



FLASH

MARCHÉS

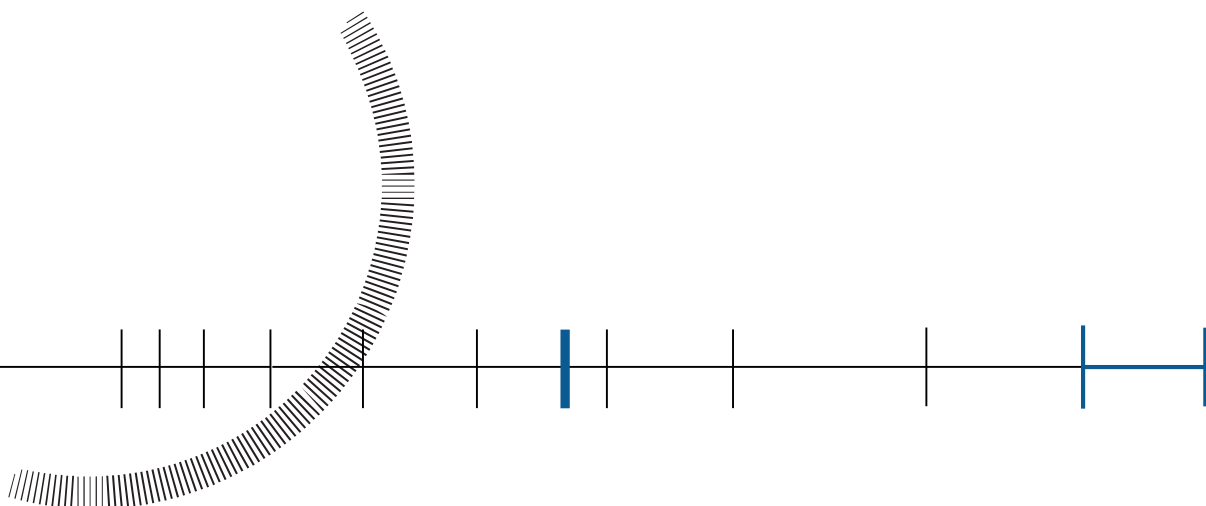
21 AVRIL 2020

**Le stade ultime du capitalisme,
c'est le communisme...
Et vice versa !**

Suivez-nous !



Jean-Marie MERCADAL
Directeur Général Délégué
en charge des Gestions



Ce trait d'humour évoque toute une époque, celle des années 70 marquées par des débats idéologiques et politiques très engagés... Puis, après la chute du mur de Berlin, la disparition de l'Union Soviétique et la mondialisation, les débats de société ont changé. Mais aujourd'hui, avec la profonde crise économique et après les dernières interventions des puissances publiques, les sujets autour de « l'étatisation » des économies commencent à resurgir...

Pour tenter de sauver les entreprises dans cette période de récession brutale causée par l'épidémie mondiale du Coronavirus, les gouvernements et les Banques Centrales ont pris les choses en main, et assez rapidement. En zone Euro, cela a été un peu plus compliqué comme souvent. Un plan de soutien a été finalement trouvé, sans toutefois recourir aux Eurobonds, principe de mutualisation des dettes auquel certains pays du Nord de la zone sont encore farouchement opposés. Ce débat se prolongera encore probablement cette semaine à l'occasion du sommet du 23 avril, et des tensions sont probables, ce qui pourrait peser sur l'Euro à court terme. En France, des mesures assez précises ont été prises pour éviter au maximum les faillites, la plus spectaculaire et sûrement la plus importante étant la prise en charge du chômage partiel, qui est en fait une sorte de nationalisation des salaires.

Mais c'est dans le pays le plus idéologiquement capitaliste, les États-Unis, que les mesures les plus importantes en quantité ont été décidées. Un plan de global 2 300 Mds\$ a été adopté, alors que le déficit budgétaire était déjà sur une trajectoire de 1 000 Mds\$, montant inédit à ce stade du cycle, très avancé après une période de plus de 10 ans de croissance ininterrompue. Par ailleurs, le bilan de la Réserve Fédérale a progressé de 2 000 Mds\$ depuis le début de la crise, soit une augmentation de 50 %, à ce stade. Ce qui est nouveau, c'est que la Banque Centrale américaine peut désormais acheter des obligations du segment « High Yield », via des ETF (Exchange Traded Fund). Ceci favorise donc certains émetteurs au détriment d'autres : dans la méthode de calcul des indices sous-jacents aux trackers, les entreprises les plus endettées se retrouvent les plus pondérées, et donc favorisées par les programmes d'achat qui ont totalisé plus de 7 Mds jusqu'à présent.

Une nouvelle étape a donc été franchie et elle pose quelques questions. Ce type d'intervention crée des distorsions dans un marché naturellement peu liquide et fausse le jeu naturel de la détermination des prix, si bien que les gérants et investisseurs fondamentaux peuvent se retrouver dévalorisés.

La prochaine étape possible qui pourrait être franchie par les Banques Centrales serait l'achat d'actions. La Banque du Japon, la plus avancée dans le processus de soutien et de lutte contre la déflation, procède à des achats d'actions japonaises, depuis plusieurs années, via des ETF également. Mais ce faisant, la Banque du Japon est critiquée pour avoir faussé le jeu naturel des marchés et favorisé le maintien en vie d'entreprises « zombies » qui auraient dû disparaître.

