



La pire semaine ?

Nous sortons de la semaine la pire qu'aient connu les marchés financiers depuis des décennies.

Depuis le 21 février la baisse des marchés d'actions atteint une vitesse inconnue depuis 1929. A la base, **après quelques semaines de déni, la réalisation que le Covid-19 allait investir le monde entier** et entrainer des réponses sanitaires du type de celles mises en place par la Chine, pas seulement sur une région, mais sur des pays entiers et de surcroît des pays développés, à haut niveau de vie et consommateurs de services non utilisables en cas de confinement.

Même en interrogeant la science, les investisseurs ne peuvent ni maîtriser, ni prévoir l'évolution de la cause première (un virus encore inconnu, mais à contagiosité élevée et propagation rapide). Ils constatent la nécessité que **la réponse politique soit forte**, car un pouvoir politique ne peut assumer une mortalité amplifiée par la saturation du système de soin. Cette réponse, proche d'un état de guerre, aura **des effets macro-économiques inconnus** (Ch. Lagarde parle récemment d'une récession de 5%). Ce confinement est sans précédent, au moins appliqué à une économie moderne.

C'est cette double incertitude qui commande **la panique actuelle des marchés**, là encore, de ne pas savoir mesurer les conséquences d'une inédite mise au ralenti de l'activité, qui se termine en Chine, est un fait en Italie, commence en France, à prévoir ailleurs : **un trou d'air ou un abysse récessif**.

Les marchés en ont manifestement tiré quelques certitudes : **le soutien monétaire ne suffit pas, la considérable dépense publique nécessaire**, tant à la réponse sanitaire qu'à l'atténuation économique, **va grever la dette souveraine**, l'insolvabilité des entreprises les plus violemment touchées suffirait à précipiter sûrement vers l'abysse.

Ceci explique les mouvements des marchés : **sauf-qui-peut sur les actions**, elles baissent de 20% sur la semaine en Europe ; les USA s'en tirent grâce à un rebond brutal vendredi, qui sera vite effacé en début de semaine suivante ; **élargissement massif des spreads** de crédit (50 bps sur l'IG, 200 bps sur le Xover, les deux ont doublé à 100 et 400 bps respectivement en ce début de semaine, pour venir à des niveaux comparables à ceux de 2011) et enfin **absence d'effet protecteur des dettes d'état** qui reperdent rapidement les points de base de baisse de la semaine du 2 mars (+17 bps sur le 10 ans Bund et +20 bps sur les Treasuries), mouvement qui s'aggrave cette semaine.

Comme dans de précédentes crises majeures, **les investisseurs se tourment vers leurs souverains** et scrutent l'action, et les moyens de l'action. En intégrant les interventions récentes de la France et des Etats Unis, on peut faire deux constats :

1. **Le leadership américain a semblé en retard, passant du déni au blâme de l'étranger**, pour arriver à des mesures semblant, en creux, plus soucieuses de l'économie que de la santé (retard récemment corrigé par un plan de soutien massif de 1 200 Mds\$) ;
2. **L'Europe prend, un peu tard hélas, de bonnes décisions** sanitaires et apparaît motivée à se coordonner et même

à mutualiser l'effort (cf. récentes déclarations d'A. Merkel). Elle prend progressivement la mesure du **soutien absolu à apporter à la solvabilité du système pendant les périodes d'hibernation économique qui commencent**.

Du premier constat découle pour les USA une série de facteurs défavorables : l'effort placé sur les tests, en laissant les confinements être des décisions locales, sera-t-il suffisant ? La situation budgétaire et de l'endettement fait craindre pour la dette d'état, les actions, plus chères qu'ailleurs, ont un potentiel de chute plus élevé. Ajoutons que la querelle Russo-Saoudienne sur le pétrole fragilise un peu plus le producteur américain. **Alors, que les USA disposent de solides atouts à faire valoir**, ce qui a permis la bonne tenue du billet vert, **ils pourraient être l'homme malade de cette crise sanitaire**.

Du second constat, on peut sans doute déduire que **le crédit tiendra en solvabilité et en liquidité, condition nécessaire pour, qu'après que cette panne, la machine, plus ou moins intacte redémarre**. Il bénéficie des liquidités mises à disposition par la BCE et de ses rachats de dette privée. Ce soutien est confirmé par les annonces de E. Macron (300 Mds € de garanties d'état, la promesse qu'aucune entreprise ne ferait faillite à cause de cette crise sanitaire) et les moyens mobilisés par l'Allemagne (550 Mds € de soutien direct à la solvabilité des entreprises).

Cette occasion de se réaffirmer comme une puissance coordonnée : l'Europe pourrait ne pas la manquer !

Dans le contexte, quelques points annexes : **la résistance de l'Asie**, notamment la Chine qui sort d'épidémie et reprend son activité, après des chutes de production considérables toutefois. Taiwan résiste également, le pays a su se défendre de l'épidémie dès qu'elle a débuté en Chine. En revanche les faibles chiffres indiens masquent sans doute une réalité bien moins favorable.

L'exemple de la sortie d'épidémie en Chine, le sentiment que l'Italie pourrait être proche du pic épidémique **laisse entrevoir la reprise d'activité, mais sujette au risque de recrudescence**.

Notre conviction est donc qu'**on ne sortira de cette crise que par des solutions médicales**, celles donnant aux gouvernants le courage de reprendre l'activité définitivement, par choix, plutôt que par obligation, tout en inspirant confiance.

Du point de vue des actifs, dans **un environnement de type « cash is king »** que nous décrivions la semaine dernière, **il nous semble qu'on peut conserver** ou, pour les plus « long terme », commencer de renforcer, **des actifs actions, obligations souveraines et crédit**, ces dernières en se méfiant des leviers opérationnels élevés.

Le marché est peut-être **proche de l'anticipation du pire**. Il nous semble sous-estimer que **l'argent à mettre pour stabiliser l'économie sortira de la planche à billets**, par absorption de la dette par les banques centrales ! Est une mauvaise option ? quelle inflation pourrait-elle provoquer ?

Achévé de rédiger par Pierre Filippi le 19/03/20 à 17h00