



BANQUE  
ERIC STURDZA

NEWSLETTER MENSUELLE  
FEVRIER 2020

# SOMMAIRE

1. Editorial : Jusqu'ici tout va bien (pour le moment) ...
2. Marchés de taux : 2019 n-Cov, le black swan de 2020?
3. Marchés Actions : Le curieux cas des Actions européennes.
4. Allocation d'actifs. *(Section réservée aux clients de la Banque Eric Sturdza)*
5. Performances.

# 1. EDITORIAL

## JUSQU'ICI TOUT VA BIEN (POUR LE MOMENT) ...

**C'est ainsi que l'on pourrait résumer le sentiment des investisseurs en ce début d'année. En début de mois, les marchés d'actions et crédit poursuivent sur leur lancée de 2019 atteignant de nouveaux records faisant fi des tensions géopolitiques. La percée du coronavirus chinois ravive en fin de mois les craintes et le souvenir du SRAS.**

Le risque était pourtant réel de voir l'euphorie de la fin d'année 2019 disparaître début 2020, lors de l'annonce d'une frappe américaine sur une cible iranienne, le Major Général Qassem Soleimani, sur le territoire irakien. Le pétrole et l'Or ont flambé, les marchés actions ont commencé un mouvement de repli... qui s'est avéré de courte durée. Il faut dire que les marchés ont été rassurés par la réponse jugée modérée de l'Iran. Le pétrole recule nettement depuis, il faut dire que le marché se préoccupe plus d'un éventuel blocage du détroit d'Ormuz que de la perte de l'offre de pétrole iranien (déjà fortement réduite). Aucune des deux parties n'a d'intérêt rationnel à un conflit direct avec l'autre. L'Iran sous le coup des sanctions américaines est durement impacté sur le plan économique : croissance en berne, inflation galopante (+35% - source FMI). Côté américain, le souvenir de Georges W Bush Senior vainqueur de la 1ère guerre du Golfe mais président non réélu est certainement très vivace chez Donald Trump.

L'autre actualité de ce mois aura sans doute été l'officialisation de l'accord commercial Sino-américain dit de phase 1. Il faut d'ailleurs plutôt le voir comme le début d'un processus long. Donald Trump a d'ailleurs prévenu en ce sens : les prochaines phases seront décisives mais ne seront négociées qu'après l'élection présidentielle (et son éventuelle réélection).

Même si ce deal semblait déjà pris en compte par les marchés, il n'en comporte pas moins quelques surprises. Mené à bout, il se traduirait par une augmentation de USD 200 mds des exportations américaines vers la Chine à horizon 2021. Quatre domaines principaux sont concernés : les biens manufacturés, les hydrocarbures, les services et les produits agricoles.

