

PERFORMANCES 2021

ACTIONS

MSCI Monde	+4.8%
S&P 500	+4.8%
Nasdaq	+9.4%
Stoxx 600	+4.5%
SPI	+2.1%
Nikkeï	+9.6%
Chine	+11.4%
MSCI Emergents	+10.7%

OBLIGATIONS

CHF Corp	-0.1%
US Govt	-1.7%
US Corp	-1.8%
US HY	+1.3%
EUR Gvt	-1.2%
EUR Corp	-0.1%
EUR HY	+1.2%

DEVISES

USD index	+0.4%
EURUSD	-0.6%
EURCHF	0.0%
USDCHF	+0.6%
USDJPY	+1.9%
EM FX	+0.5%

MATIERES PREMIERES

Or	-4.2%
Argent	+4.4%
Pétrole	+22.0%
Cuivre	+8.5%
CRB index	+10.4%

Le gros pari d'Elon

Elon Musk (EM), entrepreneur flamboyant et sulfureux fumeur d'herbe, ne laisse personne indifférent. Formidable innovateur, il transgresse régulièrement les limites et cultive des relations difficiles avec l'establishment et le monde bancaire. Régulièrement sermonné par la SEC pour ses improbables tweets et parfois au bord de la rupture, il revient sur le devant de la scène, avec audace et... autrement, avec son soutien massif au Bitcoin, la star des crypto-monnaies.

Visionnaire iconoclaste ou aventurier mégalo ?

Au troisième trimestre 2020, Microstrategy, une société cotée au Nasdaq depuis 1998 et active dans le "business software intelligence", a acheté pour 450 millions de dollars de Bitcoin, ce qui représentait environ 100 % de ses liquidités. Puis, Square Inc, une société fintech (services de traitement des transactions), a également investi 50 millions de dollars dans la crypto-monnaie en octobre dernier. Ces deux transactions sont passées relativement inaperçues. Cependant, elles représentaient clairement un nouveau paradigme à deux égards : elles ont été validées par leurs auditeurs et approuvées par les autorités boursières, la SEC.

Jusqu'à présent, la crypto-monnaie profite aux entreprises acheteuses



Source : Bloomberg

La personnalité controversée - voire conflictuelle - d'EM et la taille de la récente transaction - 1,5 milliard de dollars de Bitcoin - appartiennent à une autre catégorie. Désormais, Tesla, une société récemment incluse dans le club très fermé du S&P500, non seulement adoube la crypto-monnaie comme valeur de réserve, mais aussi comme futur moyen de paiement pour ses clients.

*EM ambitionne de donner de la respectabilité et d'imposer le BTC
Son audace indéniable est un pari à plusieurs égards*

De sérieux enjeux pour Tesla

Premièrement, la volatilité du BTC est une source potentielle d'instabilité pour l'entreprise car, a) elle concerne un montant très important, d'autant plus pour une entreprise qui brûle traditionnellement des liquidités et b) la - faible - liquidité

du marché du BTC rendrait difficile le renversement de cette transaction (vente) en cas de besoin.

Tesla a l'intention de traiter ses avoirs en crypto-monnaie comme un actif incorporel (goodwill) et de le valoriser à long terme. Par conséquent, selon les normes comptables américaines, elle sera obligée de le réévaluer régulièrement à sa valeur du marché. Conséquence logique, l'évolution du BTC aura un impact - significatif - sur ses bénéfices. Mais un effet positif ne pourra être pris en compte que lorsque la société vendra effectivement cet actif (bénéfice réalisé). Jusqu'à présent, les choses restent floues du point de vue comptable. Selon les experts fiscaux, les autorités américaines envisagent de nouvelles règles sur la manière dont les entreprises devraient comptabiliser les investissements de type crypto.

Deuxièmement, une exposition importante aux cryptoactifs par Tesla peut en fin de compte remettre en question la principale source de revenus de l'entreprise : le crédit carbone. En effet, Tesla dépend fortement de la vente de crédits réglementaires à d'autres entreprises - les constructeurs automobile. En fin de compte, certains affirment que le statut de Tesla en tant que constructeur automobile propre pourrait faire l'objet d'un examen minutieux en raison du BTC. Incidemment, à moyen terme, les grandes entreprises automobiles augmenteront leurs ventes de véhicules à zéro émission, et réduiront ainsi leurs achats de crédits carbonés à Tesla...

