

# Crise boursière : acte III



Jean-Marie MERCADAL Directeur Général Délégué en charge des gestions

Le premier acte a été celui de la stupéfaction. Les investisseurs ont été surpris par la soudaineté de la propagation du virus et ses conséquences lourdes et inattendues sur l'économie mondiale : les chutes boursières ont été rapides et importantes.

Dans un second temps, les marchés ont pris acte des mesures exceptionnelles prises par les Banques Centrales et les gouvernements, ce qui a engendré un vif rebond.

Un troisième acte s'ouvre. Il sera caractérisé par une grande hésitation sur les scénarios de sortie, avec de la volatilité, mais il pourrait aussi offrir des opportunités d'investissement.

CLASSES D'ACTIES  Nous relevons notre appréciation actions à « neutre » car les valorisations se sont détendues depuis les plus hauts niveaux du début de l'année. Mais compte tenu de la récession en cours, les bénéfices risquent d'être fortement révisés à la baisse. Il y aura des points de renforcement plus attractifs. Les obligations gouvernementales sont chères.  OBLIGATIONS  Les spreads de crédit se sont fortement pettes souv. Euro Core écartés. Il redevinennent atractifs en relatif et en absolu, surtout que les taux administrés par les Banques Centrales vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.  ACTIONS  Tous les marchés ont subi le ralentissement brutal de l'économie qui deverait toucher tous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations for down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux rès bas. Les valeurs cycliques et values ont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises einergentes qui ont beaucoup baissé commencent à deveir attractives.	Notre allocation	Sous-pondéré		Neutre	Surpo	Surpondéré	
Nous relevons notre appréciation actions à « neutre » car les valorisations se sont détendues depuis les plus hauts niveaux du début de l'année. Mais compte tenu de la récession en cours, les bénéfices risquent d'être fortement révisés à la baisse. Il y aura des points de renforcement plus attractifs. Les obligations gouvernementales sont chères.  OBLIGATIONS  Les spreads de crédit se sont fortement decartés. Il redéviennent attractifs en relatif et en absolu, surout que les taux administrés par les Banques Centrales vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.  Dette souv, Euro Core écartés. Il redéviennent attractifs en relatif et en absolu, surout que les taux administrés par les Banques Centrales vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.  Dette émer, devises fortes  Dette émergente locale  ACTIONS  Tous les marchés ont subi le ralentissement brutal de l'économie qui devrait toucher tous les pays, Les marchés sont davantage guidés par des considérations top down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surfout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce cortexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marqué à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes, union the baucount baissé	au 31/03/20		-	=	+	++	
actions à « neutre » car les valorisations se sont détendues depuis les plus hauts niveaux du début de l'année. Mais compte tenu de la récession en cours, les bénéfices risquent d'être fortement révisés à la baisse. Il y aura des points de renforcement plus attractifs. Les obligations gouvernementales sont chères.  OBLIGATIONS  Les spreads de crédit se sont fortement écartés. Il redeviennent attractifs en relatif et en absolu, surtout que les taux administrés par les Banques Centrales vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.  Dette souv. Euro Core relatif en relatif en relatif en relatif en provinci de relatification de rel							
les plus hauts niveaux du début de l'année. Mais compte tenu de la récession en cours, les bénéfices risquent d'être fortement révisés à la baisse. Il y aura des points de renforcement plus attractifs. Les obligations gouvernementales sont chères.  OBLIGATIONS  Les spreads de crédit se sont fortement deartif en relatif et en absolu, surtout que les taux administrés par les Banques Centrales vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.  Dette souv. Euro Core écartés. Il redeviennent attractifs en relatif et en absolu, surtout que les taux administrés par les Banques Centrales vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.  Dette émer, devises fortes  Dette émergente locale  ACTIONS  Tous les marchés ont subi le ralentissement brutal de l'économie qui devrait toucher tous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations for down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émercentes, qui ont heaucque haissée			Moné	etaire			•
Pamée. Mais compte tenu de la récession en cours, les bénéfices risquent d'être fortement révisés à la baisse. Il y aura des points de renforcement plus attractifs. Les obligations gouvernementales sont chères.    OBLIGATIONS	•		Obliga	ations	_		•
fortement révisés à la baisse. Il y aura des points de renforcement plus attractifs. Les obligations gouvernementales sont chères.  OBLIGATIONS  Les spreads de crédit se sont fortement écartés. Il redeviennent attractifs en relatif et en absolu, surtout que les taux administrés par les Banques Centrales vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.  Dette émer, devises fortes  Dette émergente locale  ACTIONS  Tous les marchés ont subi le ralentissement brutal de l'économie qui devrait toucher fous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations top down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à benéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émercentes, qui ont heaucque haissée				Convertibles			•
des points de renforcement plus attractifs. Les obligations gouvernementales sont chères.  OBLIGATIONS  Les spreads de crédit se sont fortement écartés. Il redeviennent attractifs en relatif et en absolu, surtout que les taux administrés par les Banques Centrales vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.  Dette souv. Euro périph.  Dette souv. Euro périph.  Dette souv. Euro périph.  Dette souv. Euro périph.  Dette émer, devises fortes  Dette émer, devises fortes  Dette émer, devises fortes  Dette émergente locale  ACTIONS  Tous les marchés ont subi le ralentissement brutal de l'économie qui devrait toucher tous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations fop down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émercentes aution the haucun paissé				Actions			•
