



Les incertitudes sont légion : sur le plan sanitaire comme économique, sur les conséquences du confinement comme sur celles de l'étape d'après. Dans cette note, nous revenons sur les dynamiques récentes, nous essayons de nous appuyer sur des éléments concrets et des analyses, même schématiques, afin d'éclairer les valorisations de marché, sans prétendre à des indications fines de timing d'investissement.

- **L'épidémie** - les modèles de mesures sanitaires sont dépendants des moyens disponibles, des comportements et de l'hygiène (d'Hygie, une des filles d'Esculape ; elle n'est peut-être pas une Panacée, l'autre fille, mais un moyen essentiel). En sortir, avec le moral ?

Face à la pandémie nous constatons plusieurs types de stratégies sanitaires, largement dépendantes des moyens et comportements locaux. De la distanciation sociale ouverte (fermeture sélective d'activités de groupe) qui suppose discipline et habitudes d'hygiène, masques, tests en masse, quarantaine sévère des malades et identification « données personnelles » des contacts approchés, au confinement sévère et économiquement très coûteux, justifié par un dérapage antérieur ignoré de la contagion, le manque de moyens, les comportements, la nécessité d'éviter le débordement du système de santé.

Au-delà des polémiques sur le nombre de morts, le confinement semble s'être avéré efficace en Chine. Il a été adopté par beaucoup de pays hormis quelques exceptions asiatiques (Taiwan, Corée, Japon) et européennes (Suède, Pays-Bas), avec un suivi très rapproché toutefois. Le laisser-faire, à la recherche de l'immunité de groupe, a été rapidement abandonné, non sans avoir causé des dégâts, par ceux qui s'y sont essayés.

Le confinement peut lui-même être plus ou moins strict et donc coûteux selon qu'il limite seulement les activités sociales et promeut le télétravail, ou qu'il stoppe toutes les activités non essentielles. Ici encore le choix dépend des autres moyens, tests, protections, discipline. Le cas américain a la particularité d'être un confinement incomplet et modéré, sans pourtant disposer encore des moyens nécessaires. Il y apparaît, semble-t-il, admissible de déraiper en mortalité et de déborder les capacités du système de santé, c'est-à-dire de faire des choix de rationnement des soins. La presse américaine débat déjà de l'éthique à appliquer.

Quel que soit le choix sanitaire, il a un coût économique important. La brutale contraction d'activité du « chacun chez soi » devant être compensée en visant le « à chacun selon ses besoins », que ce soit les revenus des ménages ou la sauvegarde des entreprises, pour sortir de la contraction avec un minimum de dégâts définitifs ; sinon elle se transformerait en récession durable.

Cette situation n'est supportable, financièrement et socialement qu'un certain temps. Il y a un scénario idéal, plus on s'en éloignerait, plus la suite serait risquée. Il combine la sensibilité de la contagion au retour de la chaleur, la disponibilité massive de tests efficaces, l'identification d'un traitement validé, la chance qu'en fait une proportion importante des populations ait été infectée, ce qui créerait un début d'immunité de groupe et validerait un taux de mortalité faible, la protection des plus faibles et la discipline des autres, et des vaccins efficaces pour les années qui viennent. Nous ne cocherons sans doute pas toutes les cases, mais, espérons-le, suffisamment pour une sortie plus rapide et avec le moral, nécessaire à une reprise.

L'épidémie s'est répandue à partir de la Chine, le décalage dans le temps est une chance qui a donné au bénéfice des autres pays un temps de recherche médicale précieux et un bientôt un retour d'expérience sur la sortie de confinement.

- **Une contraction initiée et accompagnée par les Etats** : les mesures budgétaires et monétaires des grands pays pour que cette contraction forte et temporaire ne se transforme pas en récession durable.