Les bénéfices de Tesla sont fortement dépendants des crédits carbonés



Troisièmement, Tesla modifie son image. L'entreprise risque d'être en délicatesse avec une frange de ses actionnaires et clients, notamment ceux qui ont une sensibilité environnementale. En effet, le "mining" de Bitcoin est un cauchemar en matière de consommation d'énergie ! Le BTC remet donc en question l'intention déclarée de Musk de construire un conglomérat

d'entreprises « dédié à la lutte contre le dérèglement climatique ». Tesla court le risque d'aliéner les flux institutionnels qui exigent des critères ESG.

Musk pourrait réussir à imposer le BTC comme un nouveau mode de paiement - standard...

... mais il pourrait aussi bien déclencher des réactions négatives des régulateurs / clients / actionnaires

- *Elon Musk part en croisade en faveur de la crypto-monnaie...*
- *... ce faisant, il augmente clairement les risques d'entreprise de Tesla*

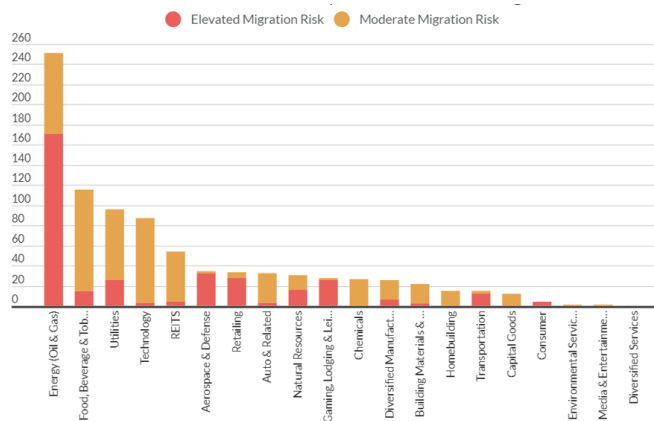
Obligations. Le temps des « upgrades » est venu

Le taux moyen des obligations HY US a chuté pour la 1ère fois sous les 4,0%. Les investisseurs avides de rendement se sont précipités sur les obligations « junk » comme une alternative au faible rendement offert par les obligations de haute qualité. Le montant total des obligations à rendement négatif reste stable à un niveau élevé depuis octobre 2020.

L'environnement de taux bas devrait encourager davantage de sociétés HY à venir sur le marché. Janvier a été un mois record en termes d'émissions avec un total de 52 milliards de dollars, et un volume total depuis le début de l'année de 68 milliards de dollars. La demande continue de surpasser l'offre. La plupart des nouvelles émissions, même celles notées dans la partie la plus risquée du CCC, ont été largement sur-souscrites. Les conditions d'émission ont été si propices que certains des types de transactions risquées (PIK) reviennent sur le marché, des obligations qui sont utilisées pour financer les dividendes. Ce solide pipeline d'émissions de moindre qualité conduira à une réévaluation à la baisse de la notation moyenne du marché prochainement. Il est temps de redevenir sélectif.

Sur la base des notations, des perspectives et de l'exposition du secteur à la crise de la Covid-19, le secteur pétrolier et gazier représente toujours la plus grande part (en volume) des potentiels anges déçus, tout comme en mars et avril 2020. Cependant, le risque d'une forte pression baissière sur les prix du pétrole a diminué en raison des réductions de production de l'OPEP+, des stocks de pétrole réduits et de l'optimisme accru des investisseurs. C'est radicalement différent de la situation du printemps 2020.

