

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : En quel Etat sortirons-nous de la crise du coronavirus ?

De quoi demain sera-t-il fait ? Les conjoncturistes sont bien en peine de répondre. Assisterons-nous à un rebond rapide, en V, à une remontée plus lente, en U, à une stagnation, en L, à une rechute, en W, voire, comme l'a écrit N. Roubini, à un I, c'est-à-dire une poursuite de la contraction ? Il y a de quoi faire une soupe avec toutes ces lettres ! Cette incertitude tient aux inconnues sur le comportement des agents économiques et, en amont, sur la situation sanitaire elle-même. Ainsi, sur quelle base irions-nous privilégier tel ou tel scénario pour les semaines et les mois qui viennent en matière de contrôle de l'épidémie ou d'amplitude d'une seconde vague, avant la mise au point d'un vaccin ?

Heureusement, une stratégie d'investissement doit d'abord se baser sur les perspectives de moyen et long terme, nettement plus que sur l'horizon immédiat. Et, là, il est des analyses économiques à avancer. L'une d'entre elles, portant sur ce monde de l'après-corona, est de s'interroger sur la capacité d'action des pouvoirs publics, sous le double angle des finances des Etats et de l'arsenal des banques centrales.

Qui finira par payer la crise ?

La crise économique liée à la mise sous cocon de l'économie mondiale est d'une ampleur inégalée. Certes, répétons qu'il n'y a pas de destruction de capital physique et, plus important encore, la population en âge et état de travailler n'est pas décimée, mais l'arrêt forcé des entreprises représente un coût immédiat astronomique et, à celui-ci, s'ajouteront les effets en cascade des faillites d'entreprises, des pertes d'emploi et de l'évanouissement de la confiance. Fort heureusement, et sans que ce soit incompatible avec les règles d'une économie de marché, les pouvoirs publics sont intervenus, et avec une détermination sans équivalent en temps de paix, que ce soit sur le plan réglementaire, monétaire ou budgétaire.

Si, grâce au sauvetage public, le coût économique sera largement amorti, il sera néanmoins conséquent. Cette amputation de l'activité, avec ce que cela signifie en contraction de la base imposable et en surcroît de dépenses, vient s'ajouter au coût direct des mesures de soutien, tant du pouvoir d'achat des ménages que de la viabilité des entreprises. Cela signifie que les déficits publics vont fortement se creuser et les ratios d'endettement des Etats sensiblement augmenter.

Qui, *in fine*, va payer pour la crise économique ? La réponse est double. Il s'agit d'abord de tous ceux qui, à cause de la crise, auront vu leurs revenus professionnels diminuer, voire complètement disparaître, des actionnaires qui auront été privés de dividendes et auront vu la valeur de leurs participations reculer, des épargnants prudents qui sont condamnés, du fait d'un taux d'intérêt inférieur au taux d'inflation, à voir le pouvoir d'achat de leur épargne fondre, ou

encore des propriétaires immobiliers dont les loyers seront impayés et ceux qui devront revoir à la baisse la valeur de leurs biens. Il s'agit ensuite, au travers de la dégradation des finances publiques, des générations futures, qui devront accepter de payer plus d'impôts et de recevoir moins de services publics. Allons-nous donc, pour cause de covid-19 vers des taux d'endettement plus élevés ou vers des impôts plus élevés combinés avec des dépenses publiques rabotées ? La réponse ne peut être, malheureusement, que positive ... sauf recours à la solution magique.

