



## Ils ne *baissaient* pas tous, mais tous étaient frappés

### L'épidémie c'était le risque négligé

La multiplication des foyers importants d'infection est un problème majeur. On enregistre des foyers notamment en Corée, en Italie et en Iran (où le lourd bilan de 15 décès pour seulement 61 malades fait suspecter un fort sous-diagnostic). Cela suggère qu'une pandémie mondiale est probable, surtout avec des foyers qui apparaissent dans des pays dont l'appareil sanitaire est moins bien armé pour y faire face. Cependant, on peut aussi observer que les malades sont en quasi-totalité dans l'hémisphère nord, où c'est l'hiver. Hormis en Australie, on ne nous rapporte pas de cas de malades dans les pays de l'hémisphère sud, peut-être parce que c'est l'été (la moindre population et la qualité inégale des systèmes de soins ne peuvent tout expliquer). Nous pouvons donc espérer une forte diminution de la contagiosité dans l'hémisphère nord, une fois l'été venu.

Cela dit, quand bien même le pic de l'épidémie serait proche, voire déjà dépassé en Chine, le retour à la normale prendra du temps, sans doute bien davantage qu'avec l'épidémie de SRAS en 2003. D'abord le Covid-19 est plus contagieux, même s'il est moins létal, d'ailleurs les malades sont déjà 8 fois plus nombreux. Ensuite, le nombre de foyers semble devoir être plus grand, et ces foyers plus disséminés dans le monde. La méfiance va persister. Enfin, le poids économique de la Chine est beaucoup plus élevé et l'industrie chinoise bien plus intégrée dans l'économie mondiale qu'il y a 17 ans. Les effets sur l'activité mondiale seront donc plus lourds.

### L'impact économique est encore difficile à mesurer

On guettait l'impact du coronavirus sur les PMI. Or, surprise, les réactions semblent inverses de part et d'autre de l'Atlantique ! Aux États-Unis, les PMI ont lourdement chuté comme on pouvait le craindre. Celui pour l'industrie a perdu 1,1 point à 50,8, celui pour les services 4 points à 49,4 et l'indice composite 3,7 points à 49,6. Même chose au Japon avec des replis respectifs de 1,2, 3,3 et 3,1 points à 47,6 (manuf.) 46,7 (services) et 47,0 (ensemble). A l'inverse, les PMI de la zone euro affichent des hausses inattendues de 1,2 point pour le secteur manufacturier à 49,1, de 0,3 point pour les services à 52,8 et d'autant pour l'indice composite à 51,6. La réaction au Royaume-Uni est mitigée, l'indice est stable à 53,3, la nette hausse dans l'industrie (+1,9 point) compensant le recul des services (-0,6 point).

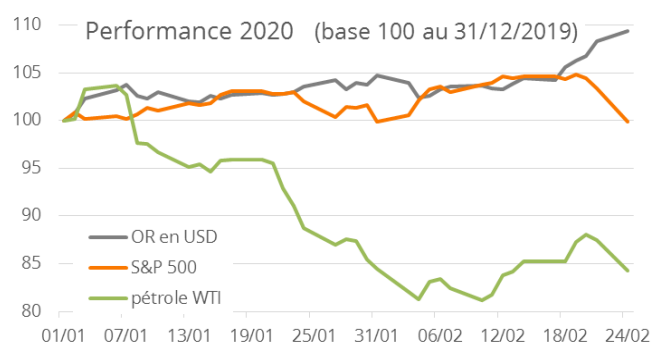
Les indices ZEW, construits à partir de questionnaires envoyés à des économistes et des investisseurs, sont en fort recul en zone euro et surtout en Allemagne. Ils se font l'écho des soubresauts des marchés. En revanche, les indices PMI obtenus à partir de questionnaires envoyés aux entreprises montrent que les effets de la crise sanitaire ne s'étaient guère traduits sur l'activité. Il est à craindre, la crise persistant, que l'activité ne finisse par souffrir, comme l'anticipent les marchés financiers. On peut même penser que l'impact sera plus lourd que ce que suggèrent encore aujourd'hui les cours de bourse. Le S&P 500 n'est revenu qu'au niveau de début janvier, ou de fin janvier après la 1<sup>ère</sup> alerte.

### Un potentiel inflationniste ?

Nous prêtons une attention particulière aux indices PMI car on fait face à un choc d'offre. Les chaînes de productions sont

impactées, surtout les plus internationalisées, comme la haute technologie. Lorsque l'offre est plus réduite que la demande (ce qui devrait être le cas général hors pétrole), on doit redouter une poussée inflationniste. Cet effet de "récession" (récession combinée à une hausse des prix) pourrait être visible dans les économies et les secteurs qui fonctionnent déjà en tension, les pays en plein-emploi, ou les produits très demandés (produits pharmaceutiques, alimentaires, etc...). Les entreprises qui le peuvent seront tentées de rattraper sur les prix les volumes perdus.

Il est trop tôt pour qu'un tel impact soit visible dans les statistiques. C'est le hasard si, aux États-Unis l'indice des prix à la production de janvier affiche une accélération inattendue. Le pétrole peut expliquer une petite partie de la hausse de l'indice d'ensemble (+0,5 sur le mois et +2,1% sur un an, après +1,3% en décembre), cet effet sera transitoire et bref, d'autant plus que l'hiver américain est doux. En revanche, l'accélération de l'indice sous-jacent est sans doute durable, il progresse de 0,5% sur un mois, à comparer à +0,1% attendu, et 1,7% sur un an, vs. +1,3% prévu et après 1,1% en décembre.



### Des stratégies d'investissement toujours prudentes

Nous disions la semaine dernière que le marché était soutenu par «la peur de vendre» mais que cette lecture était «hardie» et qu'il fallait «alléger les positions sur les rebonds». L'évolution très récente nous a donné raison. Aujourd'hui, nous considérons toujours que «la prudence reste de mise». Il faut être sélectif quant aux valeurs sur lesquelles investir, éviter le tourisme, certains loisirs, et les transports. Il est certain que l'activité perdue dans ces secteurs ne se rattrapera pas. On pourrait même avoir des effets négatifs durables, le goût des voyages (croisières, certains voyages d'affaires) ne reviendra pas sitôt l'alerte passée. Mais les enjeux ne se limitent pas là.

En termes de stratégies d'investissement, il convient de rester prudent. Continuer à gérer les expositions actions en utilisant les options. En revanche, on peut alléger la position sur l'or, qui a bien joué son rôle de protection et approche de fortes résistances, pour lui substituer un autre actif de protection. Au vu de la forte baisse des rendements longs on peut commencer à remplacer une partie des Treasuries à taux fixe par des indexés inflation, c'est-à-dire profiter d'un point mort d'inflation qui s'est réduit, prendre des profits sur les Long Bond, mais conserver en portefeuille des actifs de protection.