GBLIGATIONS  Les spreads de crédit se sont fortement écartés. Il redeviennent attractifs en relatif et en absolu, surtout que les taux administrés par les Banques Centrales vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.  Dette souv. Euro Core écartés. Il redeviennent attractifs en relatif et en absolu, surtout que les taux administrés par les Banques Centrales vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.  Dette émer, devises fortes  Dette souv. Euro périph.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de crédit ét en absolu, author de l'entre fortes de l'entre deviennent fortes de l'entre devises fortes  Dette souv. Euro périph.  Dette émer, devis de fortes de l'entre fortes de l'entre fortes de l'entre fortes	des points de renforcement plus			Matières premières	S		•
Les spreads de crédit se sont fortement écartés. Il redeviennent attractifs en relatif et en absolu, surtout que les taux administrés par les Banques Centrales vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.  Dette souv. Euro périph.  Dette souv. Euro le priod.  Dette souv. Euro périph.  Dette sou				Alternatif/l	Perf. absolue		<b></b>
Dette souv. Euro périph.  Dette souv. Euro périph.  Dette souv. Euro périph.  Dette émer, devises fortes  Dette ém	OBLIGATIONS						
relatif et en absolu, surtout que les taux administrés par les Banques Centrales vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.  Dette émer devises fortes  Dette émer devises fortes  Dette émergente locale  ACTIONS  Tous les marchés ont subi le ralentissement brutal de l'économie qui devrait toucher tous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations top down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Doular US  Yen	Les spreads de crédit se sont fortement écartés II redeviennent attractifs en	Dette souv	. Euro Core				•
vont rester très bas. Attention toutefois à la liquidité sur certains segments.    Index. Inflation/Breakeven   Dette émer. devises fortes	relatif et en absolu, surtout que les taux		Dette souv.	Euro périph.			•
Index. Inflation/Breakeven Dette émer. devises fortes  Dette émergente locale  ACTIONS  Tous les marchés ont subi le ralentissement brutal de l'économie qui devrait toucher tous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations top down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beauçoup haissé					Euro Inves	tment Grade	•
ACTIONS  Tous les marchés ont subi le ralentissement brutal de l'économie qui devrait toucher tous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations top down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont heaucoun haissé	à la liquidité sur certains segments.				High	Yield	•
ACTIONS  Tous les marchés ont subi le ralentissement brutal de l'économie qui devrait toucher tous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations top down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont heaucoup haissé				Index. Inflation/Breakeve	en		
ACTIONS  Tous les marchés ont subi le ralentissement brutal de l'économie qui devrait toucher tous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations top down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup baissé				Dette émer. devises forte	es		•
Tous les marchés ont subi le ralentissement brutal de l'économie qui devrait toucher tous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations top down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup haissé				Dette éme	ergente locale		<b></b>
ralentissement brutal de l'économie qui devrait toucher tous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations top down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.    ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES	ACTIONS						
devrait toucher tous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations top down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup haissé	ralentissement brutal de l'économie qui devrait toucher tous les pays. Les marchés sont davantage guidés par des considérations top down actuellement			États-Unis			•
considérations top down actuellement et redeviennent bien corrélés entre eux.    Sapon   Emergents   Sapon				Zone Euro			•
ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup haissé				Royaume-Uni			•
Chine  ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup baissé				Japon			•
ACTIONS PAR SECTEURS / STYLES  Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup haissé				Émergents			•
Les valeurs de croissance continuent à bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup haissé				Chine			<b>⇒</b>
bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup haissé		RS / ST	YLES				
dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup haissé	bénéficier d'une certaine pérennité dans leurs chiffres d'affaires et résultats, surtout dans un contexte de taux très bas. Les valeurs cycliques et			Croissance			•
taux très bas. Les valeurs cycliques et value sont naturellement pénalisées dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont heaucoup haissé				Value			•
dans ce contexte. Il est trop tôt pour y revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup haissé				Small / Mid caps			-
revenir franchement.  DEVISES  Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup baissé				Cycliques			-
Nous ne décelons pas de tendance marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises Yen				Financières			•
marquée à venir sur les principales parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup baissé							
parités de change. Certaines devises émergentes qui ont beaucoup baissé				Dollar US			<b>=</b>
commencent à devenir attractives.	parités de change. Certaines devises			Yen			-
				Livre Sterling			•

