

Perspectives de l'économie et des marchés financiers en 2020

La rapide propagation du coronavirus, en tant que choc exogène à la base des mesures drastiques prises pour endiguer la pandémie, a provoqué un recul préoccupant de la demande des consommateurs et des investisseurs et mis brutalement fin au cycle économique mondial. Cette situation pourrait entraîner un effondrement sans précédent de l'activité économique mondiale, surtout au 2^e trimestre 2020.

Profonde récession attendue, reprise à partir du 4^e trimestre 2020

Une profonde récession est désormais inévitable et le risque que l'activité économique continue de se détériorer reste élevé. Les secteurs les plus touchés dans un premier temps sont le tourisme, l'hôtellerie, la restauration et les divertissements/la culture, qui, sur la plupart des marchés développés, représentent plus de 25 % des dépenses de consommation privées ou 10 % du produit intérieur brut (PIB). Un arrêt complet de ces secteurs pendant un trimestre signifie que le PIB diminuerait d'environ 10 % sur cette seule période. Nous prévoyons une contraction de cette ampleur en Europe et aux Etats-Unis au 2^e trimestre 2020.

Croissance économique

PIB réel en % par rapport à l'année précédente

Moyenne p.a.	2019	2020 E	2021 E
Monde	3.1	-2.3	7.3
USA	2.3	-4.0	5.0
Zone euro	1.2	-7.0	5.7
Suisse	0.9	-5.7	5.8
Brésil	1.1	-1.0	4.5
Russie	1.5	-2.0	4.0
Chine	6.1	0.0	9.7

Même si la pandémie se prolongeait jusqu'au 2^e semestre 2020, une reprise de la consommation dans les secteurs touchés est attendue à partir du 3^e trimestre de 2020 et devrait se traduire par une forte croissance trimestrielle dans le sillage de la normalisation. Toutefois, nous ne nous attendons pas à ce que la demande refoulée stimule sensiblement la croissance, car les consommateurs feront preuve de retenue en raison de la hausse du chômage ; en outre, une grande partie du déficit de la demande enregistré au cours du 1^{er} semestre ne pourra pas être compensé, à l'exemple des nuitées d'hôtel. A l'heure actuelle, il est très difficile d'estimer exactement combien de temps et dans quelle mesure l'arrêt brutal de l'activité économique durera et quels en seront les dégâts. Dans notre scénario de base, nous prévoyons une récession profonde mais de courte durée. La plupart des économies développées se contracteront au minimum de -4 % à -7 % en moyenne en 2020, mais les taux de croissance annuels seront comparativement élevés en 2021 en raison de la faible base de l'année précédente. Nous prévoyons une contraction du PIB mondial de 2,3 % en 2020, mais une croissance de 7,2 % en 2021. Nous ne nous attendons pas à ce que le PIB réel retrouve le niveau de fin 2019 avant le 4^e trimestre 2020 en Chine, à partir du 3^e trimestre 2021

aux Etats-Unis, vers la fin 2021 en Suisse et au 1^{er} semestre 2022 dans la zone euro.

Action concertée des banques centrales et renforcement des impulsions budgétaires

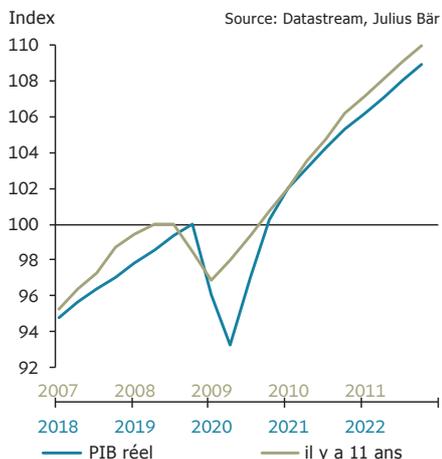
On peut raisonnablement penser que les importantes mesures engagées par les banques centrales, ainsi que les impulsions budgétaires sans précédent, de plus en plus étendues et de plus en plus nombreuses, suffiront en grande partie à éviter une pénurie de liquidités. Le risque que les effets indirects sur le marché financier n'aggravent encore la récession reste ainsi sous contrôle et un effondrement complet du système financier et économique est évité. Après une phase initiale de forte volatilité, les marchés boursiers devraient honorer ces perspectives par une reprise soutenue dans le courant de l'année.