Le premier objectif des politiques économiques est de permettre de passer la crise en préservant autant que faire se peut les capacités de production et donc de rebond une fois la pandémie terminée. Il y a deux types d'instruments mis en œuvre, à des échelles diverses, partout : l'un monétaire, l'autre budgétaire. Les objectifs sont de maintenir la liquidité monétaire, de soutenir le crédit et la trésorerie des entreprises et d'aider les banques à le faire aussi, d'alléger les échéances et de subvenir aux revenus des ménages qui en sont privés. Mesures d'autant plus coûteuses que les mesures sanitaires sont strictes. La Deutsche Bank vient de publier un document de 90 pages qui présente un panorama assez complet des mesures mises en œuvre dans le monde. EY le groupe de conseil et d'audit tient à jour un document budgétaire dont nous donnons le lien en fin de document.

Nous avons tenté de retracer ci-après ces mesures dans quelques grands pays, en laissant de côté les évidentes baisses des taux administrés et la part des soutiens directs au système de santé. Tous les plans budgétaires ne sont pas de la même ampleur et il faut y distinguer l'argent avancé ou prêté, reports d'échéances, financement et garanties financières, des subventions réelles qui, elles ne sont pas remboursables.

L'outil budgétaire vise à limiter les faillites pour que l'outil de production soit en état au sortir de la crise sanitaire. Il faut éviter les pertes et aider à la préservation de l'emploi. Ceci est couplé à l'indemnisation du chômage, si possible partiel, « à chacun selon ses besoins ». C'est aussi une condition nécessaire au redémarrage.

Deux risques majeurs, soit que la durée du soutien soit financièrement insoutenable pour le crédit des Etats, soit que, par erreur technique, insuffisance ou frilosité des relais privés (on pense aux banques) les faillites montent et s'enchaînent, provoquant une dépression durable. En effet, **bien gérée, cette contraction est une hibernation**, sans trop de graisse consommée, **mal gérée, on va vers la glaciation**. Il ne faut pas lésiner, on se préoccupera du financement plus tard, nous en parlons plus loin, d'autant qu'aux plans de soutien viendront sans doute s'ajouter les plans de relance. Le tableau ci-dessous est nécessairement approximatif et de nouvelles mesures sont annoncées régulièrement, mais vise à donner une idée générale de la multiplicité des interventions et à le mettre en regard de PNB respectifs.

