

AVRIL 2020

Editorial

UN KRACH HISTORIQUE...

L'année 2020 avait pourtant commencé sous les meilleurs auspices avec de bonnes publications de résultats au titre du 4ème trimestre 2019, un sentiment des affaires en amélioration, des indicateurs d'activité manufacturière en redressement après plusieurs mois de baisse continue, la phase 1 de l'accord commercial entre la Chine et les Etats-Unis enfin scellée... A tel point qu'à la mi-février, l'indice Eurostoxx50 affichait une progression de 2.56% tandis que l'indice américain S&P500 progressait lui de 4.62%. Hélas, la diffusion rapide du virus Covid-19 de la Chine vers l'Europe fin février couplée au choc pétrolier de début mars (voir notre Grand Angle au verso) a conduit à un retournement de tendance, aussi brutal qu'inattendu. De son plus haut du 20 février à son plus bas du 16 mars, l'indice Eurostoxx50 dévissait de près de 40% (voir graphique page 3). Idem pour le CAC 40 à Paris. Et -42% même pour l'Italie qui paye un lourd tribut humain dans cette crise. Les Etats-Unis, touchés plus tard par le virus, dévissait eux de -35% entre ces deux dates, tandis que la perte des marchés émergents était-elle « contenue » à -32%.



Jamais de mémoire de boursier on avait vu un choc aussi violent, pas même en 2008. Et pourtant, abstraction faite de l'aspect sanitaire, forcément anxiogène sur les populations, la situation de 2008 était plus préoccupante à bien des égards avec une crise née au cœur du système financier et se diffusant au reste de l'économie. Aujourd'hui, si l'on regarde objectivement les choses, l'économie mondiale est tout de même en meilleure santé qu'en 2008 et le système financier bien plus robuste, grâce aux règles et aux nombreux garde-fous mis en place depuis la faillite de Lehman Brothers.

Face à ce plongeon abyssal et cette explosion de la volatilité, nous nous sommes efforcés chez 2PM de garder la tête froide et de ne pas céder à la panique, accompagnant la baisse du mar-

ché par quelques compléments à l'achat sur les positions qui nous apparaissaient les plus solides et les plus susceptibles de remonter. Notre longue expérience des marchés nous a en effet appris que vendre sous l'effet de la panique pendant les trous d'air ou les moments de volatilité extrême est le meilleur moyen d'engendrer des pertes sèches et des dommages irrémédiables sur la performance des portefeuilles que nous gérons. En revanche, et nous l'avons vérifié à maintes reprises en 2003, début 2009, en 2011 ou encore fin 2018, il faut savoir profiter des dislocations de marché de court terme, de manière certes contrariante, afin de créer la performance de demain, les yeux rivés sur notre horizon de placement 3/5 ans. Qui vend sous l'effet de la panique concrétise des pertes. Qui conserve ses positions et rachète graduellement dans le creux n'a à déplorer que des moins-values latentes pour un temps et garde intacte toute la capacité de rebond du portefeuille. Rebond qui comme à l'accoutumée se manifeste sans crier gare.

Dans le cas de la crise qui nous occupe, c'est vers le 20 mars dernier que le rebond s'est matérialisé dans un contexte de réaction rapide des banquiers centraux (voir notre special topic en page 3) et des différents gouvernements. La Réserve Fédérale américaine a en effet annoncé un nouveau programme d'achat d'actifs d'une ampleur inégalée, illimité en taille et en horizon de temps, des mesures de soutien pour les prêts étudiants et les ménages tandis que le Congrès parvenait à un accord sur le plan de soutien à l'économie de 2200 milliards de dollars, soit près de 9% du PIB, excusez du peu ! Dans la zone euro, la BCE a initié la mise en œuvre du PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program) tandis qu'en Allemagne, le Bundestag approuvait un plan de soutien massif, les députés se prononçant en outre en faveur d'une suspension des dispositions constitutionnelles limitant l'endettement du pays.

Toutes ces annonces ont permis aux actifs risqués de rebondir dans des proportions importantes. Ainsi, en trois jours, les actions européennes ont grimpé de 15% ! Et pratiquement 18% pour les actions américaines. Les écarts sont encore plus incroyables au niveau des valeurs individuelles. Un titre comme Airbus dévissait ainsi de -65% de mi-février à mi-mars, pour rebondir ensuite de plus de 50% sur la semaine suivante !