Entre jeu naturel du marché et interventions publiques, les frontières sont donc poreuses. Il convient de rester plus pragmatique qu'idéologique. Quand l'économie repartira, il appartiendra aux États de se désengager et de laisser à nouveau le marché libre dans la formation des prix. D'ailleurs, le précédent de 2008 a montré que les Banques Centrales et les États avaient « gagné de l'argent » durant la crise : aux États-Unis, les acquisitions effectuées à travers le programme « Trouble Asset Relief Program » ont été ensuite cédées avec plus-values au global. Idem avec la nationalisation partielle de General Motors.

Reste la question des dettes publiques, de leur valeur et de leur signification. Elles ne pourront pas être remboursées vu les montants atteints, qui dépassent souvent plus de 100 % du PIB désormais. Elles seront « rollées » avec le soutien des Banques Centrales qui en détiennent une grande partie. Doivent-elles être annulées, au moins pour la part détenue par la BCE ? Ce débat commence à émerger. Mais de toute façon, cela revient un peu au même si elles les détiennent jusqu'à échéance. Ces débats idéologiques et de principe continueront. Si nous voulons des finances publiques saines, cela suppose de réduire les dépenses et/ou d'augmenter les impôts, ce qui est impossible actuellement. Et bientôt le débat sur le revenu universel. Pourquoi pas ?

Du point de vue des dettes, le niveau des taux d'intérêt devrait rester bas pour les prochaines années si on comprend bien les dernières publications du FMI. L'objectif de croissance a naturellement été révisé à la baisse pour 2020 : une récession de l'ordre de 3,0 % est désormais anticipée contre une croissance de près de 3,4 % attendue en début d'année, et un rebond attendu à + 5,8 % en 2021, qui paraît aléatoire aujourd'hui. Mais ce qui semble plus important, c'est que l'institut voit « un output gap » ouvert jusqu'en 2022 voire 2023, ce qui veut dire en langage courant que l'économie mondiale va « tourner en sous-régime » pendant encore 2 ans. Cela signifie aussi que l'inflation restera faible, et donc probablement que les taux d'intérêt gouvernementaux resteront proches de leurs niveaux actuels autour de 0 %.

Dans ce contexte, nous pensons qu'il est préférable d'investir dans les entreprises et/ou les actifs « réels » plutôt que sur les dettes gouvernementales.

Concernant les entreprises, les dettes nous semblent aujourd'hui plus intéressantes que les actions, même si le rebond des obligations « High Yield » a été significatif depuis deux semaines. Les rendements « Investment Grade », surtout sur le court terme, et « High Yield », restent toutefois attractifs en relatif, dans une optique de « buy and hold »⁽¹⁾. Concernant les actions, après le rebond récent de plus de 20 % des principaux indices, le potentiel nous paraît limité à court terme et une phase plus volatile donnera probablement des points d'entrée plus propices. La saison des résultats s'ouvre en effet à peine et risque d'être décevante. D'une part par manque d'information car les chefs d'entreprises auront du mal à donner des perspectives fiables compte tenu du peu de visibilité totale sur la sortie de crise. D'autre part, les bénéfices devraient fortement baisser : par exemple, les bénéfices agrégés des entreprises de l'indice S&P 500 avoisinaient 170 USD par unité d'indice en 2019. Ceci donne un PER⁽²⁾ 2019 de l'indice à 16,2 aux cours actuels. Mais vu l'ampleur de la récession économique, une baisse de 35 % des profits cette année semble un scénario possible, ce qui donnerait ainsi un PER 2020 de plus de 26, et sans visibilité sur le « retour à la normale » ...

Les actifs réels (métaux précieux, immobilier...) permettent de couvrir un scénario de défiance des actifs publics et des monnaies dans ce contexte particulier de perte de repères.

L'or devrait continuer à bénéficier de ce contexte et dépasser ses plus hauts historiques de près de 1 900 USD l'once au cours des prochains mois.

Ce document à caractère promotionnel est destiné exclusivement à des clients professionnels et non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'OFI Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par OFI Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie. Le(s) fonds mentionné(s) dans le document a/ont été agréé(s) par l'AMF ou la CSSF et est/sont autorisé(s) à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans le fonds. Le DICI (Document d'Informations Clés pour l'Investisseur) doit être

obligatoirement remis aux souscripteurs préalablement à la souscription. Les règles de fonctionnement, le profil de risque et de rendement et les frais relatifs à l'investissement dans un fonds sont décrits dans le DICI de ce dernier. Le DICI et les derniers documents périodiques sont disponibles sur demande auprès d'OFI Asset Management. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. OFI Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. OFI Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Dans l'hypothèse où un fonds fait l'objet d'un traitement fiscal particulier, il est précisé que ce traitement dépend de la situation individuelle de chaque client et qu'il est susceptible d'être modifié ultérieurement. Achievé de rédiger le 21/04/2020.

OFI ASSET MANAGEMENT • Société de gestion de portefeuille • RCS Paris 384 940 342 • Agrément N° GP 92-12
S.A. à Conseil d'Administration au capital de 42 000 000 euros • APE 6630Z • FR 51384940342

⁽¹⁾ Buy and Hold : acheter pour conserver.

⁽²⁾ PER : Price Earning Ratio. Indicateur d'analyse boursière : ratio de cours divisé par le bénéfice.