Pays	Budget	Liquidité	QE additionnel	Crédit	GDP
USA	2 200 Mds\$ dont 900 crédit + "chèque" up to 3000\$ + bonification chômage 2 500 usd/mois (triple l'indemnisation) - retrait libre fds retraite 100 k\$ 350 Mds\$ = PPP : prêts aux entreprises, créance abandonnée si emploi totalement maintenu	jusqu'à 5 800 Mds\$ + swap \$ inter BC	700 Mds\$	40 Mds de garanties Trésor sur CP, ABS, Crédit MT, fds monétaires	21 000 \$
Japon	suspension d'un mois (16/4) d'impôts : revenu, taxe sur ventes et cadeaux - Mesures supplémentaires fin 03/20 : 10% PIB, \$515 billion dont dépenses définitives \$138 billion \$2,768 aux foyers directement impactés + coupons alimentaires, le reste en financements		JGB inchangé à 740 Mds\$/an Actions + 55 Mds\$/an Corporate bonds 39 Mds\$/an		4 900 \$Mds
UK	30 Mds£ et reports des charges garanties des crédits de trésorerie		200 Mds £	100 Mds£ - mini 5% du stock des prêts non fin. et plus possible + CP entreprises essentielles (CCFF)	2 800 \$Mds 2 210 £Mds
UE budget €zone BCE	Levée pacte de stabilité + 37 Mds€ de fonds structurels qqes Mds€ en garanties PME + Plan SURE de soutien de l'indemnisation du chômage partiel	TLTRO III à 25bps < taux de référence - 2 900 Mds€ élargissement des collatéraux	750 Mds€ ou plus si nécessaire - clé souple	120 Mds€ dettes privées	€Zone 11 900 EURMds
Allemagne	Flexibilisation accès chômage partiel Bouclier trésorerie illimité (500 Mds€ de garanties) + programmes des Lander 50 Mds€ de subventions de soutien aux PME				3 400 €Mds
France	Chômage partiel à 84% net étendu à 4,5 X SMIC Report/annulation charges fisc. & sociales - soutien aux TPE soit 45 Mds€ de dépenses + 300 Mds de garantie prêts à 90%				2 350 €Mds
Italie	7 + 25 Md€ de fonds d'urgence et soutiens (chômage partiel, congé parental, extension des garanties de prêts, crédit d'impôt de 60% des loyers 03/20 du retail fermé) Suspension des paiements de taxes et de charges - moratoires divers - fonds de garantie type français				1 800 €Mds
Espagne	plan de 200 Mds€ dont 117 Etat dont 100 Mds de garanties + reports d'échéances fiscales et 83 Mds€ mobilisés par le secteur privé - financement mais peu de subventions				1 240 €Mds
Hollande	Différé général des impôts et charges - remboursements accélérés de TVA - Subvention à l'emploi 4000 €/salarié - Minimum social aux indépendants				812 EURMds
Suède	300 Mds SEK (dont arrêts maladie et temps partiel forcé : 50% employeur + 40% Etat = 90%) + report impôts et TVA (SEK 300Mds) + soutiens aux compagnies aériennes	400 Mds SEK à disposition des banques	300 Mds SEK	500 Mds SEK prêts à taux zéro	4 800 SEKMds SEK = 0,1 EUR
Suisse	CHF 40 Mds - Prêts directs <05 M CHF, garantie 85% > 05 M CHF - chômage + CHF 3,320 pour temps partiel indépendants + 80% des revenus perdus sur fermetures	Facilité de refinancement illimitée		Abaissement à 0% du coussin de fonds propres anti-cycliques	690 CHFMds CHF = 0,95 EUR
Norvège	Protection sociale généreuse + garanties d'Etat NOK 100Mds - TVA tx mini de 12 à 8% - charges sociales = - 4% - NB : Le fonds souverain couvre les déficits d'Etat	abaissement des seuils des créances apportées au refinancement	soutien du NOK > NOK 1 Md	augmentation des encours de prêts	3 500 NOKMds NOK = 0,10 EUR historique
Australie	16,4% du PIB - dont \$130 Mds maintien de l'emploi (\$3 000/mois/emploi si perte d'activité 30%/50% selon taille) - complément chômage \$1 100 / mois - allocataires sociaux 2X\$750 mars et juillet - amortissement 50% investissements entre 12/3 et 30/6	AUD 90 Mds de refinancement RBA = 5 pour 1 de prêt PME, 1 pour 1 de prêt non PME	QE visant un taux de 0,25% sur les obligations d'Etat à 3 ans		1 373 AUDMds
Russie	Qques impôts relévis (retenue à la source dividendes, taxation des intérêts) - 300 Mds RUB d'aide et réduction charges sociales de 30 à 15%				110 000 RUBMds 1 750 USDMds
Brésil	2% du PIB + 0,6% au plus vulnérables - primes sur salaires - allocations familiales d'urgence - exemptions et suspensions	assouplissement ratios et provisions NPL	soutien du change Usd 3Mds et QE sur dette en USD pour USD 31Mds	augmentation des encours de prêts	7 200 BRMLds 3 300 USDMfds

Afin de fixer des ordres de grandeur, prenons l'exemple français.

Un trimestre de masse salariale privée, chargée, représente 210 Mds, il coûte donc 47 Mds€ (2% du PNB) de payer 1/3 des salariés inoccupés pendant 60 jours.

Du point de vue des entreprises, il coûte 80 Mds€ de se priver de 1/3 de la valeur ajoutée pendant 2 mois, dont il faut déduire les précédents 47 Mds€, restent 33 Mds€ qu'on peut, à titre de comparaison, mettre en regard des 38 Mds€ versés par les entreprises comme revenus de la propriété, ou des 82 Mds€ de revenus de la propriété des ménages, ou des 53 Mds€ de dividendes payés par le CAC 40, ou des 1 500 Mds€ de la capitalisation du MSCI France au 31/12/19.