L'USD et le CHF sont les valeurs refuge traditionnelles, épreuve de vérité pour l'EUR

L'avantage cyclique du dollar américain s'estompe en raison des réductions agressives des taux d'intérêt et des injections continues de liquidités par la banque centrale américaine, mais aussi à cause de la récession qui s'amorce aux Etats-Unis. Bien que la supériorité de cette grande puissance économique diminue à mesure que la pandémie se propage dans tout le pays, le fait que les actions américaines continuent de dominer le marché souligne la supériorité structurelle du dollar sur de nombreuses autres devises. Les devises à haut rendement des marchés émergents ne promettent



L'actuel ralentissement économique est plus marqué que celui observé en 2008/09



pas d'être très attractives, car les banques centrales des pays concernés utilisent leur marge de manœuvre pour réduire les taux d'intérêt pendant la crise. La politique monétaire plus expansive de la Chine et les effets de la pandémie de coronavirus en Asie sont les principales raisons de la fermeté du dollar face aux devises des marchés émergents asiatiques. La réponse budgétaire à la pandémie exige une répartition des charges dans la zone euro. Les désaccords politiques risquent de peser encore plus sur l'euro. La pression à la hausse sur le franc suisse considéré comme une valeur refuge restera latente, obligeant la Banque nationale suisse à maintenir sa politique monétaire extrêmement expansive avec des taux d'intérêt négatifs.

Forte volatilité du prix du pétrole, affaiblissement temporaire de l'or

Le double choc de la pandémie et le récent différend entre les producteurs de pétrole ont préparé le terrain pour une période caractérisée par un pétrole très bon marché, mais avec de fortes fluctuations, qui devrait conduire à une progression au-dessus de 40 dollars le baril l'année prochaine. C'est une bonne nouvelle pour tous les pays importateurs de pétrole brut qui en dépendent. L'or a de nouveau étayé son statut de « valeur refuge » malgré des accès de faiblesse temporaires. Nous constatons que le métal jaune bénéficie d'un soutien fondamental et durable en raison du marasme économique actuel.

Janwillem Acket, Economiste en chef, Julius Bär

COVID-19 et ses effets sur les placements obligataires – l'avis des experts

En très peu de temps, le coronavirus a déclenché non seulement un recul massif des indices boursiers mais également de fortes tensions sur les marchés obligataires. Les primes de risque ont fortement augmenté en raison du manque de liquidité, notamment pour les pays déjà très endettés ainsi que pour les obligations d'entreprise. L'écart entre cours acheteur et vendeur s'est rapidement détérioré et a rendu toute activité de gestion de portefeuille plus compliquée. Dans le cadre d'une table ronde « virtuelle », nos gestionnaires (voir page 4/5) expliquent comment ils évaluent la situation actuelle et quelles conclusions ils en tirent pour l'avenir.

Eu égard à la crise que nous traversons actuellement, comment évaluez-vous le risque que certains Etats, en particulier au sein de l'UE, tombent dans

une spirale de l'endettement en raison des vastes programmes d'aide combinés avec une baisse rapide des recettes fiscales ?

Andreas Berndt: A notre avis, le risque que les pays européens tombent dans une spirale d'endettement est relativement faible. Même si leur dette augmentera inévitablement, nous estimons que plusieurs facteurs pourraient permettre d'éviter une escalade :

La crise a été provoquée par un choc exogène. Avant qu'elle n'éclate, les données économiques fondamentales ne révélaient pas de déséquilibre. Les consommateurs étaient peu endettés, les entreprises n'avaient pas investi de manière excessive et l'inflation était généralement faible et stable. Tout cela devrait favoriser une reprise qui sera moins freinée par les problèmes économiques hérités du passé une fois le virus sous contrôle.

Une grande partie de la dette publique est détenue par la BCE, qui a souligné à plusieurs reprises qu'elle fera tout son possible pour éviter une crise de la dette souveraine. Cela signifie qu'une aide plus importante que celle annoncée précédemment serait mise à disposition si nécessaire pour maintenir les coûts de financement des Etats à un niveau supportable.

Les emprunts de pays comme l'Allemagne et la France sont encore rémunérés, alors que les obligations d'Etat à deux ans de pays comme l'Espagne et le Portugal affichent un rendement négatif. Tant que ces rendements n'augmenteront pas de manière significative, le danger d'une spirale de l'endettement nous paraît faible. Une nouvelle baisse de la demande de biens de consommation est un facteur qui pourrait conduire à une aggravation de la crise de la dette et nous obligerait à évoquer le danger d'une déflation.

Toutefois, nous considérons ce scénario comme peu probable en raison de la politique monétaire et budgétaire expansionniste.

Martin Oetiker: Avec les mesures déployées, le volet des dépenses me semble encore raisonnablement calculable. La situation est en revanche plus compliquée du côté des revenus et des recettes fiscales attendues. Pour en avoir une meilleure idée, il faudrait pouvoir quantifier les pertes exactes que subira l'économie réelle, ce qui n'est pas encore possible du point de vue actuel. Cependant, le fait est que les budgets financiers déjà tendus, comme ceux des GIPS qui ont été presque oubliés, sont particulièrement touchés par la crise et doivent faire face à un recul substantiel de leur PIB. Sans effort de solidarité au sein l'UE, une dynamique de la dette pourrait bien s'amorcer. Heureusement, la Suisse avait déjà tiré les leçons de ses erreurs passées. Grâce notamment au frein à l'endettement, nous pouvons désormais nous permettre de dépenser davantage à court terme.