*Dettes totales des potentiels anges déchés
(en milliards de dollars)*



Source : Fitch

Les autres secteurs les plus exposés aux nouvelles restrictions sont les transports, l'aérospatiale et la défense/l'aviation civile, les jeux, l'hébergement et les loisirs, et les détaillants non-alimentaires. Cependant, ces quatre secteurs ne représentent que 12% du segment « investment grade ». En outre, la plupart des émetteurs ont profité de la forte demande pour améliorer la situation de leurs liquidités, ce qui les aidera à traverser la période de restrictions la plus aiguë. Enfin, de nombreux gouvernements ont étendu leurs mesures de soutien qui atténuent le stress lié aux confinements. La pression dans d'autres secteurs a diminué par rapport au pic de la crise de 2020.

Les nouvelles restrictions liées à la pandémie ne conduiront pas à une répétition du pic de 2020 chez les anges déchés en Europe et aux États-Unis. La principale raison est que l'encours de la dette émise par les secteurs les plus sensibles aux restrictions - y compris le transport et l'hébergement - représente une infime partie.

Alors, où trouver de la valeur ?

Alors que le nombre d'anges déchés en 2020 a atteint un record en 5 ans, l'hécatombe s'est arrêtée. Mars 2020 a été le point culminant pour les dégradations en catégorie « junk », avec Ford en tête, pour un total de 16 milliards d'euros de dégradations en HY. Le deuxième mois le plus défavorable l'an dernier était mai, lorsque 6 entreprises et 10 milliards d'euros ont été dégradés. Depuis août, il n'y avait qu'un seul ange déché. Le redémarrage des étoiles montantes débute. Le risque de vente forcée a diminué,

faisant baisser les spreads des BBB- à des niveaux historiquement bas. A titre d'exemple, seuls 2,75 milliards d'euros de crédit BBB- sont sous surveillance négative. A l'inverse, 8 milliards de dettes notées BB+ sont sous perspective ou surveillance positive. La tendance des dégradations a été inversée par une série d'étoiles montantes passant de la catégorie HY à la catégorie « Investment Grade » au cours des trois derniers mois. La dynamique des notations s'est inversée. Nous nous attendons à plus d'étoiles montantes que d'anges déchés cette année.

Le nombre de sociétés HY upgradées ce trimestre est à son plus haut niveau par rapport aux dégradations depuis 2013.



Source : Bloomberg

Malgré des risques de crédit globalement plus faibles, il existe encore des dettes IG qui pourraient souffrir de ventes forcées d'investisseurs clés (assurances, banques, fonds de pension) qui ne sont pas autorisés à détenir des crédits ayant une note non-investment grade. Le BBB- est le dernier cran de l'IG, et 12% du marché appartient à cette catégorie. Quelque 422 obligations (78% senior, 22% sub) avec 287 milliards d'euros sont notés BBB-, 40 milliards d'euros de plus qu'il y a 3 mois, en raison des nouvelles émissions et des étoiles montantes. Au sein de ce groupe, 113 obligations et 82 milliards d'euros sont notés BBB- avec une perspective négative de la part d'au moins une agence de notation, ce qui implique que 27% des obligations BBB- sont au bord du précipice.

À l'inverse, alors que les perspectives de bénéfices se sont améliorées, les émissions HY pourraient bénéficier des achats forcés des principaux investisseurs (assurance, banque HQLA, fonds de pension) une fois de retour dans le giron de l'IG. Le BB+ est la plus haute partie du HY, et 32% de l'indice HY appartient à cette poche. Quelque 180

obligations (67% senior, 33% sub) et 120 milliards d'euros sont notées BB+ au sein de l'indice HY. Au sein de ce segment, 7 obligations et 6 milliards d'euros sont BB+ avec une perspective positive d'au moins une agence de notation, ce qui laisse supposer de bonnes chances de devenir IG prochainement.

Depuis la correction de mars 2020, les marchés se sont repris grâce aux mesures de relance et la reprise économique, mais les risques de dégradation, en particulier autour des obligations les moins bien notées de l'IG, restent élevés. Le différentiel entre les spreads BBB et l'indice IG a atteint un pic de 130 pbs en mars dernier. Depuis, les obligations notées BBB ont rebondi, surperformant l'indice, et ce différentiel est désormais proche des niveaux d'avant Covid, proche des points bas. Les crédits plus risqués appartenant à l'indice HY, la qualité des noms BBB-, se sont améliorés. Étant donné que le différentiel est à son plus bas niveau en 4 ans, nous ne voyons pas beaucoup de potentiel dans le segment des BBB par rapport au marché.