Même en doublant ces chiffres, l'épisode de crise sanitaire, bien géré pour assurer une rapide reprise, peut être **amorti par la dépense publique et une année sérieusement écornée en profit pour les entreprises** et en revenus pour leurs actionnaires.

- **Les impacts économiques : un essai de modèle, forme durée et ampleur de la contraction provoquée**

Nous avons tenté de modéliser, sur un panel assez large de pays (et d'Etats des Etats Unis) l'impact pour chacun, à partir de sa date de début de confinement, de la durée et de la sévérité de celui-ci, ainsi que de l'ampleur des mesures de soutien monétaire et budgétaire. Nous chiffrons les pertes instantanées de production (PNB perdu) et leur cumul. L'idée générale est de donner une forme dans le temps et de valider le niveau de contraction sur l'année, pour l'ensemble des pays suivis.

Nous distinguons 5 sévérités de confinement : distanciation sociale ouverte (Corée du Sud), confinement léger, moyen, dur et total (Hubei, Italie).

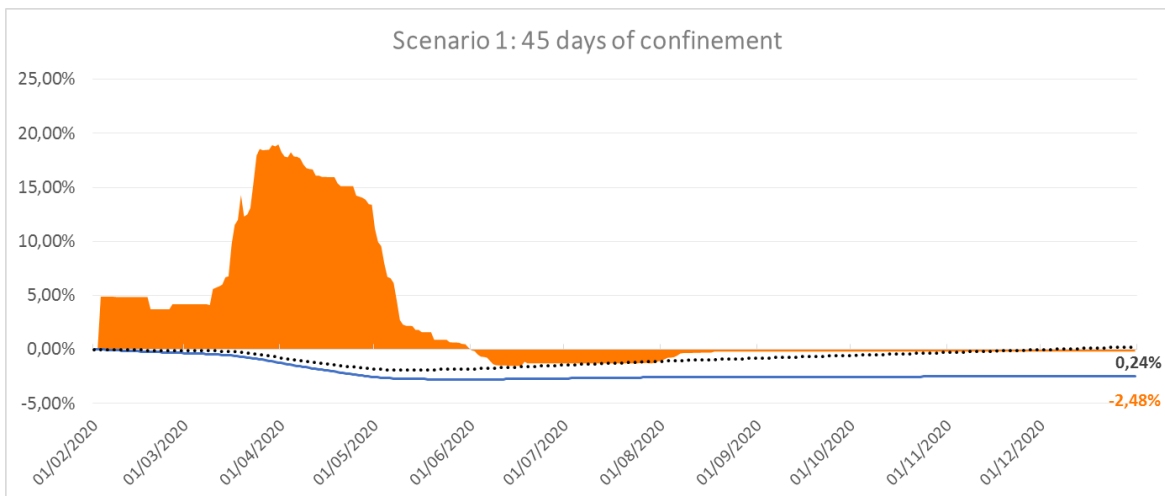
5 périodes : 1^{ère} quinzaine de confinement (choc brutal et temps d'organisation), suite du confinement (qui au total peut durer 45, 60, 75 ou 90 jours), les 30 jours de sortie, les 60 jours suivants, et la suite.