Marco Högger: Les programmes d'aide entraînent une nouvelle augmentation significative des ratios d'endettement déjà élevés. Ils devraient toutefois contribuer à un prochain retour de la croissance économique à des niveaux normaux. La spirale négative de la dette sera atténuée, voire empêchée par les banques centrales, entre autres. Grâce à leur politique d'argent bon marché, même les dettes élevées sont financièrement supportables. En fin de compte, un fort endettement ne se transforme en spirale descendante dangereuse qu'en combinaison avec des taux d'intérêt élevés, ce qui n'est pas le cas actuellement.

Gregor Kapferer: Il sera nécessaire d'augmenter la dette pour faire face à la crise et éviter un effondrement de l'économie. En même temps, les recettes fiscales seront plus faibles, du moins temporairement. Une aggravation de la crise de la dette est donc inévitable, et la perte de la notation « investment grade » pour des pays comme l'Italie est un scénario réaliste.

Les banques centrales sont par ailleurs devenues plus enclines à monétiser la dette publique. Leur but est d'utiliser la répression financière pour réduire la charge d'intérêts des gouvernements et de stimuler l'économie en offrant des conditions de refinancement favorables. Actuellement, nous tablons sur une reprise en forme de U de l'économie mondiale. Lorsque l'utilisation des capacités reviendra à la normale, les recettes fiscales devraient également se rétablir, du moins partiellement.

Vous attendez-vous à un allongement de la structure des échéances dans le segment des obligations supra souveraines, souveraines et d'agences (SSA) en raison de l'augmentation de l'endettement qui se dessine ?

Berndt: Un léger raidissement des courbes de rendement dans le segment des SSA nous paraît plus probable qu'un aplatissement. Tant que les banques centrales maintiennent leur taux directeur à un bas niveau, les mesures de relance budgétaire et la politique monétaire expansionniste peuvent entraîner une hausse des prévisions d'inflation et de croissance économique pour l'avenir.

Oetiker: Il est encore un peu prématuré d'anticiper un allongement significatif de la structure des échéances en raison d'un ratio d'endettement plus élevé à l'avenir. D'autre part, il faut s'attendre à ce que l'élargissement des écarts de crédit déjà observé nous accompagne pendant un certain temps. Quoiqu'il en soit, personne ne s'attend actuellement à un retour rapide aux conditions d'avant la crise du coronavirus.

Höger: Ces dernières années, l'échéance moyenne de l'encours de la dette s'est déjà allongée graduellement. Les émetteurs profitent du bas niveau des taux d'intérêt et des abondants capitaux disponibles pour emprunter à plus long terme. Les investisseurs en quête de rendement sont disposés à encourir un risque de taux toujours plus important. Tant que ce sera le cas, la structure des échéances pourrait s'allonger encore davantage. Cela réduit

d'autre part le risque que les émetteurs soient confrontés à un problème de financement.

Kapferer: Les émetteurs SSA européens, en particulier le Fonds de sauvetage de l'euro, la Banque européenne d'investissement (BEI) et les émetteurs nationaux tels que la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) seront fortement impliqués dans le financement des mesures gouvernementales. Le besoin de refinancement aura peu d'impact sur le segment étranger en CHF. Les emprunteurs SSA n'émettent dans des devises secondaires comme le CHF que si le refinancement est plus avantageux que dans la devise principale. Nous nous attendons à une augmentation de l'activité d'émission en EUR et en USD des agences et des gouvernements et à un allongement de la structure des échéances.

Pensez-vous que les banques centrales pourront un jour se permettre de relever à nouveau les taux d'intérêt, et si oui, lesquelles, dans quel délai et selon quel scénario ?

Berndt: Bien que nous nous attendions à des taux d'intérêt bas à l'avenir, comme évoqué ci-dessus, cela ne signifie pas que les banques centrales s'abstiendront de relever à nouveau leurs taux directeurs sur le long terme. Dans l'hypothèse d'une reprise rapide après la crise, avec un faible taux de chômage, une croissance économique graduellement plus robuste sur le long terme et une saine inflation, cela permettrait aux banques centrales d'abandonner le QE et de relever finalement les taux d'intérêt dans une perspective à long terme. Toutefois, un tel scénario ne se matérialiserait pas avant 2 à 4 ans. Un facteur qui pourrait accélérer considérablement ce processus serait que les gouvernements maintiennent leur politique expansionniste après la crise. Cela pourrait conduire à des taux d'inflation nettement plus élevés que ceux anticipés actuellement par les marchés, ce qui obligerait en fin de compte les banques centrales à relever les taux d'intérêt. Ce n'est toutefois pas souhaitable.