- *Le marché du crédit sera confronté à de nouveaux défis en 2021. L'univers des BBB a une marge de resserrement limitée compte tenu des risques d'anges déchus*
- *Les obligations notées BB offrent toujours un certain surcroît de rendement et bénéficieront tant de la hausse des prix des étoiles montantes que du surcroît supplémentaire des rendements des anges déchus*
- *Continuer à privilégier le HY mais sélectivement*

Actions. Après les liquidités, retour aux fondamentaux

2021 sera une année plus complexe, marquée du côté favorable par les anticipations de reprise économique, par la forte reprise des profits et par des politiques fiscales importantes, et du côté défavorable par des banques centrales toujours attentives, mais moins ultra-accommodantes, par des taux d'intérêt plus élevés et par des craintes inflationnistes.

Les banquiers centraux, Jerome Powell et Christine Lagarde, laissent la place à des ex-banquiers centraux, Janet Yellen et Mario Draghi. C'est une bonne nouvelle. Lors de son premier meeting des ministres des finances du G7, la Secrétaire au Trésor US a réitéré les supports

importants nécessaires à l'économie et répétant : « The time to go big is now ». Janet Yellen a confirmé le retour des US dans le multilatéralisme. Les US sont prêts à trouver un accord sur la taxe GAFA. L'arrivée de Mario Draghi en Italie pourrait favoriser des plans de relance apolitiques en Europe.

Après une conférence téléphonique avec la Chine, Joe Biden a averti un groupe bipartisan de sénateurs que les US étaient en retard sur la Chine en matière d'infrastructure, en particulier dans les transports, Joe Biden se référant aux trains à grande vitesse chinois. Les US doivent investir des milliards dans l'infrastructure traditionnelle, dont les gagnants seront le ciment, l'acier, le cuivre, l'aluminium et Caterpillar.

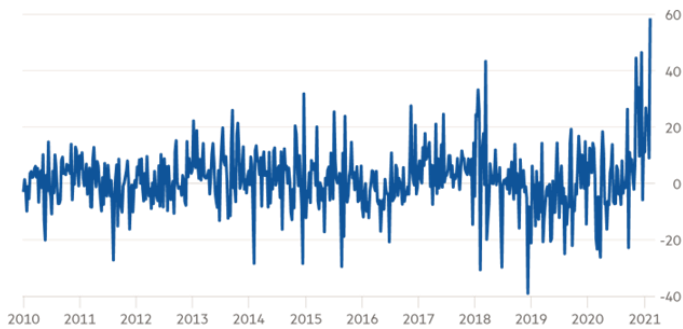
Les indices boursiers montent, car les profits vont fortement progresser en 2021. Mais pas seulement : les marges opérationnelles vont s'améliorer. La pandémie a obligé les entreprises à réduire drastiquement les coûts d'exploitation, comme les charges locatives, la réduction des voyages et la diminution du personnel. La pandémie a aussi été un précurseur à des changements de modèles d'affaires. Les entreprises ont substitué des coûts variables (salaires) pour des coûts fixes (technologie). Au 4T20, les profits du S&P 500 devraient progresser de 2.9%, alors qu'on attendait -10% début janvier (!), et les revenus de +2.8% ; en Europe, les profits sont attendus en baisse de 18% (-27% anticipé début janvier) et les revenus de -10%. Pour 2020, les profits et les revenus baisseront de -11% et de -1% aux US, et de -33% et de -11% en Europe. Pour 2021, les profits et les revenus augmenteront de +24% et de +9% aux US, et de +43% et de +13% en Europe. Source : Factset et Refinitiv.

La semaine dernière, les investisseurs ont acheté pour un record de \$58 milliards d'actions dans les fonds au détriment du cash. Voir graphique ci-dessous. Les grands bénéficiaires ont été les valeurs de la technologie et les actions américaines avec 62% du total, ce qui correspond au poids des US dans le MSCI Monde. Les actifs risqués restent la cible privilégiée avec des taux d'intérêt bas et les perspectives de forte reprise économique. L'engouement pour les actions, pour le bitcoin, ainsi que la forte hausse des ouvertures de comptes pour le e-trading (retail investors) en janvier et le mouvement spéculatif de *short squeezings* par les Robinhood e-traders pourraient

signaler des excès, de l'euphorie et une pause temporaire, voire une correction prochaine, mais avec Janet Yellen, les attentes de stimulations fiscales US supplémentaires sont élevées.

