



Rush sur le cash !

Cette fois la panique s'est emparée des marchés

Les actions, dont la chute semblait endiguée en début de semaine dernière, **se sont à nouveau effondrées entre le 6 et le 9 mars**. A l'inverse, les cours des obligations d'Etat, considérées comme valeurs refuges, se sont envolés. Cependant, on observe que le marché est très sélectif, seuls les titres américains et allemands sont recherchés, les rendements français, par exemple, baissent peu, les japonais sont stables et les taux italiens se tendent. On retrouve cet écartement des spreads sur les indices iTraxx Main (+16pb à 80pb vendredi soir) ou Xover (+80pb à 383pb). **Même les valeurs refuges les plus traditionnelles s'essoufflent**. Ainsi, l'or a flirté avec les 1 700 dollars l'once vendredi, sans parvenir à s'y maintenir lundi. **Pour les investisseurs le salut est dans le cash**. Or, comme chaque vendeur doit trouver un acheteur, les valorisations baissent mais le cash ne s'accroît pas.

On fera un cas à part pour le **pétrole**, dont le prix **s'est effondré** (- 24% lundi 9/3 et - 48% depuis le début de l'année) autant à cause de la baisse de la demande, liée à la crise économique, **qu'en raison du désaccord entre la Russie et l'Arabie Saoudite**. On retrouve l'ambiance de 2015, mais la cible n'est sans doute pas le pétrole de schistes. Il s'agit plutôt de déterminer comment se répartissent les efforts de restriction de production entre ces deux grands pays producteurs. **Sans accord, les prix baisseront sans doute encore**, car l'offre en excès ne fera que s'accumuler. C'est un jeu purement politique, et à somme négative, puisque **la baisse du prix dépasse largement la baisse de production qui permettrait de le stabiliser**. Un accord peut donc survenir à tout moment. Il provoquerait un rebond du prix, fort et durable, mais vers des niveaux toujours assez modérés, puisque la demande est sérieusement écornée, sans doute pour quelques temps. En attendant, c'est un **gain de pouvoir d'achat pour les consommateurs...** enfin une bonne nouvelle !

Les indices économiques sont inégaux

Les chiffres d'avant l'épidémie semblent de peu d'utilité aujourd'hui, mais **permettent pourtant de savoir dans quel état on aborde la crise. Ils sont bons !** L'inflation en zone euro reste modérée à 1,2%. Les ventes au détail de janvier sont meilleures et le recul de décembre a été revu en baisse. En Allemagne, les commandes sont reparties (+5,5% en janvier). Et **aux Etats-Unis, le rapport sur l'emploi est dithyrambique**, 273 000 postes créés en janvier, autant qu'en février, un taux de participation qui confirme sa progression récente à 63,4% et, surtout, une progression contenue des salaires horaires +0,3% sur un mois et +3,0% sur un an, malgré une hausse de la durée du travail.

Les PMI des pays occidentaux sont encore très convenables en février. **En revanche, les PMI chinois se sont effondrés comme jamais**, l'indice pour le secteur manufacturier a plongé de 51,1 à 40,3 et que dire de celui pour les services qui passe de 51,8 à 26,5 ! Un exemple qui risque fort d'être suivi.

Il est essentiel de contrôler le risque d'amplification !

Moody's a annoncé que les prévisions de croissance pour 2020 étaient revues en baisse de 0,2 point pour la France (de 1,3% à 1,1%), mais de 0,5 point pour la zone euro (de 1,2% à 0,7%).

La résilience de l'activité va sans doute varier pas mal d'un pays à l'autre selon divers facteurs.

Le contrôle médical, d'abord : le système de soins de chaque pays, voire de chaque région, est plus ou moins efficient et pas toujours dimensionné pour gérer cette épidémie. Ainsi, la couverture médicale insuffisante d'une partie de la population pourrait rendre plus difficile le contrôle de l'épidémie (cela pourrait handicaper les Etats-Unis comparés à l'Europe). **Les habitudes comportementales**, qui incluent la discipline (naturelle ou imposée aux citoyens), peuvent s'avérer plus ou moins favorables (la Chine a disposé, là, d'un avantage).

Les secteurs d'activité ne sont pas également frappés. Nous avons déjà évoqué ici les problèmes spécifiques liés au tourisme, aux loisirs et aux transports. On peut aujourd'hui y ajouter l'énergie (au 6 mars, les valeurs européennes de ce secteur avaient déjà perdu 24% depuis le début de l'année).

La réaction des autorités et **les moyens de soutien financier seront essentiels**. Au sein de chaque secteur, même ceux qui sont moins directement affectés, il faut préserver la **situation financière des entreprises**. Elles sont plus ou moins dépendantes du **crédit bancaire** ou de **l'accès aux marchés financiers**, selon qu'elles sont exposées à un cash-flow négatif plus ou moins marqué, ou encore selon les liquidités dont elles disposent. On sait par exemple que le ministère de l'économie français est traditionnellement très **attentif à la disponibilité du crédit bancaire**, ce sera un atout. Alors que les **systèmes bancaires italien ou espagnol sont moins solides** que leur homologue français. En revanche, **les banques allemandes disposent de réserves de liquidités considérables**.

Le **soutien budgétaire**, enfin : ce sont peut-être **moins les marges de manœuvre** qui importent **que la volonté d'en faire usage**. Une bonne **indemnisation du chômage technique** pourrait s'avérer précieuse dans le contexte d'une assez brève période d'inactivité.

Du côté des banques centrales, les soucis sont dans l'ensemble les mêmes mais **les points de départ sont très différents**. La première à dégainer fut la banque d'Australie, qui a réduit son taux directeur de 25pb à 0,50%, suivie par la Fed américaine, - 50pb à 1,00-1,25%, puis par la banque du Canada - 50pb à 1,25% également. La BCE ou la Banque du Japon n'ont pas ces marges à leur disposition. 5 ou 10pb de baisse des taux ne changeraient pas grand-chose pour l'économie et n'aideraient pas les banques, alors que les valeurs financières de la zone euro ont encore perdu 7% la semaine dernière (le secteur de loin le plus affecté). **Pourtant, les marchés comptent certainement sur la BCE pour agir**. Elle pourrait **acheter davantage d'emprunts privés**, en assouplissant notamment ses règles de notation crédit. Pour assurer la liquidité des banques, la BCE pourrait aussi assouplir les conditions d'octroi de sa prochaine opération de TLTRO en début de semaine prochaine. Mais les décisions seront difficiles à prendre à 19 pays. **Réponse jeudi**.