Oetiker: Les banques centrales ne se trouvent pas dans une situation enviable. Elles tentent de contrer la crise actuelle alors qu'elles sont presque à court de munitions; la BCE et la BNS ne peuvent notamment plus créer d'incitations supplémentaires avec des taux encore plus négatifs. Comme on le sait, la BCE s'est fixée un objectif d'inflation de 2%. Tant que cet objectif n'est pas en passe d'être atteint, elle n'aura rien à gagner à relever ses taux directeurs, et la BNS sera donc également tenue en échec. On dirait presque que la BNS est prise à son propre jeu. Elle perd un pion à chaque fois qu'elle fait un mouvement. Des taux d'intérêt plus élevés signifieraient un franc plus fort, et des taux d'intérêt négatifs encore plus bas seraient désastreux pour les investisseurs comme pour les épargnants.

Högger: Des taux d'intérêt plus élevés ne sont pas une fin en soi. En Europe, les banques centrales ont principalement un objectif de défense de la stabilité des prix. Par conséquent, nous n'attendons pas de hausse des taux d'intérêt avant que l'inflation ne commence à augmenter. Des taux d'intérêt plus élevés ne sont problématiques que dans un scénario de stagflation, en raison du niveau élevé de l'endettement. Ce n'est pas notre principal scénario.

En outre, nous pensons que les banques centrales pourront se permettre de relever les taux d'intérêt à l'avenir, mais pas à des niveaux élevés. Des fluctua-

tions de +/- 1 à 2 points de pourcentage ne posent pas encore de problème majeur pour le règlement de la dette. Toutefois, des niveaux de taux d'intérêt de 5 à 10% comme nous l'avons connu par le passé ne seront pas financables sur le long terme. Une hausse durable des taux d'intérêt n'aura lieu que si les ratios d'endettement diminuent à nouveau. En raison de l'imbrication mondiale de l'économie et des marchés financiers, il est peu probable qu'une banque centrale fasse cavalier seul. Toute appréciation d'une devise nationale entraînerait une réduction de la compétitivité du pays concerné. Aussi, les Etats et les banques centrales devraient trouver un moyen commun de remettre le système financier sur les rails.

Kapferer: Même avant la crise du coronavirus, nous avons déjà supposé que la décennie qui vient de commencer serait caractérisée par un mélange de politique monétaire et budgétaire. Nous sommes toujours dans une ère de répression financière, durant laquelle on tente de plafonner les taux d'intérêt nominaux via des pressions réglementaires et des interventions des banques centrales, jusqu'à ce que l'inflation reprenne. Reste à voir si les banques centrales et les gouvernements dépasseront la barre avec leurs mesures de stabilisation. Si l'économie mondiale se redresse rapidement, l'expansion massive de la masse monétaire pourrait avoir un effet inflationniste et rendre nécessaire des hausses de taux

d'intérêt dès l'année prochaine. Ce risque pourrait avant tout se matérialiser aux Etats-Unis, mais ce n'est pas notre scénario de base.

Les obligations d'entreprises «investment grade» de moindre qualité ont subi des moins-values parfois substantielles en raison de la crise du COVID-19. A votre avis, quelle proportion de ces pertes est due au manque de liquidité/profondeur du marché et quelle proportion est due à une réévaluation fondamentalement justifiée de la probabilité de défaillance?

Berndt: La liquidité insuffisante du marché est une cause importante des moins-values enregistrées initialement dans le segment des obligations «investment grade» de moindre qualité. Les pertes se sont encore aggravées au fil du temps en raison d'une réévaluation fondamentalement justifiée du risque de crédit de cette classe de qualité. Alors que la faible liquidité du marché pèse toujours sur les valorisations, l'augmentation du risque de crédit est actuellement le principal moteur dans la fourchette basse du segment IG. La majorité des obligations du segment BBB- se négocient à des évaluations BB et leur cours anticipe donc déjà le risque accru d'un déclassement vers le segment du haut rendement. Aussi, une volatilité toujours élevée dans le segment des obligations «investment grade» de moindre qualité ne peut être exclue au cours des prochains



ANDREAS BERNDT
Portfolio Manager, PIMCO

Andreas Berndt est responsable de la gestion des obligations d'entreprises européennes dans le segment «investment grade». Avant de rejoindre PIMCO en 2000, il a occupé un poste de direction dans le secteur des obligations chez Bfg Invest à Francfort. Il est titulaire d'un Master en économie d'entreprise de la Frankfurt Business School of Banking and Finance et est membre de l'Association allemande des professionnels de l'investissement (GAIP).