Investors pile into global equity funds

Net weekly flows (\$bn)

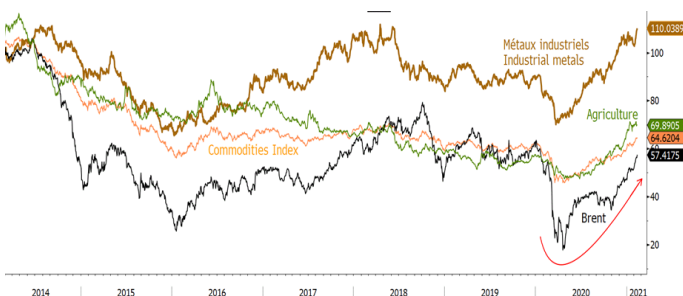


Source : FT, EPFR

Le revers de la médaille pour les actions est la hausse des taux d'intérêt et les craintes d'une poussée inflationniste. Même si la Fed a dit encore une fois que la politique monétaire ne changera pas, on a tout de même senti Jerome Powell jouer un numéro d'équilibriste ; malgré des craintes inflationnistes, la Fed s'est plutôt référée à l'emploi pour justifier sa politique accommodante. Les prix de l'ensemble des matières premières montent, un phénomène plutôt rare. Un autre phénomène inflationniste est l'insuffisance de l'offre de semi-conducteurs avec la forte hausse des ventes de voitures électriques et connectées, les autres objets connectés, la 5G, le cloud, les data centers et tous les produits technologiques (PC, gaming, ..) liés au stay-at-home/work-at-home. La pandémie a accéléré la digitalisation de l'économie et de la vie sociale/privée. Les fabricants de semi-conducteurs observent une hausse de plus de 15% des prix dans certains segments.

- Des bourses plus complexes et plus volatiles en 2021, parce que plus dépendantes des fondamentaux et moins des liquidités
- Surpondérer les valeurs cycliques (matériaux, industrie) et les banques

Hausse de l'ensemble des prix des matières premières



Source : Bloomberg



Contact en Suisse

Rue François-Bonivard 12 ♦ 1201 Genève
t +41 22 906 81 81 ♦ f +41 22 906 81 82

Rue Pré-Fleuri 5 ♦ 1950 Sion
t +41 27 329 00 30 ♦ f +41 27 329 00 32

Schauplatzgasse 9 ♦ 3011 Berne
t +41 58 404 29 41

Seidengasse 13 ♦ 8001 Zurich
t +41 43 322 15 80

Chemin du Midi 8 ♦ 1260 Nyon
t +41 22 906 81 50 ♦ f +41 22 906 81 51

Rue du Centre Sportif 22 ♦ 1936 Verbier
t +41 27 329 06 83

info@pleion.ch ♦ www.pleion.ch

Contact à Monaco

11 avenue de la Costa ♦ 98000 Monaco
t +377 92 00 25 00

contact@pleion.mc ♦ www.pleion.mc

Contact à l'île Maurice

Suite 301 ♦ Grand Baie Business Quarter (GBBQ)
Chemin Vingt Pieds ♦ Grand Bay 30529
République de Maurice
t + 230 263 46 46 ♦ f +230 263 47 47

info@pleion.mu ♦ www.pleion.mu

Disclaimer - Ce document est uniquement à titre d'information et ne peut en aucun cas être utilisé ou considéré comme une offre ou une incitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Bien que toutes les informations et opinions contenues dans ce document ont été compilés à partir de sources jugées fiables et dignes de foi, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses et différentes hypothèses peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Ce document a été préparé uniquement pour les investisseurs professionnels, qui sont censés prendre leurs propres décisions d'investissement sans se fier indûment à son contenu. Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans autorisation préalable de PLEION SA.