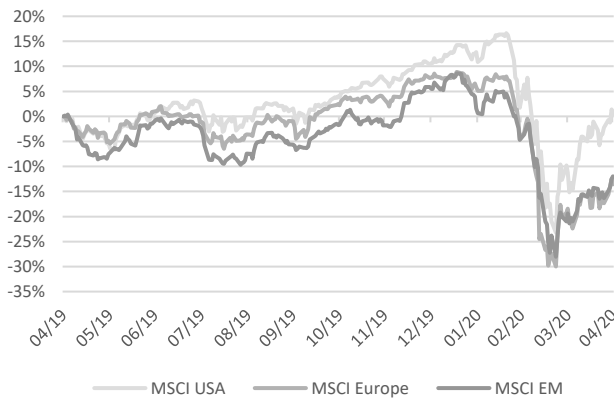
La solution magique

Car, il existe, en effet, un remède « miracle » pour les finances des Etats, à savoir un crédit à très, très long terme, voire perpétuel, et à taux très, très bas, voire nul. Qui pourrait être assez « généreux » pour accorder un tel crédit ? Pas un créancier ordinaire ... mais la Banque centrale du pays. Et, comme une créance perpétuelle à taux d'intérêt nul, cela ne vaut rien, l'étape suivante serait de tout simplement annuler cette créance. Cette solution existe en théorie, cela s'appelle le financement monétaire du Trésor, et cela a déjà été observé en pratique, notamment avec des dettes de guerre, y compris dans des pays « sérieux ». A dire vrai, le taux d'intérêt pourrait ne pas être nul car l'actionnaire des banques centrales, ce sont les Etats, donc l'Etat se paie alors des intérêts à lui-même, mais, dans la configuration européenne, il faut que le taux soit minimisé. En effet, si, par exemple, l'Italie paie un intérêt élevé à la BCE, le bénéfice de la BCE ainsi réalisé est ensuite distribué à tous les pays membres, pas au seul Trésor italien.

Dans la littérature économique classique, la première objection à une telle stratégie est qu'elle débouche sur de l'inflation : la monnaie créée par la banque centrale et confiée aux pouvoirs publics n'a pas d'effet de stimulation de l'activité tendancielle, et donc finit par ne générer qu'une hausse du niveau général des prix. Aujourd'hui, cette critique est largement rejetée : l'inflation n'est pas vraiment un risque et soutenir l'activité est un enjeu majeur, sous peine que celle-ci s'inscrive sur une trajectoire durablement abaissée.

L'autre objection majeure à ce financement gratuit par la banque centrale est qu'il encourage l'irresponsabilité. Un Etat pourrait mener les politiques les plus incongrues, et tabler sur l'institut d'émission pour le financer *ad infinitum*. Dans le cas du covid-19, nul Etat, du fait de sa gestion, ne peut être tenu pour responsable du coût de la crise, donc l'argument dit de « l'aléa moral » n'a pas lieu d'être. Il devrait donc être possible de s'entendre sur cette solution, mais avec une limite ferme : que la solution miracle ne soit utilisée que dans ces circonstances-ci, pas pour couvrir n'importe quel déficit public.

Performance des marchés d'actions en devises locales



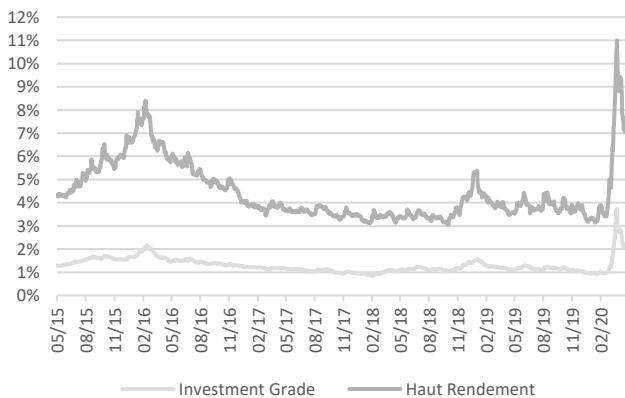
Source: Bloomberg, Orcadia AM

MARCHES D' ACTIONS

Après une terrible chute en mars, lorsqu'il est apparu que le Covid-19 n'était pas un problème local chinois mais une pandémie mondiale, le marché a récupéré une partie de la perte en avril. Cela est dû à l'action extrêmement vigoureuse des gouvernements – imposition du confinement et mesures de soutien massives aux familles et aux entreprises – et des banques centrales injectant des liquidités sur le marché à une échelle sans précédent.

Fin avril, le marché américain avait récupéré plus de la moitié de la baisse, affichant un rebond plus vif que les marchés boursiers européens et émergents. Cela s'explique par les différences dans la composition sectorielle des indices, avec, en particulier, sensiblement moins de banques et notablement plus de sociétés technologiques dans le panier américain que dans le reste du monde.