MARTIN OETIKER
Portfolio Manager, SYZ Asset Management

Martin Oetiker est Senior Portfolio Manager pour les obligations CHF et co-Head de l'équipe obligataire. Avant de rejoindre la société en 2010, il a travaillé pour State Street Global Advisors de 2004 à 2010 et pour Pictet Asset Management de 1997 à 2004 en tant que gestionnaire de portefeuille senior dans le segment des obligations en CHF. Il est analyste financier et gestionnaire de fortunes (CIIA).

mois. A l'heure actuelle, nous trouvons les possibilités de risque/rendement les plus intéressantes dans le segment « investment grade » supérieur des notations A et AA, et ici surtout parmi les titres à longue échéance, où un potentiel de plus-value peut être exploité grâce à la réduction des primes de risque. Les évaluations actuelles dans la fourchette supérieure du segment « investment grade » impliquent des probabilités de défaut dix fois plus élevées par rapport aux sommets historiques des 100 dernières années, offrant ainsi une opportunité attrayante pour les investisseurs à long terme.

Oetiker: Dans un premier temps, nos analystes de crédit ont examiné toutes les positions détenues dans nos portefeuilles et nos fonds afin de déterminer si la crise du coronavirus pouvait avoir un impact (mineur, moyen, fort). Nous avons ensuite comparé les résultats correspondants ou le « juste prix » avec les prix effectivement négociés en bourse. L'image obtenue était cohérente. A quelques exceptions près, tous les cours étaient parfois massivement inférieurs à la valeur intrinsèque du titre. Cela signale clairement un état survendu prononcé et une perte de liquidité du marché avec une faible profondeur de marché.

Högger: A notre avis, ces deux facteurs vont de pair. La liquidité est primordiale en temps de crise et de panique. Lorsque des parts sont présentées au rachat, les gestionnaires

de fonds sont obligés de vendre pour pouvoir disposer du cash nécessaire. Comme les acheteurs sont rares durant ces phases, le marché est très unilatéral. La négociabilité insuffisante a conduit à une valorisation totalement irréaliste de certaines obligations.

En outre, les mauvaises nouvelles ont un impact très important dans de tels moments, en ce sens qu'un poids accru est accordé aux scénarios les plus pessimistes. La réévaluation fondamentalement justifiée de la probabilité de défaillance était particulièrement évidente durant la première phase de la crise COVID-19, mais a ensuite été assez rapidement relativisée en raison des programmes d'aide. Les gouvernements et les banques centrales font désormais tout leur possible pour éviter les faillites. L'évaluation fondamentale basée sur l'économie de marché des probabilités de défaillance a ainsi tendance à passer au second plan.

Kapferer: Notre analyse du segment étranger en CHF a montré que l'écart moyen entre les cours acheteur et vendeur est d'environ 3,5 %. Les titres des émetteurs de moindre qualité se négocient souvent sur le marché en CHF avec une prime de risque plus élevée que dans leurs principales devises de refinancement. Les différences de valorisation des monnaies et les écarts plus élevés entre les cours acheteur et vendeur expliquent donc 30 à 40 % de la moins-value de mars.

Les banques et les institutions financières sont sans aucun doute en meilleure forme qu'elles ne l'étaient lors de la crise financière de 2008. Pensez-vous qu'il existe un lien de cause à effet entre les exigences réglementaires plus strictes imposées aux banques et les problèmes actuels de liquidité sur les marchés secondaires ?

Berndt: Le durcissement de la réglementation a indubitablement réduit la capacité des banques à prendre des risques dans leurs livres. Bien que ces mesures aient contribué aux problèmes de liquidité, nous ne pensons pas qu'elles en soient les principaux moteurs. Les ventes forcées, les appels de marge, les traders à domicile et les limites de risque plus strictes imposées par les participants au marché ont été les principales raisons des graves problèmes de liquidité, qui ne sont pas encore entièrement résolus aujourd'hui.

Oetiker: Après la crise financière, les banques ont à juste titre dû assumer leur responsabilité en appliquant les mesures réglementaires édictées par les gouvernements. La majorité des institutions financières sont ainsi en meilleure posture aujourd'hui qu'il y a une dizaine d'années. Mais comme souvent, il faut s'attendre à des effets secondaires lors de l'administration d'un médicament. Dans ce cas, il s'agit clairement de la capacité de risque limitée sur les fonds propres en lien avec un choc de liquidités sur les marchés. Nous devons toutefois nous



MARCO HÖGGER

Responsable taux, Zürcher Kantonalbank

Marco Högger travaille depuis 2010 comme Portfolio Manager chez ZKB. Il dirige l'équipe taux du département obligataire et est également responsable de la mise en oeuvre des stratégies taux, devises et investissements en CHF. Il a auparavant travaillé pendant deux ans chez UBS Global Asset Management. Il est titulaire d'un Master en banque et finance de l'Université de St-Gall (HSG) et d'un diplôme Chartered Financial Analyst (CFA) et Financial Risk Manager (FRM).



