
Emerging Market	924,94	9,00	-17,02
Nikkei	20'193,69	6,75	-14,64
Volatilität	34,15	-36,22	147,82

Commodities	Avril 30	% avril	% YTD
WTI-CrudeOil	18,84	-8,01	-69,15
Brent Oil	25,27	11,13	-61,71
ThomReuters /JefferiesCRB	117,20	-3,77	-36,92
Gold	1'686,50	6,93	11,15

LIBOR	Avril 30	% avril	% YTD
Libor 6M CHF	-0,56	2,00	10,03
Euribor 6M	-0,06	69,32	83,54
Libor 6M USD	0,76	-35,38	-60,28

Alternative Investments	Avril 30	% avril	% YTD
S&P Leveraged Loan TR Index	2'777,05	4,50	-9,13
Swiss RE Cat Bond TR Index	341,82	0,75	0,66
HFRX Global Hedge Fund Index	1'238,51	2,88	-4,17

Currencies	Avril 30	% avril	% YTD
EUR/USD	1,0955	-0,69	-2,30
USD/CHF	0,9653	0,44	-0,13
USD/JPY	107,1800	-0,33	-1,32
EUR/CHF	1,0578	-0,25	-2,56
GBP/CHF	1,2160	1,87	-5,21
CAD/CHF	0,6922	1,29	-7,05
AUD/CHF	0,6286	6,67	-7,25
JPY/CHF	0,9006	0,76	1,10
BRL/CHF	0,1760	-4,86	-26,97
CNY/CHF	0,1367	0,74	-1,65
INR/CHF	0,0128	0,00	-5,88
RUB/CHF	0,0130	6,21	-16,73
TRY/CHF	0,1382	-4,89	-15,07
ZAR/CHF	0,0521	-3,34	-24,49

Countries / GDP	%Q3 19	% Q4 19	% Q1 20	% Q2 20	% Q3 20	% Q4 20	% 2019	% 2020	% 2021
USA	1,90	2,10	-3,25	-27,50	9,50	6,85	2,30	-4,25	3,70
Euro Area	1,20	1,10	-2,55	-10,90	-5,45	-3,45	1,20	-6,00	4,60
Japan	0,20	-3,95	-4,00	-10,10	3,60	4,45	1,00	-3,95	1,70
China	6,00	6,00	-6,00	1,20	5,13	6,00	6,10	1,80	8,00
Schweiz	0,80	1,30	0,10	-5,90	-3,70	-2,10	0,80	-3,30	3,00

Countries / CPI	%Q3 19	% Q4 19	% Q1 20	% Q2 20	% Q3 20	% Q4 20	% 2019	% 2020	% 2021
USA	1,80	2,00	2,10	0,60	0,60	0,70	1,80	1,00	1,70
Euro Zone	1,00	1,00	1,20	-0,15	0,15	0,20	1,20	0,50	1,20
Japan	0,30	0,50	0,50	-0,05	0,10	-0,30	0,50	0,00	0,35
China	2,72	4,20	5,05	3,89	2,78	1,70	2,90	3,21	2,10
Schweiz	0,30	0,00	-0,10	-0,65	-0,40	-0,35	0,40	-0,30	0,50

Rates	Avril 30	in bps avril	in bps YTD
10j. USD (Swap)	0,65	-7,09	-124,98
10j. EUR (Swap)	-0,16	-13,95	-37,10
10j. UK (Swap)	0,48	-10,91	-53,83
10j. CHF (Swap)	-0,35	-13,95	-25,20

Bonds	Avril 30	in bps avril	in bps YTD
US Govt 10Y	0,64	-3,02	-127,92
GER Govt 10Y	-0,59	-11,48	-40,06
Swiss Govt 10Y	-0,56	-18,31	-5,48
UK Govt 10Y	0,23	-12,41	-58,84
IT Govt 10Y	1,76	24,10	35,12
ESP Govt 10Y	0,72	4,64	25,51

Generic iTRAXX	Avril 30	in bps avril	in bps YTD
Europe Main	80,66	-15,13	36,41
Finl Sen	101,41	-15,73	49,79
Finl Sub	218,10	-36,76	104,55
X-Over	491,52	-80,25	284,32

Disclaimer

This document was produced by Tellco Ltd (hereinafter referred to as "Tellco") to the best of its knowledge and belief. However, Tellco gives no warranty as to the contents or completeness of this document and accepts no liability for any losses that may arise through use of the information contained in this document. The statements made by Tellco in this monthly report may be amended at any time without notification. Barring any notice to the contrary, all amounts and disclosures in this document are unaudited. This publication is for information purposes only. It is not intended as a recommendation to invest or investment advice, nor as a recommendation to buy or sell financial instruments or banking services, and is no substitute for the requisite expert advice from a qualified professional prior to making any purchase decision, particularly with regard to the risks such a decision entails. This document may not be reproduced in part or in full without the express written consent of Tellco. In particular, this document is not intended for persons whose nationality or place of residence prohibits access to such information on legal grounds.

Tellco SA

Bahnhofstrasse 4, Postfach 713, CH-6431 Schwyz

t: +41 58 442 12 91, info@tellco.ch, www.tellco.ch