Evolution des spread d'obligations corporate aux Etats-Unis

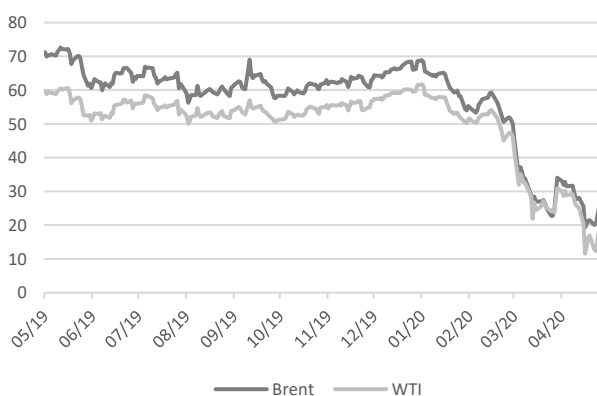


Source: Bloomberg

MARCHE OBLIGATAIRE

Lorsqu'il est devenu clair que le coronavirus se propageait à l'échelle mondiale et que le confinement obligatoire devenait la norme pour une part croissante de la planète, nous avons vu les écarts de taux d'intérêt des obligations des entreprises - en particulier celles dites « à haut rendement » - exploser. La forte augmentation du taux d'endettement de nombre d'entreprises au fil des ans et l'importance, dans les indices d'obligations à haut rendement, des producteurs de gaz et pétrole de schiste touchés au cœur par l'écroulement du prix du pétrole, ont fait craindre au marché une autre forme de contagion, elle financière. Les spreads n'ont reculé qu'après l'annonce, par la FED, dans le cadre du redémarrage de son programme d'assouplissement quantitatif (« QE »), qu'elle achèterait des obligations d'entreprise et, dans certains cas, même des obligations à haut rendement - les obligations dites « des anges déchus ».

Evolution du prix du baril



Source: Bloomberg

MATIERES PREMIERES

Le confinement des plus larges parts de l'économie mondiale a eu un impact majeur sur les marchés pétroliers. Les experts estiment que la demande mondiale a chuté de près de 30 millions de barils par jour, soit de plus de 30%. La baisse initiale du prix du pétrole s'est accélérée lorsque, dans la foulée de l'échec de ses négociations avec la Russie pour réduire la production, l'Arabie Saoudite a annoncé qu'elle allait pomper davantage de pétrole. L'accord qui a été atteint ensuite a été considéré comme « trop peu, trop tard », alors que, entretemps, les capacités de stockage de pétrole brut se remplissaient rapidement. C'est aussi pourquoi, pendant plusieurs heures, le prix du Western Texas Intermediate (WTI), le pétrole de référence américain, est devenu négatif pour les contrats à terme avec livraison en mai. Contrairement, par exemple, au pétrole Brent, il est obligatoire pour le règlement du future WTI de livrer le pétrole. Certains spéculateurs et « traders » ont dû se montrer prêts à payer pour ne pas avoir à prendre possession de pétrole.

ALLOCATION & STRATEGIE

Les effets potentiels du confinement ...

Cerner les conséquences humaines, sociologiques et financières de la crise de corona continue de ressembler à chercher à lire dans le marc de café. Dans le monde occidental, les mesures strictes semblent porter leurs fruits, ce qui est encourageant, tant sur le plan humain qu'économique. La question clé est de savoir **dans quelle mesure la consommation et l'investissement des entreprises reprendront** maintenant qu'arrive le moment où nous allons pouvoir mettre le nez dehors. La réponse dépendra de deux éléments principaux : la psychologie et le pouvoir d'achat. Les gens consommeront-ils à plein régime pour compenser les semaines de confinement ou continueront-ils à faire attention, de peur d'être infectés ? Outre la confiance, la baisse des rentrées financières, tant pour le grand public que pour les entreprises, déterminera si Covid-19 provoquera une récession, une récession majeure ou une dépression.

... expliquent les mesures prises ...

Ce second élément est la raison pour laquelle les **gouvernements** du monde entier essaient de **garantir** autant que possible le **revenu des ménages et la liquidité des entreprises**, en recourant à des actions de soutien de toutes sortes. Les **banques centrales** agissent pour garantir que les entreprises et les États puissent continuer à se **financer à des conditions raisonnables**, voire même attractives. Le fait que la pandémie ne soit la faute de personne et qu'une partie importante des mesures profite à Mr Tout-le-monde facilite la mobilisation rapide et massive des aides publiques.

... par les pouvoirs publics en Europe ...

En Europe, les **filets de sécurité sociale** existants tels que le chômage temporaire ont été **assouplis et rendus plus généreux**, des primes données aux indépendants et les délais de paiement allongés. Il va sans dire que fournir un **revenu de remplacement aux quelque 30 millions de personnes mises à pied** dans la zone euro a un coût très élevé, mais cela permet d'éviter un éventuel effet domino et donc un effondrement total de l'économie. Pour les **entreprises**, les pouvoirs publics interviennent également sous forme de **centaines de milliards de garanties de crédit**.