GREGOR KAPFERER

Portfolio Manager, Swiss Life AM

Gregor Kapferer est Senior Portfolio Manager dans l'équipe obligataire (emprunts d'entreprises et SSA) chez Swiss Life Asset Management. Avant de rejoindre la société en 2017, il a géré différents portefeuilles obligataires ainsi que le currency overlay chez CPV/CAP Pensionskasse Coop à Bâle dès 2014. Il est titulaire d'un diplôme Investment Banking & Capital Markets de l'Université d'Erlangen-Nürnberg et d'un diplôme Chartered Financial Analyst (CFA).

demander si les banques devraient continuer de jouer un tel rôle à l'avenir ou s'il ne serait pas plus judicieux de conserver un pool de liquidités mis en place par les banques centrales pour les périodes de crise, qui pourrait par exemple agir comme un «acheteur de dernier recours» sur le marché. Cela pourrait briser de dangereuses spirales descendantes.

Högger: Les problèmes de liquidité du marché secondaire existaient déjà en 2008. Les jours où les chocs négatifs étaient très importants et où les indices boursiers ont chuté de plus de 5%, on a observé un gel des liquidités sur le marché secondaire. En mars, la situation était très particulière, car la spirale descendante tournait extrêmement vite. Le négoce a été suspendu plusieurs fois à intervalles rapprochés. A notre avis, ce rapide mouvement baissier s'explique par l'inflation des prix des actifs observée ces dernières années dans le contexte de la politique monétaire expansionniste des banques centrales : les investisseurs étaient récompensés pour leurs achats de titres indépendamment des conditions du marché et de l'analyse fondamentale. Dans certains cas, des positions ont été constituées avec un effet de levier, ce qui a conduit à des ventes encore plus massives de tous les titres négociables après les baisses initiales. Les exigences réglementaires plus strictes imposées aux banques ont également conduit à une réduction de la taille des portefeuilles de négociation. Nous considérons qu'il s'agit là d'un autre facteur, mais pas le plus important, des problèmes de liquidité sur les marchés secondaires.

Kapferer: Les banques ont moins de capacité à encourir des risques dans leurs livres. Ces risques doivent en outre être couverts par des fonds propres plus importants. En raison de l'environnement de plus en plus réglementé et exigeant, moins de contreparties sont actives sur le marché en CHF. La liquidité du marché a tendance à se tarir lorsque la volatilité atteint des niveaux tels que ceux observés pendant la crise. Dans un environnement

caractérisé par une volatilité extrême, le risque est trop élevé pour que la liquidité reste suffisante – il existe une corrélation claire entre la liquidité et la volatilité du marché.

Les conséquences économiques réelles de la crise COVID-19 sont encore difficiles à évaluer. Néanmoins, il devrait y avoir actuellement des opportunités, en particulier pour les investisseurs ayant une perspective à plus long terme. A votre avis, dans quel domaine ces opportunités se trouvent-elles ?

Berndt: Nous essayons de nous positionner dans l'environnement actuel du marché de façon à pouvoir tirer profit de la normalisation des conditions du marché au fil du temps, mais pour l'instant nous considérons qu'une approche «la sécurité d'abord» est justifiée afin de nous protéger contre une dépréciation permanente du capital. Dans ce contexte, nous considérons que les possibilités suivantes sont attrayantes :

- High quality Investment Grade Credit – Nous favorisons avant tout les secteurs non cycliques opérant dans une perspective à long terme.
- Agency & non-agency mortgage-backed securities (MBS) – Ces actifs de grande qualité ont été affectés par les perturbations du marché, mais nous les considérons comme très résistants, avec un pool d'emprunteurs diversifié et des ratios d'endettement et de «loan-to-value» généralement faibles.
- Inflation-Protected Securities (TIPS) – Ces obligations de haute qualité devraient se redresser lorsque la FED reprendra ses programmes de rachat et que les attentes d'inflation à long terme seront revues à la hausse.

Oetiker: On peut le voir comme suit : il existe probablement des parallèles entre les entreprises et les personnes infectées par le virus. Selon les connaissances actuelles, plus de 99% survivront à la crise ou à l'infection. Vu sous cet angle et compte tenu des évaluations actuelles du marché, la quasi-totalité du marché représenterait une opportunité. Une fois de plus, la

question de l'horizon de placement est primordiale. Ceux qui ont suffisamment de patience et de temps trouveront aujourd'hui des conditions intéressantes, dans tous les segments de notation.