***Le scénario du « Lower for Longer » semble l'emporter encore en ce début d'année.***

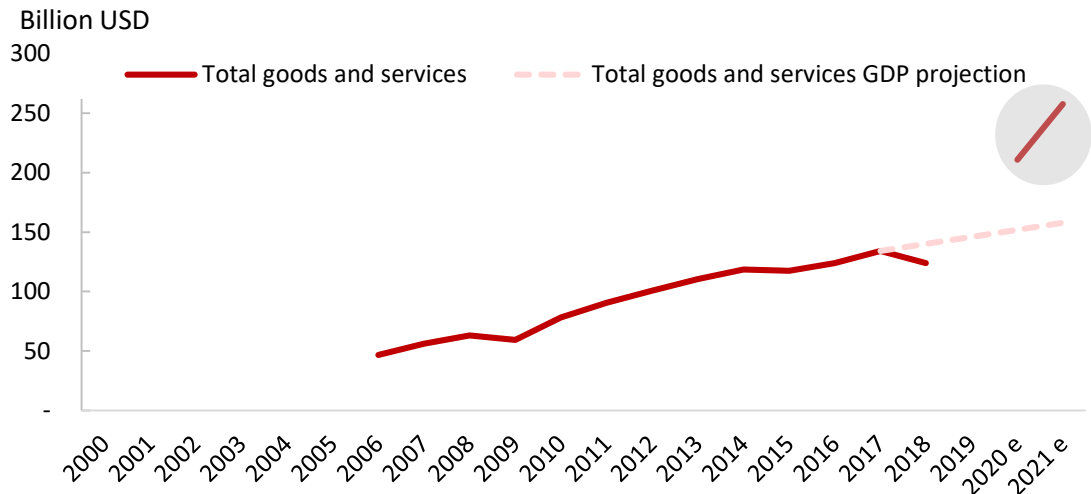
A l'exception de la suspension des mesures tarifaires prévues pour le 15 décembre 2019, le texte ne propose pas de mesure de désescalade des droits de douane en place. L'accord prévoit en revanche un mécanisme bilatéral de résolution des conflits, en dehors de l'OMC et du multilatéralisme qui prévalait jusque-là. Les chiffres sont impressionnants, mais difficile à ce stade de savoir s'ils seront respectés, tant ils sont élevés (graphique 1). Plus qu'une paix durable, cet accord doit selon plutôt être vu comme une trêve.

Les marchés préfèrent se focaliser sur le verre à moitié plein qu'à moitié vide. Le scénario du « lower for longer » semble l'emporter encore, il suffit pour s'en rendre compte de regarder les taux longs qui malgré la détente de ces derniers mois remontaient mollement avant que les craintes liées au coronavirus ne les fassent chuter lourdement. Le cours de l'Or reste soutenu. Le marché actions américain continue de l'emporter sur le reste du monde, il en va de même pour les valeurs technologiques et les valeurs de Qualité Croissance vis-à-vis du reste de la côte.

# 1. EDITORIAL

## JUSQU'ICI TOUT VA BIEN (POUR LE MOMENT) ...

Graphique 1 : Biens et Services américains exportés vers la Chine – Impact Phase 1 (gris)



Source BEA, Peterson Institute, Banque Eric Sturdza

La réaction aux craintes liées au coronavirus nous rappelle cependant que les marchés sont aujourd'hui plus vulnérables qu'en début 2019 avec un sentiment plus complaisant, un positionnement acheteur plus marqué et des niveaux de valorisation plus élevés. Le débat se complique aussi pour les valeurs refuges qui ont aussi ralliés et ont donc un pouvoir diversifiant moindre. Dans ce contexte, le maintien d'une prudence à court terme, et d'un profil diversifié et liquide dans nos investissements semblent deux valeurs à cultiver en ce début d'année.

## 2. MARCHES DE TAUX

### 2019 n-COV, LE BLACK SWAN DE 2020?

#### Iran, Brexit, Trade Deal et virus chinois

En ce début d'année, les marchés ne pensaient plus au Brexit ou à la guerre commerciale sino-américaine. Ils craignaient l'escalade violente dans le conflit américano-iranien. La mort d'un haut responsable militaire iranien a généré un pic de stress mais l'Iran ayant opté pour une réplique modérée, les marchés ont poussé un ouf de soulagement et ont poursuivi leur marche en avant. La signature du premier volet de l'accord commercial sino-américain n'a finalement pas bouleversé l'évolution récente des marchés : la nouvelle était sans doute déjà dans les prix et Donald Trump a révélé que les volets suivants seraient signés après sa réélection. En fin de mois, les marchés ont commencé à s'inquiéter à propos d'une éventuelle épidémie due au nouveau coronavirus chinois. Parmi tous ces événements, c'est bien ce dernier qui attire notre attention. Le souvenir de 2003 et du SRAS est dans toutes les mémoires, nous étudions avec la plus grande attention l'évolution du phénomène. Cela nous a conduit à remonter légèrement les niveaux de duration de nos portefeuilles en fin de mois.