### **ALLOCATION D'ACTIFS**

L'ambiance anxiogène actuelle, un peu irréelle, contraste avec une certaine légèreté observée en début d'année. En janvier, l'atmosphère globale se caractérisait en effet par une assez grande complaisance d'ensemble vis-à-vis des actifs risqués, dans un scénario favorable de ré-accélération progressive de la croissance mondiale, assortie de taux d'intérêt globalement très bas : course au rendement, peu d'alternatives aux actions aux dividendes généreux en relatif... Voici quel était l'état d'esprit dominant et très consensuel des investisseurs au début de l'année. Les marchés étaient ainsi vulnérables à la moindre mauvaise nouvelle, ce qui nous incitait à une certaine prudence, comme nous l'avions souligné dans notre première publication de 2020.

Le problème est venu d'un événement inattendu. Personne n'imaginait sérieusement que l'économie mondiale serait autant affectée par un virus apparu au centre de la Chine. La rapidité de propagation internationale du virus et l'absence de remède (sinon le confinement) ont stupéfait les investisseurs : l'arrêt quasi simultané des principales économies de la planète a constitué un choc qui a engendré l'une des pires corrections boursières de l'histoire. En termes de rapidité, seuls les krachs de 1987 et 1929 sont comparables, les grands indices ayant également perdu de l'ordre de 30 % en moins d'un mois. En revanche, lors des trois précédents krachs significatifs, il avait fallu plusieurs mois pour atteindre les points bas, avec des replis finaux compris entre 30 % (2011) et de l'ordre de 50 à 60% (2000 et 2008). Parallèlement, les spreads de crédit se sont écartés très significativement, les devises émergentes ont fortement reculé et la liquidité se fait plus rare.

La rapidité et l'ampleur de ce choc boursier s'expliquent : d'une part, parce qu'il survient dans une phase d'optimisme, ce qui a pris les investisseurs à contrepied, et ensuite parce que les conséquences économiques négatives sont potentiellement très importantes, bien qu'on ne connaisse pas encore la durée de cette crise. Les impacts estimés sont effectivement spectaculaires et étaient encore inimaginables il y a quelques semaines.