Högger: Sur les marchés des pays industrialisés, il a été démontré qu'investir dans des situations de crise promet les meilleurs rendements.

Si le monde parvient à surpasser la crise COVID-19 sans trop de mal (ce qui se dessine actuellement), les probabilités de pouvoir encaisser une prime de risque sont fortes cette fois aussi. La situation actuelle est par ailleurs comparable à la phase de marché du QE de ces dernières années. La demande d'obligations sans risque et d'investissements risqués restera très élevée en raison de la politique monétaire expansionniste des banques centrales. Dans un tel environnement, tant les placements à intérêt que les actifs à risque peuvent générer des rendements positifs. Reste à voir si les aides et l'argent bon marché auront au bout du compte un effet inflationniste à moyen ou long terme et s'ils permettront d'éviter une récession plus longue et plus profonde.

Kapferer: Dans le segment étranger en CHF, nous favorisons les émissions d'entreprises qui ont un bilan solide et seront en mesure de surmonter la récession qui s'annonce. Nous considérons que les lettres de gage sont attrayantes, tout comme les institutions et agences proches de l'Etat, par exemple de la Corée, et qui se négocient avantageusement par rapport à leur solvabilité. Nous évitons les titres cycliques dans le segment BBB. En raison du ralentissement conjoncturel attendu, nous prévoyons des rétrogradations des notations. Le segment du haut rendement en CHF nous paraît particulièrement risqué. Le segment SSA étranger noté AAA est cher et peu attractif en CHF.

Le private equity entre dans une nouvelle ère – dans le monde et en Suisse

En raison des mesures draconiennes prises par de nombreux pays du monde pour ralentir ou arrêter la propagation du virus, la pandémie de COVID-19 provoque un choc économique et financier d'une ampleur jamais vue. Leurs effets primaires et secondaires sont extrêmement incertains à l'heure actuelle, tout comme la durée de cette situation de crise.

Les placements de private equity ne sont pas non plus épargnés et les investissements existants risquent d'être affectés dans leur intégralité, du moins temporairement. Nous avons élaboré dans le contexte du COVID-19 un cadre d'évaluation qui sert de ligne directrice à nos équipes chargées des placements pour évaluer les investissements existants. Nous distinguons quatre catégories de sociétés en portefeuille :

1. Les entreprises qui profitent de la situation actuelle ;
2. Les entreprises dont les ventes et la rentabilité sont robustes, mais dont la valorisation sur le marché est susceptible de baisser dans le sillage du recul du cours de sociétés comparables ;
3. Les entreprises qui affichent une baisse de leurs ventes et de leur rentabilité, mais qui ne sont pas confrontées à des risques de financement, ou seulement à de faibles risques ;
4. Les entreprises qui auront besoin de moyens financiers supplémentaires en raison de la situation particulière que nous traversons.

Nous sommes en discussion avec les gestionnaires de fonds pour nous assurer qu'ils prennent les mesures nécessaires pour les sociétés en portefeuille et mettent en œuvre les ajustements requis d'une manière socialement responsable.

Ces dernières années, nous nous sommes spécialisés dans les investissements robustes capables de surmonter un ralentissement économique. Nos portefeuilles devraient donc être bien positionnés pour résister à ces turbulences. Les participations existantes devraient en particulier bénéficier de notre spécialisation dans les secteurs de la santé et de la technologie. En outre, notre approche conservatrice en ce qui concerne les prix de départ et l'utilisation restreinte de fonds empruntés devraient également peser favorablement dans la balance.

Nous sommes optimistes quant aux nouveaux placements de private equity, car la situation actuelle peut ouvrir des opportunités intéressantes aux investisseurs disciplinés disposant de solides ressources en capital. Les perspectives des nouveaux investissements dépendent notamment de leur catégorie respective :

- Pour les investissements primaires, les conséquences économiques de la pandémie COVID-19 pourraient conduire à des prix de départ plus avantageux. Ces placements profitent en outre du fait d'une période d'investissement diversifiée sur trois à quatre ans. Nous avons l'intention d'élargir nos allocations et notre accès à des gestionnaires de fonds exclusifs, notamment grâce à nos excellentes relations de longue date.
- En ce qui concerne les investissements secondaires, les turbulences économiques et des marchés financiers peuvent créer de nouvelles

opportunités d'achat. Les niveaux de valorisation nous ont permis d'agir avec prudence ces dernières années. Toutefois, nous prévoyons de devenir beaucoup plus actifs dans le courant de 2020.

- Pour les nouveaux investissements directs/co-investissements, nous pourrions bénéficier d'une concurrence réduite pour la conclusion de transactions, de prix de départ plus favorables et de la possibilité de sélectionner des entreprises cibles qui sont à peine touchées par la crise actuelle ou qui ont des perspectives de reprise rapide. Toutefois, une grande sélectivité sera cruciale.