#### Macro US : robustesse

Aux Etats-Unis, la publication de chiffres ISM particulièrement médiocres au début du mois a fait figure de seule ombre au tableau. L'ISM manufacturier est ressorti à 47.2 (contre 49.0 attendu) avec une composante new orders à 46.8 et une composante emploi à un très décevant 45.1. En revanche, les chiffres de l'emploi de décembre ont été solides. Avec 145'000 emplois créés, en léger retrait par rapport aux attentes mais succédant à un 256'000 excellent en novembre, le taux de chômage s'est maintenu fin 2019 à 3.5%. La croissance des salaires a fini l'année à 2.9%. La santé de l'économie américaine nous donne encore quelques gages de robustesse.

#### Statuquo de la Fed et pente de la courbe

En ce premier mois de l'année, l'appétit pour le risque, conjugué à une stabilisation de l'économie, à un léger retour de l'inflation et à une politique de statuquo de la Fed devrait – selon le consensus – déboucher sur un bearish steepening de la courbe des US Treasuries. Nous ne sommes toujours pas convaincus par ce scénario « Goldilocks forever ». A court terme, nul doute que la Fed se servira de la robustesse des chiffres macroéconomiques pour justifier son statuquo actuel sur les taux. En revanche, il est notre devoir de s'attarder sur la taille du bilan de la banque centrale américaine car il s'agit bien là de baisses de taux déguisées et ce vrai-faux QE, qui fait repartir à la hausse cette fameuse taille de bilan (objectif de 4.5 trillions en fin d'année), sera sans nul doute le facteur explicatif numéro un du comportement des marchés en 2020. Les experts qui expliquent que le risque de récession a disparu en prétextant que nous sommes passés fin 2019 d'une courbe inversée à un steepening commettent selon nous une erreur de jugement en ne prenant pas en compte le QE4 virtuel sur la partie courte qui pousse les taux courts à la baisse.

#### Les spreads de crédit en apesanteur

Les marchés de crédit ont continué sur leur lancée de 2019 en ce début d'année, tirés par l'euphorie boursière. Par conséquent, les spreads sont devenus très chers : le CDX Investment Grade a atteint son plus bas historique à 44 bp ce mois-ci. Il s'élevait à 79 douze mois plus tôt. En Europe, l'indice iTraxx a également atteint le niveau de 44, se rapprochant de son niveau record de 43 de janvier 2018. La BCE poursuit et va poursuivre son programme d'achats d'actifs, maintenant les spreads Investment Grade du vieux continent dans une dynamique positive.

### 3. MARCHES ACTIONS

## LE CURIEUX CAS DES ACTIONS EUROPEENNES.

**Au cours de la dernière décennie, les actions européennes ont souffert d'une sous-performance chronique par rapport à leurs homologues américaines.** Bien entendu, le marché haussier de l'après-Lehman a certainement été favorable à l'ensemble des marchés actions mondiaux du fait de l'extraordinaire stimulation monétaire, Europe comprise. Toutefois, la région saluée au départ comme le grand concurrent des États-Unis en raison de la puissance de son marché intérieur, de son revenu disponible per capita et du potentiel de synergies transfrontalières, a réalisé presque exactement la moitié des rendements totaux cumulés depuis 2007 - si l'on compare les rendements totaux nets de l'indice S&P 500 et de l'indice Stoxx600. Pour l'indice européen le plus connu, l'Euro Stoxx 50, le résultat est encore plus décevant : à peine 25 % des rendements cumulés nets du S&P 500.

En sus, même avec des taux de croissance des bénéfices par action largement similaires pour l'année à venir, le marché attribue des valorisations sensiblement différentes à ces deux régions : environ 19 fois les bénéfices estimés pour 2020 pour le S&P 500, mais seulement 15 fois les bénéfices estimés pour 2020 pour l'indice européen.

#### **Le débat sur la valeur et la croissance**

Une fois de plus, à première vue, il ne faudrait donc pas hésiter à s'attendre une surperformance de l'Europe par rapport aux États-Unis : Les entreprises européennes, qui ont pris du retard par rapport aux États-Unis, semblent être sur des trajectoires de croissance des bénéfices similaires, mais se négocient avec une forte décote.