	Q1 2020	FY 2020	Close 31/03/20
DOW JONES	-23.20%	-23.20%	21 917.16
S&P 500	-20.00%	-20.00%	2 584.59
FTSE 100	-24.80%	-24.80%	5 671.96
EUROST.50	-25.59%	-25.59%	2 786.90
CAC 40	-26.46%	-26.46%	4 396.12
FTSE MIB	-27.46%	-27.46%	17 050.94
MSCI EM	-23.87%	-23.87%	848.58
CRUDE OIL	-66.46%	-66.46%	20.48
GOLD	3.95%	3.95%	1 577.18
EUR/USD			1.1031
EUR/CHF			1.0604
EUR/GBP			0.8882
EURIBOR 1M			-0.423%

Le marché du crédit n'a pas été en reste, avec là-aussi des dislocations importantes marquées par un écartement rapide des spreads et une très faible liquidité dans le marché. De nombreux fonds high yield, y compris les plus robustes en temps normal, se sont vus infligés courant mars des baisses de -10 à -15% en deux semaines. Nous en avons bien sûr profité pour renforcer nos positions, convaincus que l'action des banques centrales sera suffisante pour ramener le calme dans cette sphère obligataire d'ici quelques semaines, comme nous l'avons vu durant la crise grecque de 2011.

Pour revenir aux bourses mondiales, il est bien difficile de dire si le vrai point bas de cette crise est derrière nous avec les niveaux testés vers le 16 mars ou s'il faut s'attendre à nouveau « bottom », tant le niveau d'incertitude reste grand sur l'évolution du virus et des impacts à attendre sur l'économie réelle. En Europe déjà les indices PMI s'effondrent, à l'instar de l'Espagne qui voit son indice des services passer de 52.1 à 23 et de l'Italie, de 52.1 à 17.4, un recul d'une ampleur jamais observée. Aux Etats-Unis, on notera surtout l'incroyable envolée des inscriptions au chômage : En l'espace de deux semaines, près de 10 millions de personnes se sont inscrites, soit l'équivalent du total des inscriptions en un an pendant la crise des subprimes en 2008 !

Du point de vue sanitaire, l'Europe montre quelques signaux encourageants avec une diminution des nouvelles infections en Italie et un ralentissement des nouvelles admissions en réanimation en France et en Espagne. En revanche, la pandémie progresse fortement aux Etats Unis, en Angleterre et dans de nombreux pays émergents. Et en Asie, la crainte d'une deuxième vague d'infection en provenance de



(suite de l'édito) l'étranger ne facilite pas la reprise du commerce. Face à cela, les différents gouvernements et banques centrales redoublent ces jours-ci d'efforts en annonçant de nouvelles mesures de soutien. La Corée a annoncé son (2ème stimulus, l'Italie travaille sur un nouveau package de 40 milliards d'euros et D. Trump essaie de convaincre du bien-fondé d'un nouveau plan de relance des infrastructures. On estime à ce stade que la relance fiscale avoisine les 5% du PIB mondial.

Quoiqu'il en soit, que le point bas soit celui du 16 mars dernier, ou qu'il faille s'attendre à une dernière vague de baisse des marchés dans les prochains jours, il nous apparait que beaucoup de sociétés sont actuellement valorisées à des niveaux incroyablement bas, intégrant déjà bon nombre de mauvaises nouvelles. Il est clair qu'avec une grande partie de la population mondiale confinée, nombre de secteurs économiques sont à l'arrêt ou en situation de blocage et que la machine économique mettra un certain temps à redémarrer. Mais quand une belle compagnie comme Siemens perd pratiquement 50% de sa valeur du début de l'année jusqu'au 16 mars, ou même 60% pour une société cyclique comme Arcelor Mittal, il n'est pas interdit de penser qu'une grande partie des problèmes en cours et même à venir est déjà intégrée dans les prix. En tous cas, nous nous gardons bien chez 2PM de vendre sur ces niveaux fortement dépréciés. Notre expérience des précédentes crises boursières nous pousse au contraire à rester dans la course, voire même à renforcer nos positions pour profiter à plein du rebond quand il se manifesterait de manière pérenne, à la faveur du redémarrage de l'économie mondiale, dans un environnement de taux qui va rester encore longtemps extrêmement accommodant.

Christophe Carrafang

Grand Angle

Le nouveau contre-choc pétrolier ou l'inattendu bras de fer entre l'Arabie Saoudite et la Russie

En marge de l'épidémie du Covid-19, le monde vit un contre-choc pétrolier, déclenché le 7 mars par la décision de l'Arabie Saoudite de casser le marché et d'ouvrir les vannes de sa production.

Les prix du pétrole ont connu au cours du mois de mars une chute spectaculaire, la plus forte de son histoire. A l'image des indices boursiers, eux-mêmes pour partie nourris par l'effondrement du coût de l'énergie. Avec un plongeon de 70%, on a en effet assisté à la plus forte baisse jamais enregistrée dans l'histoire économique. A 20 dollars le baril, jamais depuis 2003 et la seconde guerre d'Irak les prix du pétrole n'avaient atteint un niveau aussi bas.