... aussi bien qu'aux Etats-Unis

Des mesures similaires ont également été prises aux États-Unis. Par exemple, sous certaines conditions de revenu, il y a un **chèque unique de 1 200 \$** par adulte. **L'indemnité de chômage** versée par les États est augmentée d'une **prestation supplémentaire du gouvernement fédéral** de 600 \$ par semaine pendant 4 mois. Cela devrait maintenir les revenus de la plupart des emplois de services (restaurants, hôtels, magasins, ...). Dans certains États, grâce au soutien fédéral supplémentaire, les prestations de chômage dépasseront même les salaires normaux pour certaines professions. Ce soutien est d'une **importance capitale** dans une économie qui fonctionne sur la **consommation familiale**, sachant que **30 millions de demandes de chômage** ont été reçues entretemps. Les **entreprises** peuvent compter sur des **prêts relais** qui - pour les entreprises de moins de 500 salariés - n'ont pas à être

remboursés si elles ne licencient pas. **Le paquet d'aide global aux États-Unis se chiffre à plus de 10% du PIB.**

Création massive de liquidités par les banques centrales

Les banques centrales ne sont pas en reste. Jusqu'à la fin de l'année, la **BCE** achètera environ **110 milliards d'euros par mois d'obligations d'État et d'entreprises**. Elle a aussi pris des mesures pour assurer la liquidité du secteur bancaire. Dans les pays anglo-saxons, les autorités monétaires ont fait encore plus fort. **La FED et la Banque d'Angleterre ont abaissé les taux d'intérêt à court terme à environ 0%** (la BCE était déjà à -0,5%). La banque centrale américaine **achètera des obligations d'État sans plus avoir de plafond** et sa consœur britannique a clairement indiqué qu'elle était disposée à - temporairement - fournir un financement monétaire. La FED a également ouvert son programme d'assouplissement quantitatif aux obligations de sociétés de bonne qualité, ce que la BCE pratique déjà, et, dans une phase ultérieure, aux obligations dites de « *Fallen Angels* », à savoir d'entreprises qui avaient une notation de qualité avant la crise. La BCE ne s'autorise pas - encore - cela. **L'ampleur de l'intervention de la FED est phénoménale** : en un mois et demi, son bilan a gonflé d'environ **2300 milliards de dollars**, soit plus du double du montant dépensé en 2008-2009 pour soutenir l'économie.

La récession provoquera une hausse des dettes publiques ...

Il est certain que **2020 sera une année de récession**, mais l'ampleur du repli ne deviendra claire qu'au cours des prochaines semaines. Les premières données chinoises semblent porteuses d'espoir, mais en tirer des conclusions pour le reste du monde semble prématuré. Après tout, le nombre de décès dans le monde occidental est considérablement plus élevé qu'en Chine. Il est fort possible que, sur le plan **psychologique**, cela ait un **impact sur la confiance des consommateurs**. Par ailleurs, il semble très probable que, malgré les mesures de soutien, de **nombreuses entreprises rencontreront des problèmes si l'économie ne redémarre pas rapidement**. L'agence de notation Moody's estime que le nombre de faillites d'émetteurs à haut rendement pourrait être aussi élevé que lors de la crise financière, voire supérieur. Ce qui est certain, c'est que **la dette publique**, exprimée par rapport au PIB **augmentera fortement** cette année suite à la combinaison de dépenses publiques élevées, de pertes de recettes et d'une contraction importante du PIB. Le FMI s'attend à ce que 4 des membres du G7 aient un niveau d'endettement net supérieur à 100% d'ici la fin de cette année (107% aux États-Unis et en France, 143% en Italie et 169% au Japon). Il est une difficulté de plus qu'en Europe, ce soient les pays qui ont déjà été durement touchés ces dernières années qui se retrouvent le plus touché par la crise de Corona, sur le plan sanitaire, d'abord, sur le plan des recettes touristiques, ensuite. Dommage que la solidarité et l'unanimité européennes restent introuvables.