Le private equity est généralement bien positionné pour digérer les chocs inattendus. En raison de l'immobilisation des capitaux, certains investisseurs peuvent devenir des acheteurs actifs lorsque d'autres investisseurs sont dans l'incapacité d'agir. Cela permet également de soutenir les sociétés en portefeuille si nécessaire. En outre, l'horizon temporel des investissements de private equity, avec les échéances longues et flexibles des fonds, offre une grande souplesse en ce qui concerne le moment de la sortie. Les gestionnaires de fonds de capital-investissement et leurs investisseurs peuvent donc agir calmement et de manière réfléchie même en période de turbulences.

« L'environnement actuel offre des opportunités intéressantes aux investisseurs de private equity disciplinés disposant de bonnes ressources en capital »

IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR en bref

Volume actuel

EUR 76.67 Mio.
au 30 juin 2019

Capitaux versés

EUR 12.27 Mio. (16%)
au 17 avril 2020

Promesses de capital engagées

EUR 38.86 Mio. (51%)
au 31 mars 2020

TVPI net / IRR net

1.02x / 18%
au 30 septembre 2019

IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR : concept d'investissement et facteurs de performance

IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR est un produit de private equity investi au plan mondial, avec une allocation de 20 % aux rachats d'entreprises et au capital-risque helvétiques, qui succède à IST3 PRIVATE EQUITY EUR investi avec succès.

IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR pourra engager plus de 80 % des capitaux dans un contexte d'opportunités de placement attractives. Depuis son lancement, le groupe de placements a investi dans des entreprises qui devraient connaître une évolution favorable dans l'environnement de marché actuel. La stratégie se concentre sur les investissements dans les secteurs présentant une grande stabilité (par ex. l'alimentation, les logiciels), une faible corrélation avec la volatilité du marché (par ex. les sciences de la vie) ou dans les domaines qui peuvent bénéficier du contexte de marché actuel (situations spéciales ou de « turnaround »).

Exemples d'investissement

Citri & Co.

- Le plus grand producteur européen d'agrumes verticalement intégré basé en Espagne
- Thèse d'investissement basée sur une stratégie d'achat et de construction agressive et sur des synergies de vente croisée

- Commerce : depuis l'apparition du COVID-19, les volumes ont augmenté de 40 % et les prix de 20 %.

ImmunOs Therapeutics

- Entreprise biotechnologique suisse spécialisée dans la découverte et le développement de nouvelles protéines immunomodulatrices humaines
- Les traitements les plus prometteurs actuellement en cours de validation in vivo visent à soigner le cancer du côlon, du pancréas et du sein ainsi que les lymphomes
- IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR investit à une valorisation pre-money de 10 mio. €; BioMed et Pfizer Ventures ont également investi dans cette firme.

Conclusion

Nous sommes convaincus que IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR dispose d'un portefeuille d'investissements existants attrayant et que le groupe de placements est bien positionné pour tirer parti des opportunités offertes par le nouvel environnement de marché. Les investisseurs qui investissent maintenant dans IST3 PRIVATE EQUITY 2 EUR peuvent en profiter.

Dr. Rainer Ender, Head of Private Equity Investment Management, Schroder Adveq

Richard Dammig, Head of Investments Benelux, France & Italie, Schroder Adveq

Aperçu du portefeuille au 31 mars 2020 (Top 5):

Investissement	Engagement (EURm)	Versé (EURm)	Détails
Schroder Adveq Asia V	15.5	1.5	Portefeuille diversifié; essentiellement capital de croissance en Chine et en Inde
Marion LLC	1.8	1.3	Investissement direct/co-investissement; fabricant américain d'appareils pour l'industrie alimentaire et l'industrie pharmaceutique
Citri&Co	1.7	1.6	Investissement direct/co-investissement; producteur et distributeurs d'agrumes de premier plan
Init Consulting	2.0	2.0	Investissement direct/co-investissement; société de conseils en systèmes et logiciels informatiques de premier plan qui travaille pour le gouvernement allemand
KPS Special Situations V / KPS Mid-Cap Fund	2.7	2.7	Fonds à l'accès très restreint investi dans des situations spéciales/petites capitalisations principalement américaines



IST Spécial Insight
Edition avril 2020

IST Investmentstiftung

Manessestrasse 87 | 8045 Zürich

Tel 044 455 37 00 | Fax 044 455 37 01

info@istfunds.ch | istfunds.ch

IST Fondation d'investissement

Avenue Ruchonnet 2 | 1003 Lausanne

Tél 021 311 90 56 | Fax 044 455 37 01

info@istfunds.ch | istfunds.ch