Si cette crise est renforcée par l'épidémie de coronavirus qui frappe le monde, elle trouve son origine dans un bras de fer diplomatique engagé le 6 mars dernier entre l'Arabie Saoudite et la Russie, les deux pays les plus puissants au sein de l'organisation dite OPEP+. Réunis à Vienne, lieu d'accueil des sommets de l'organisation des pays exportateurs, les deux protagonistes ont tenté de s'accorder sur une nouvelle baisse de la production de pétrole afin de maintenir les cours, fragilisés par la baisse de la demande liée à la crise du Covid-19. Contre toute attente, Moscou, soucieux de ne pas perdre de parts de marché face aux producteurs de gaz de schiste américain, a refusé. Dès lors, Riyad, troisième producteur de pétrole du monde a décidé d'augmenter sa production, afin de faire chuter les prix, et ainsi contraindre la Russie à revoir sa position.

En réalité il s'agit d'un jeu de billard à 3 bandes: l'Arabie saoudite a décidé de punir la Russie qui ne voulait pas faire preuve de solidarité dans l'effort demandé. Et de son côté, la Russie a décidé de profiter de la situation pour punir les producteurs de pétrole et gaz de schiste américain.

Mais qui peut sortir gagnant d'une telle situation ? Ni les uns ni les autres.

Il est étonnant que cette rupture et la décision de laisser s'effondrer les prix ait été prise par l'Arabie saoudite au moment où l'économie

mondiale est quasiment à l'arrêt. Chacun des protagonistes affirme qu'il peut parfaitement tenir. Le Président Poutine assure que le budget de la Russie est construit sur une hypothèse moyenne de 42 dollars le baril. L'Arabie Saoudite n'en est pas à son coup d'essai puisqu'elle avait appliqué la même stratégie en 2016 à l'époque entre autres pour « punir » l'Iran et déjà les producteurs américains. Mais elle avait dû faire marche arrière au bout de quelques mois favorisant ainsi l'accession au pouvoir du jeune prince Mohamed Ben Salmane (MBS), le même qui aujourd'hui applique cette stratégie punitive. Pourtant cette guerre diplomatique comme souvent en situation de crise va créer des opportunités.

Les gagnants seront sans nul doute les pays consommateurs qui ne s'attendaient pas à pareille aubaine mais aussi les investisseurs de long terme qui pourront mettre la main sur des titres de grande qualité à des prix jamais vus depuis plus de 20 ans. Après une baisse de plus de 50%, les grandes majors du secteur comme l'anglo-néerlandais Royal Dutch ou le français Total ont vu leur cours de bourse retrouver leurs niveaux des années 1990, une situation inimaginable il y a peu.

C'est aussi déjà ce que jouent selon les statistiques collectées par les autorités de marchés des Futures de Chicago (C.F.T.C) les gérants de fonds alternatifs spécialisés qui se sont repositionnés « longs » (acheteurs) sur le baril.

Geoffroy de Villaines





Macroéconomie

Toutes les prévisions macro-économiques pour 2020 sont tombées à l'eau en quelques semaines.

En soi, une crise sanitaire n'est pas forcément récessive (cf la canicule de 2013 en Europe qui avait fait 70 000 morts), ce sont les mesures de confinement extrêmes qui sont de nature à fortement contracter l'activité économique. Elles créent concomitamment un choc de l'offre et de la demande.

Nous aurons donc fort probablement une année 2020 en deux temps, récession sur les deux premiers trimestres, notamment le second. Puis en seconde partie d'année, un fort rebond de l'activité lié au rattrapage de cette période d'inactivité, soutenu par des politiques budgétaires et monétaires coordonnées au niveau mondial, sur des montants colossaux.

L'observation de la situation économique chinoise est un bon proxy de ce qui pourrait se dérouler partout ailleurs dans le monde:

- Les PMI chinois de février ont atteint des plus bas historiques à respectivement 35.7 pour l'activité manufacturière et 29.6 pour celle des services.
- Les chiffres de mars montrent une nette amélioration, avec des chiffres de respectivement de 52 et 52.3. Au-delà des chiffres qui peuvent être contestés, la tendance est réelle.

En Europe les indicateurs économiques se retournent très vite :

- Le PMI des services s'enfonce à 26.4 (17.4 en Italie).
- Le PMI manufacturier résiste mieux à 44.5 pour le mois de mars.

Aux USA, la situation sera la même, avec quelques semaines de décalage :

- Les premiers effets se font sentir, l'ISM manufacturier passe de 50.7 en février à 49.1 en mars, tandis que celui des services recule à 52.5, contre 57.3 il y a un mois.
- Au 27 mars, près de 10 millions d'américains ont déjà été mis au chômage.
- Pour le moment le secteur immobilier est toujours bien orienté, la baisse des taux favorise le secteur et les renégociations de crédit repartent de plus belle. Il sera forcément impacté par la période de confinement mais à moyen terme tout est fait pour qu'il reparte fortement.