... et créera un environnement désinflationniste

Il est également certain que **l'impact à court terme** de la crise sera **désinflationniste**. Les prix dans les secteurs les plus touchés se sont effondrés. En outre, il faut tenir compte de la

chute du prix du pétrole, avec un prix du baril de pétrole WTI d'à peine un tiers environ du point bas atteint pendant la crise financière. À plus **long terme**, en revanche, il est possible que la **création monétaire massive**, et à l'échelle planétaire, entraîne une **inflation plus élevée**. Le passé a montré que l'inversion de la relance monétaire est moins évidente que l'ouverture du robinet. En matière de taux d'intérêt, il faut s'attendre à ce que les **banques centrales mènent une politique de répression financière**, explicite ou non, afin que la montagne de dettes puisse se financer à un coût abordable.

Après une hausse initiale, les spreads reculent

Grâce aux mesures prises par les banques centrales, l'écart de taux d'intérêt, ou « spread », sur les obligations de sociétés s'est nettement contracté. Les entreprises disposant d'un bilan solide dans des secteurs relativement à l'abri de la crise se financent dans les mêmes conditions qu'auparavant. De la valeur peut encore être trouvée dans les secteurs moins protégés, mais il faut qu'une volatilité accrue soit acceptée. Après la décision surprenante de la FED d'acheter également des obligations à haut rendement, les « spreads » ont également fortement baissé sur ce segment. Bien que le supplément de taux reste nettement supérieur à ce qui était proposé avant la crise, **nous trouvons la classe d'actifs dans son ensemble peu attractive**. Après tout, nous craignons que, malgré les efforts du gouvernement et de la banque centrale, **bon nombre d'émetteurs rencontreront des problèmes**. Le fait que leurs bilans étaient souvent déjà fragiles avant la crise rend plus difficile l'absorption des – vilains – coups du Corona.

Ainsi, au sein de la portion obligatoire d'un portefeuille, nous continuons de **préférer les obligations d'État aux obligations de sociétés**. Tout en restant maigres, les rendements offerts dans certains pays sont redevenus plus raisonnables. Nous pensons que les taux d'intérêt resteront bas pendant un certain temps encore malgré l'augmentation de la dette publique en lien avec la crise. La BCE fera le nécessaire pour cela, tout comme elle veillera à ce que les « spreads » des pays soient contenus. Les obligations indexées sur l'inflation peuvent être une bonne solution pour se protéger en cas d'augmentation de l'inflation à moyen terme. Cependant, à court terme, elles

peuvent être plus volatiles que les obligations ordinaires car la menace semble plus la déflation que l'inflation.

Le rebond rapide des actions en avril...

Il n'est pas surprenant que les marchés boursiers aient rebondi après leur chute vertigineuse. Malgré l'augmentation du nombre de morts, **avril a apporté des nouvelles positives, rendant le pessimisme de fin mars exagéré**. Il faut attribuer cela à l'intervention sans équivalent des banques centrales et des gouvernements, qui a **empêché la crise du crédit** qui était encore redoutée à la fin mars. Le passé a également montré que des **injections massives de liquidités** poussaient le marché boursier à la hausse. Mais, plus important encore, les mesures difficiles prises par les autorités politiques, qui ont osé bloquer les démocraties, ont **évité une augmentation vraiment exponentielle du nombre de cas**. En conséquence, les infrastructures hospitalières n'ont pas été submergées et le degré de reproduction du virus a été assez rapidement réduit.

... explique notre sous-pondération

Malgré ces nouvelles positives, nous sous-pondérerions quelque peu les actions en portefeuille. À notre avis, la tendance boursière est passée d'un **pessimisme excessif à un peu trop d'optimisme**. Une augmentation des faillites est inévitable et affectera directement ou indirectement les actions cotées. En raison des mesures de distanciation sociale nécessaires, les **entreprises** continueront de fonctionner sur une **capacité réduite** pendant un certain temps, ce qui affectera leur rentabilité. En outre, il **ne peut être exclu** qu'une **proportion importante de la population** - en particulier les personnes à haut risque - **limite volontairement le nombre de contacts**. En d'autres termes, il est **fort possible que, tant qu'il n'y aura pas de vaccin, l'économie ne reviendra pas à un niveau « normal »**.

Les marchés ayant déjà bien récupéré, la prudence s'impose. Une rechute - temporaire - est tout à fait possible. Si les marchés devaient effectivement baisser quelque peu ou si les faits montrent que l'analyse ci-dessus est trop précautionneuse, alors le poids des actions pourra de nouveau augmenter.

Günter Van Rossem – gunter.vanrossem@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.