Une récession autour de 6 % devient consensuelle pour la zone Euro. Le choc pourrait être encore plus violent aux Etats-Unis avec un recul du PIB qui pourrait atteindre 7 à 8 % et un taux de chômage en très forte hausse, entre 15 % et 30 % selon les estimations! Il est vrai que la méthode américaine de gestion des crises diffère par rapport à l'Europe. Le marché du travail étant historiquement beaucoup plus flexible, les entreprises ajustent leurs coûts très rapidement en licenciant et en réembauchant aussi rapidement une fois que l'activité repart. Le risque principal de ce trou d'air économique est qu'il peut se propager à la sphère financière: une augmentation significative des taux de défaut des entreprises et des remboursements de crédit des particuliers peut avoir des répercussions négatives sur les banques...

Les Banques Centrales et les gouvernements ont compris l'urgence de la situation et ont réagi assez rapidement, ce qui a donné un répit aux marchés, avec un rebond de plus de 20 % des principaux indices actions. A noter que, par manque de liquidité, les marchés de la dette d'entreprise n'ont pas rebondi...

Les Banques Centrales ont en effet fini par convaincre les marchés, en donnant des solutions qui ont rassuré sur la qualité et la quantité : elles ont considérablement assoupli les contraintes d'achat de titres et les montants sont significatifs. En pratique, elles peuvent acheter à peu près tout type de papier et pour des montants illimités, à l'exception des actions... pour le moment.

La Fed, après avoir ramené elle aussi les taux directeurs du marché monétaire à près de 0 %, a réactivé son programme d'achat de papiers titrisés sur le crédit à la consommation, des dettes étudiantes, de prêts garantis par l'État aux PME... pour un montant de 300 Mds USD. Elle a également ouvert un programme supplémentaire d'achat de titres gouvernementaux et de titres hypothécaires, pour un montant potentiellement illimité, et aussi - ce qui est nouveau un programme d'achat d'obligations d'entreprises sur le marché secondaire et aussi en primaire le cas échéant...

La BCE, après quelques hésitations au départ qui ont provoqué une vive tension des spreads périphériques, a également « mis le paquet » : le programme « d'achat d'urgence contre la pandémie », d'un montant de 750 Mds d'euros, interviendra sur des dettes publiques et privées jusqu'à la fin de l'année. Par ailleurs, elle a également réactivé le mécanisme de prêts aux banques à des taux qui pourraient tomber jusqu'à -0,75 %...

Pratiquement toutes les autres grandes Banques Centrales de la planète ont également annoncé des mesures de soutien qui reprennent les mêmes mécanismes.

Les gouvernements ont agi de concert, et pour cause, il faut que les Banques Centrales soient là pour acheter le surplus de dettes que cette crise occasionne!

Le plan américain est particulièrement spectaculaire : il avoisine 2 000 Mds de dollars (près de 9 % du PIB) et mélange des versements directs aux ménages (500 Mds seront distribués, chaque contribuable recevant 1 200 USD, plus 500 USD par enfant), des prêts garantis aux entreprises des secteurs les plus touchés comme la restauration ou l'aéronautique, un plan d'aide au secteur médical, des reports d'impôts...

En zone Euro, chaque pays a pris des mesures sur le plan national. L'Allemagne va ainsi déroger à la règle du déficit 0, considérant que la situation est exceptionnelle... Au total, l'ensemble des mesures décidées sous différentes formes totalise 750 Mds d'euros. La France a également pris un certain nombre de mesures d'accompagnement, principalement sous la forme de prêts garantis et de prise en charge du chômage partiel. L'idée est d'éviter le plus possible les faillites d'entreprises afin que l'économie puisse repartir rapidement une fois la crise passée.

Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.



### **ALLOCATION D'ACTIFS**

Globalement, ce qui est encourageant, c'est que, contrairement à la crise de 2008 où il fallait sauver le système financier, cette fois-ci le choc est économique ; il faut donc aider les entreprises en priorité. Les Banques Centrales et les gouvernements semblent l'avoir compris, même si en fin de compte cela se traduira par de l'endettement supplémentaire. Globalement, nous estimons que les ratios de dettes/PIB qui vont progresser sensiblement de 5 % à 10 % selon les pays, sont à des niveaux similaires à ceux des Etats-Unis. En France, le ratio serait de près de 110 % contre 100 % aujourd'hui ; en Italie, il avoisinerait 150 % du PIB, ce qui pourrait engendrer des dégradations de notation à court/moyen terme, et donc de la volatilité sur les dettes souveraines intra zone Euro et nécessiterait probablement de nouvelles mesures de la BCE. A suivre...