Damien Liegeois

Evolution de l'indice Eurostoxx50 sur un an glissant





Special Topic

Fort de leur expérience de 2008, Les banques centrales ne s'adaptent plus, elles anticipent.

La crise de 2008 a pris par surprise l'ensemble des autorités monétaires qui se sont aperçues du manque d'efficacité des outils traditionnels à leur disposition (essentiellement des baisses de taux). La Réserve fédérale américaine a dû faire preuve d'inventivité pour mettre au point des outils de politiques monétaires non conventionnels (rachats d'actifs, interventions directes sur les marchés financiers). A aujourd'hui on ne parle d'ailleurs plus d'outils non conventionnels, tant ils sont rentrés dans les mœurs depuis 10 ans.

Contrairement à cette année, la Fed en 2008 n'intervient avec son « QE » qu'en décembre, soit 4 mois après la faillite de Lehman Brothers, avec des achats d'actifs de 1,2 T\$. Par la suite elle poursuit ses efforts de soutien avec une nouvelle intervention de près de 2T\$ entre 2012 et 2015.

Pour la crise que nous traversons, juste après le premier décès américain du Covid 19, dès le 3 mars, la FED baisse une première fois ses taux de -0,5% à 1,25%. Une semaine plus tard, elle porte son taux directeur à 0,25%. Par la suite, elle annonce un achat de 500b\$ de bons du Trésor et de 200b\$ de Mortgage Back Securities. Dix jours plus tard, par suite des fortes tensions sur le marché obligataire, elle s'attaque au marché des dettes d'entreprises pour en annoncer des rachats illimités, ces mesures extrêmes étant mises en place afin de faire baisser au plus bas les taux de finan-

cement, d'assurer que les conditions de crédit sur les marchés financiers restent disponibles et optimales et que ces baisses de taux profitent bien à ceux qui en ont le plus besoin. Ainsi en trois semaines, nous avons déjà eu quatre interventions des autorités monétaires américaines, du jamais vu.

Avec la crise sanitaire du coronavirus, et grâce à l'héritage de 2008, tout va donc bien plus vite.

En Zone Euro, pour actionner un vrai programme de long terme de quantitative easing la Banque Centrale Européenne doit attendre 2015, et deux récessions, avant de pouvoir adopter un plan similaire, d'ampleur et de durée comparable à celui de la FED. Le fameux « whatever it takes » de juillet 2012, et le premier QE de 1T€ était un bon début, mais il sera relativement bref et dès mi-2012, la BCE commencera à revendre les actifs massivement jusqu'à la mi-2014. Cet empressement à dégonfler le bilan de la BCE, a sans doute creusé l'écart de performance économique avec les USA, qui dans le même temps poursuivait une politique accommodante. Cette année, malgré un premier faux départ, les autorités monétaires sous l'égide de Christine Lagarde ont rapidement pris la mesure de l'urgence économique et annoncé un programme massif de rachats de crédits de toutes sortes, le PEPP, le Pandemic Emergency Purchase Program.

La crise du Covid 19 est donc mondiale et la réponse des banques centrales est mondiale et coordonnée, d'une ampleur sans précédent.

La FED, la BCE, la BOJ, la BOE, la PBoC et d'autres sont à la manœuvre pour essayer de compenser ce gros trou d'air économique qui, on l'espère, devrait être douloureux mais passager. Jamais dans l'histoire économique connue, les autorités monétaires n'ont agi comme aujourd'hui de concert. On peut donc espérer des résultats à la hauteur de ces engagements.

La force de ces interventions réside dans la rapidité des prises de décision et la rapidité d'exécution de ces mesures, pas de tergiversation, peu d'hésitations face à la gravité de la situation.

L'héritage de 2008 est certain, et si la crise actuelle peut être semblable dans l'ampleur des corrections boursières (actions et obligations), la soudaineté des décrochages est historique.

L'héritage de 2008 réside dans la capacité d'aller au-delà des simples outils de politique monétaire (l'action sur les taux d'intérêts) et d'avoir intégré les rachats d'actifs de toutes sortes dans la panoplie des outils à disposition pour des montants importants voire même illimités. Ainsi les autorités monétaires, de prêteurs en dernier recours des banques, deviennent également le dernier recours des Etats et des entreprises. A quand le dernier recours des marchés d'actions ? Pour le moment, seule la Banque du Japon a franchi le pas d'une intervention directe sur les marchés des actions.

Damien Liegeois

TAILLE DU BILAN DE LA RESERVE FEDERALE AMERICAINE DEPUIS 2007



AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 6 avril 2020. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.