En outre, l'Europe étant l'une des rares régions du monde à s'attendre à une accélération de la croissance du PIB, elle devrait également bénéficier d'un effet « momentum », un ingrédient crucial pour inciter les investisseurs à risquer des capitaux supplémentaires. Ce débat reflète celui qui a eu lieu l'année dernière sur la valeur et la croissance : sommes-nous arrivés au point où la valorisation joue un rôle suffisamment important pour limiter les attentes raisonnables à moyen terme de surperformance des actions de croissance par rapport à leurs homologues de valeur, d'autant plus que le différentiel de croissance à court terme semble s'effriter...

L'examen de la composition des indices d'actions européennes met en lumière une raison importante de cette apparente décote. En effet, la polarisation de l'indice entre les sociétés « leaders », rentables et bien positionnées (luxes, logiciels) et les grandes sociétés traditionnelles dans des secteurs connaissant des difficultés importantes est frappante.

Et contrairement à la composition de l'indice américain, la décote apparente est concentrée dans ces secteurs en difficulté qui sont non seulement plus lourds que leurs homologues américains dans l'indice (automobile), mais qui semblent également être en retard dans leur restructuration (banques). En réalité, les leaders européens sont souvent aussi hautement valorisés que leurs concurrents américains : que ce soit L'Oréal contre Estee Lauder (environ 21x EV/EBITDA dans les deux cas), ou Worldline contre Global Payments (20x), l'Europe n'a pas à rougir.

### 3. MARCHES ACTIONS

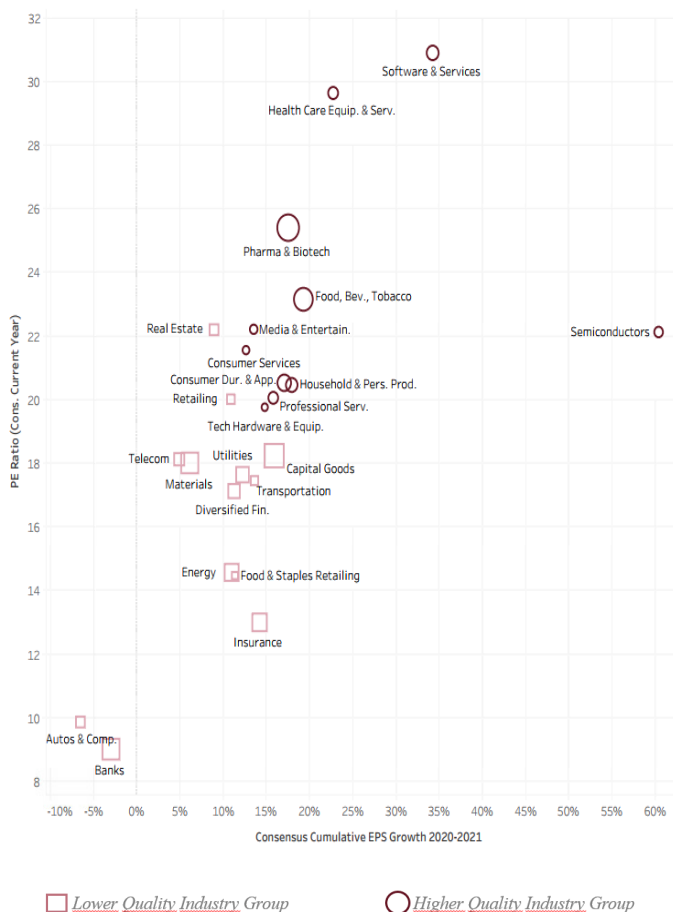
#### LE CURIEUX CAS DES ACTIONS EUROPEENNES.

En bref, il semble que la principale différence en Europe ne réside pas dans notre appréciation des bons élèves, mais dans la manière dont nous traitons les mauvais, et dans le poids qu'ils pèsent dans nos indices.