Une 3e phase de marché pourrait s'ouvrir désormais, marquée par une grande hésitation. Comme à chaque récession, les investisseurs vont commencer à formuler de nombreuses hypothèses sur le timing de sortie de cette crise, ainsi que sur la forme de la reprise : V, WW, L ? Au gré des nouvelles, il y aura probablement de la volatilité.

Il est difficile d'avoir des certitudes sur ces sujets étant donné la nature inédite de cette crise. On sait seulement qu'elle aura une fin : quand la propagation du virus sera stoppée et/ou si on trouve un remède efficace.

Le cas le plus favorable (reprise en V) partirait du postulat que la crise durera encore quelques mois (pic de l'épidémie aux Etats-Unis ?) et que le tissu industriel sera globalement sauvegardé, c'est-à-dire que le nombre de faillites d'entreprises sera limité. Dans ce cas, la reprise peut être rapide du fait des retards de commandes accumulés par les entreprises, même s'il y a du chiffre d'affaires qui ne se rattrapera pas (tourisme, consommation...), que le pétrole et les taux d'intérêt sont bas...

Le cas le plus défavorable (scénario en L) serait celui d'une diffusion encore plus large du virus à d'autre grands pays (Brésil, Inde), voire qu'il revienne en Asie! Dans ce cas de figure, la croissance serait stoppée pour longtemps, d'où le L... A noter également que cette crise partie d'Asie se propage progressivement vers l'ouest, si bien que la Chine, qui serait proche d'être en capacité de reprise, pourrait être freinée par le manque de commandes en provenance d'Europe et des Etats-Unis.

Entre ces deux cas extrêmes, il peut y avoir beaucoup d'autres cas de figure sachant que la visibilité est faible actuellement, d'où le scénario de marchés volatils que nous anticipons, avec des accélérations baissières potentielles. Quelle stratégie adopter dans ce contexte ? Il y a, à notre avis, des opportunités d'investissement dès maintenant, et d'autres qui pourraient survenir plus tard.

Les obligations crédit de la zone Euro sont attractives aux cours actuels.

Concernant la direction des taux d'intérêt, nous pensons qu'il n'y aura pas de baisse supplémentaire aux Etats-Unis comme en zone Euro. La Fed a été assez claire sur ce sujet, elle ne souhaite pas amener les taux d'intérêt en territoire négatif. Dans ces conditions, le rendement du T Notes 10 ans devrait se stabiliser autour de 0,50 % pour une période assez longue. En zone Euro, la BCE ne semble pas non plus avoir l'intention de modifier le niveau des taux directeurs. Le rendement du Bund ne devrait donc pas baisser beaucoup plus que -0,50 %...

Parallèlement, du fait des perspectives de récession et surtout par manque de liquidité et d'acheteurs finaux, les spreads se sont tendus de manière spectaculaire et en « ligne droite » : de 150 points de base sur les obligations Investment Grade et de près de 700 sur les obligations High Yield.

Cela signifie que le rendement absolu des obligations Investment Grade de la zone Euro est de près de 2 % pour l'indice large et de 1,6 % sur le segment 1/3 ans. De tels niveaux paraissaient inimaginables il y a encore quelques semaines, nous pensons qu'il convient de tirer parti du manque de liquidité pour investir.

De même, le rendement des obligations High Yield avoisine 10 %, ce qui signifie un taux de défaut implicite de 50 % jamais vu. Historiquement, depuis qu'il y a des statistiques sur cette classe d'actifs de la zone Euro, à chaque fois que le spread a dépassé 800 points de base, la performance au bout de deux ans se situait entre 20 et 30 %. La seule exception concerne les années qui ont suivi l'éclatement de la bulle techno en 2000, mais à cette époque le gisement était nouveau et surreprésenté en entreprises de ce secteur. Attention toutefois à la liquidité, nous conseillons d'investir dès maintenant sur cette classe d'actifs avec pour optique de conserver les positions et de na pas être en situation de vente forcée le cas échéant.

De même, les obligations émergentes ont baissé significativement, surtout les dettes locales qui ont été pénalisées par la baisse de 15 à 25 % des principales devises, certaines étant particulièrement pénalisées en outre par la chute du pétrole. Là aussi, les cours commencent à être de nouveau attractifs, une bonne partie des mauvaises nouvelles étant intégrées, avec un marché de dettes gouvernementales assez liquide en comparaison, et offrant des rendements de 6 à 7 % pour des maturités de 4/5 ans.

Les obligations convertibles ont peu baissé en relatif des autres actifs, bénéficiant de leur caractère convexe... qu'elles ont un peu perdu désormais car le « delta » actions du gisement a beaucoup baissé : il se situe actuellement autour de 15 en Europe. En contrepartie, elles offrent désormais un rendement qui redevient attractif autour de 6 à 7 %, mais attention également à la liquidité.

Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.



## **ALLOCATION D'ACTIFS**

#### Actions: attendre des cours meilleurs

Nous avions fait un rapide calcul la semaine dernière et avions estimé que les cours atteints redevenaient attractifs dans une optique moyen terme. Les indices ont regagné près de 25 % depuis. Nous pensons qu'il convient désormais d'attendre et de céder les positions renforcées à ce momentlà. En effet, nous avions calculé que le PER de l'indice Eurostoxx, sur les résultats connus de 2019, considérée comme une année « normale », était redevenu assez bon marché à 12,50. Après une hausse de plus de 20 %, il se situe désormais à près de 15, ce qui est convenable, sans plus. Sur les actions américaines, le raisonnement similaire donnait un PER 2019 de 14, et se situe aujourd'hui à près de 17... Les estimations de résultats pour 2020 sont en train d'être révisées à la baisse et les chiffres ne sont pas fiables actuellement. Compte tenu de la violence du choc, les résultats pourraient baisser de l'ordre de 30 % cette année, aui doit être considérée comme exceptionnelle, car tôt ou tard, les bénéfices remonteront et reviendront vers la « normale » de 2019... Il en est de même concernant les dividendes. Les estimations déduites des cours de « futures sur dividendes » donnent des dividendes divisés par deux pour les actions de l'indice Eurostoxx, ce qui donnerait un rendement de l'ordre de 2 % en 2020, avant de revenir là aussi à une certaine normalité les années suivantes. En quelques semaines, la logique de rendement entre actions et obligations crédit s'est donc complètement renversée... Nous pensons dans ces conditions qu'il convient de garder une certaine neutralité sur les actions aux cours actuels, et d'v investir durant les phases de volatilité que nous anticipons.

En synthèse, ces périodes de crise boursière sont très anxiogènes sur le moment. Mais historiquement, on constate a posteriori qu'elles ont souvent offert des opportunités d'investissement très intéressantes. Il convient d'investir avec discernement, et progressivement, en calibrer les positions de manière à ne pas être obligé de céder les positions pour des questions de gestion du risque... N'oublions pas, toute crise a une fin!



Suivez-nous!









Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Ces placements permettent de profiter du potentiel de performance des marchés financiers en contrepartie d'une certaine prise de risque. Le capital investi et les performances ne sont pas garantis et il existe un risque de perte en capital. Source des indices cités : www.bloomberg.com

# Ce document à caractère d'information est destiné 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 liens vers des sites web gérés par des tiers, présents dans ce document ne sont placés qu'à titre d'information. OFI Asset Management ne garantit aucunement le contenu, la

qualité ou l'exhaustivité de tels sites web et ne peut par conséquent en être tenue pour responsable. La présence d'un lien vers le site web d'un tiers ne signifie pas qu'OFI Asset Management a conclu des accords de collaboration avec ce tiers ou qu'OFI Asset Management approuve les informations publiées sur de tels sites web. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie. 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. Photos : Shutterstock.com/OFI AM