Si la différence de valorisation entre l'Europe et les États-Unis n'est peut-être pas aussi importante qu'il n'y paraît, elle présente pour nous d'importantes ramifications et opportunités pour l'allocation d'actifs dans le contexte actuel. En effet, les challenges de la représentation sectorielle, du ralentissement macroéconomique et des flux vendeurs sur les actions européennes ont constitué un cocktail particulièrement néfaste. Ces facteurs ont sans aucun doute contribué à accorder une importance toujours plus grande à la qualité et à la sécurité. À mesure que la situation se stabilisera et que l'économie européenne retrouvera un élan relatif, même modeste, les gestionnaires de valeur perspicaces, capables de faire le tri entre les entreprises moribondes et celles temporairement en mauvaise santé, devraient trouver en Europe des opportunités exceptionnelles par rapport au reste du monde. Cela devrait donc être une phase de récolte de cet alpha douloureusement planté au cours de l'année et demie écoulée.

Par conséquent, si nous sommes d'accord avec une vision pro-européenne des actions pour 2020, nous pensons également que la principale opportunité de rattrapage réside dans le domaine de la « value » sous conditions que l'économie et les flux d'investissement continuent à s'améliorer.

Valuation versus Expected Growth by Industry  
Stoxx 600 Index



□ Lower Quality Industry Group

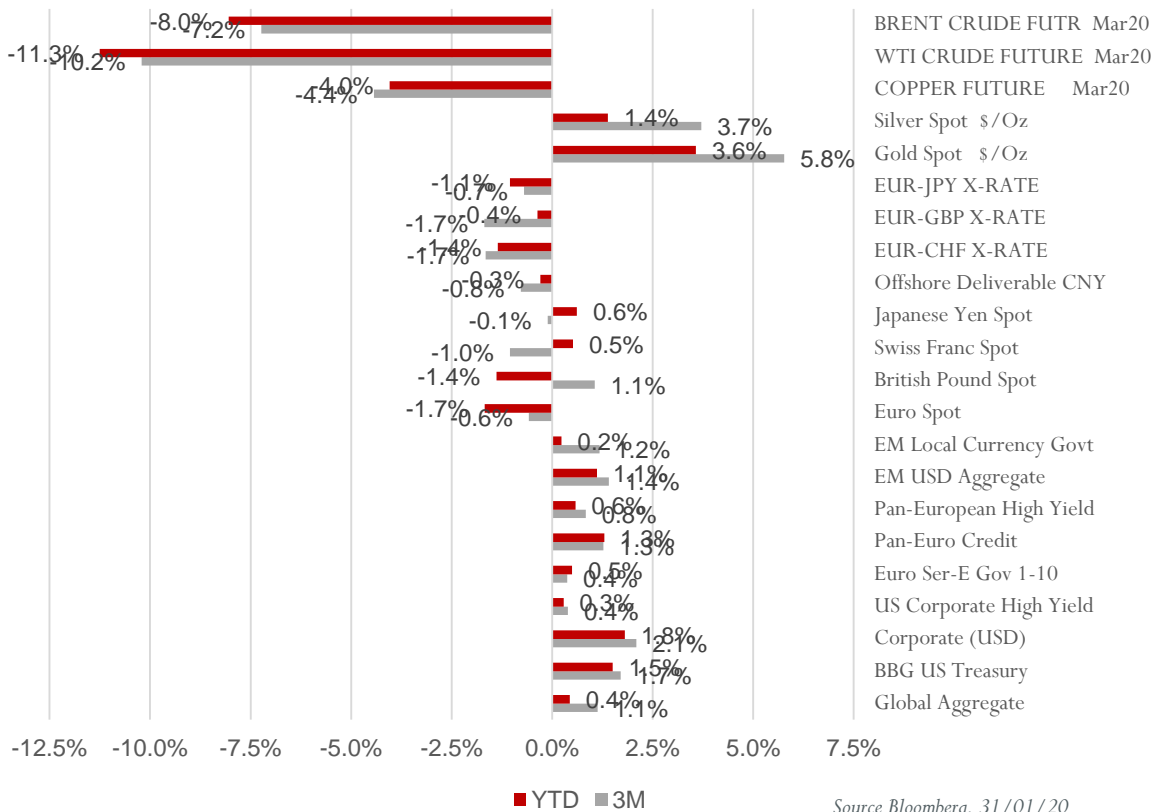
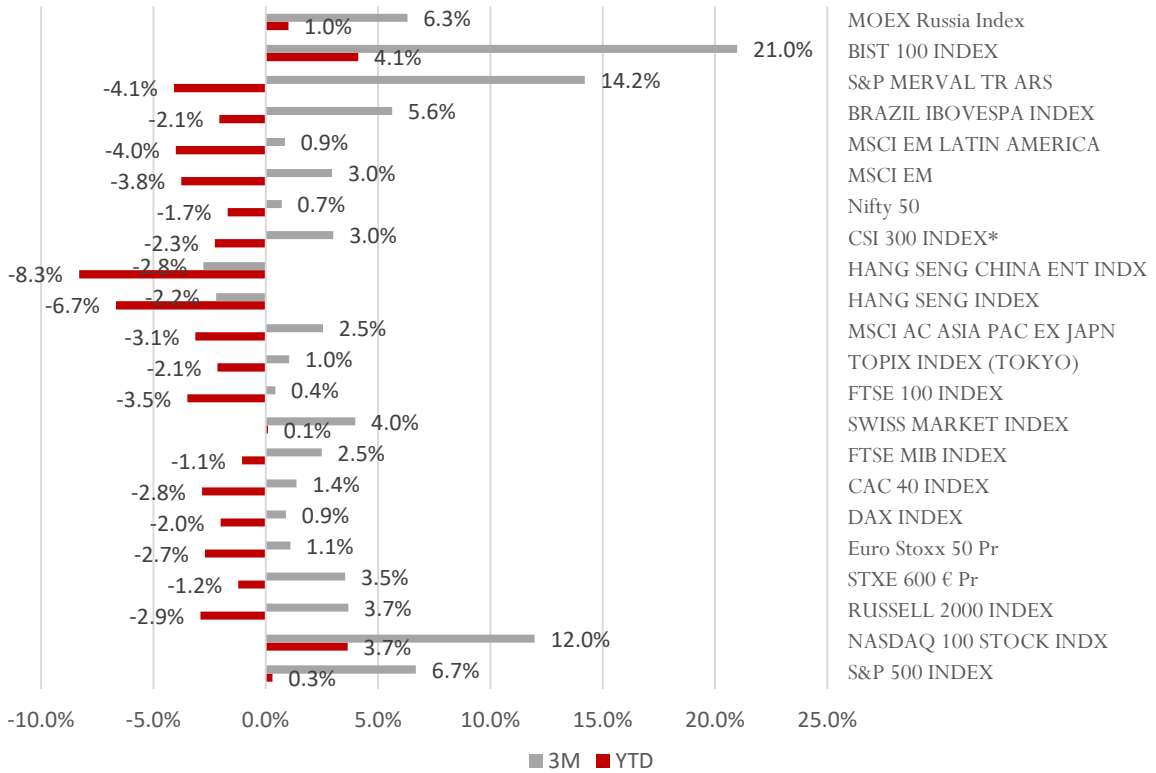
○ Higher Quality Industry Group

Shape size represents weight in the index

Source Bloomberg, Banque Eric Sturdza

# 5. PERFORMANCES.

## Devises locales



Source Bloomberg, 31/01/20  
\* 23/01/20



**Contributeurs:**

Marc Craquelin  
Eric Vanraes  
Pascal Perrone  
David Haynal, CFA  
Edouard Bouhyer, CAIA

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.