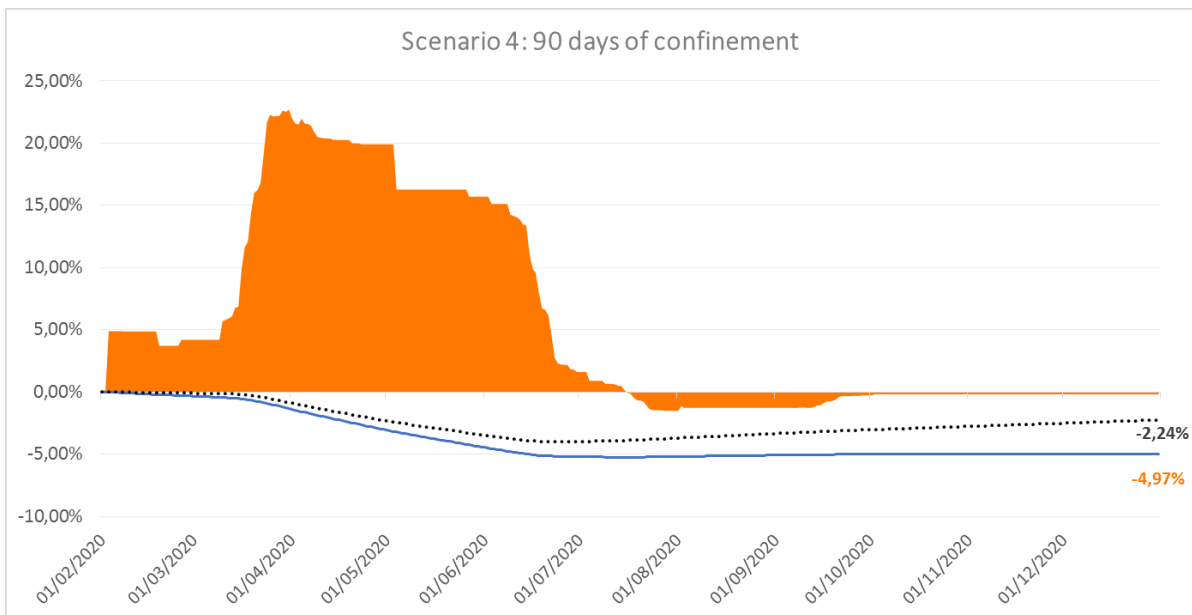
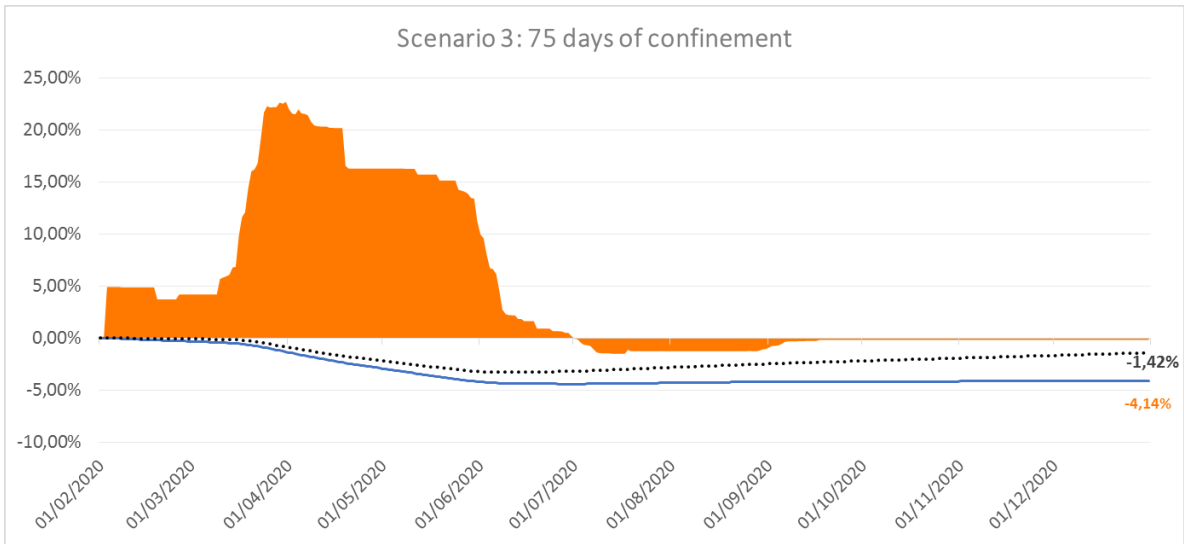
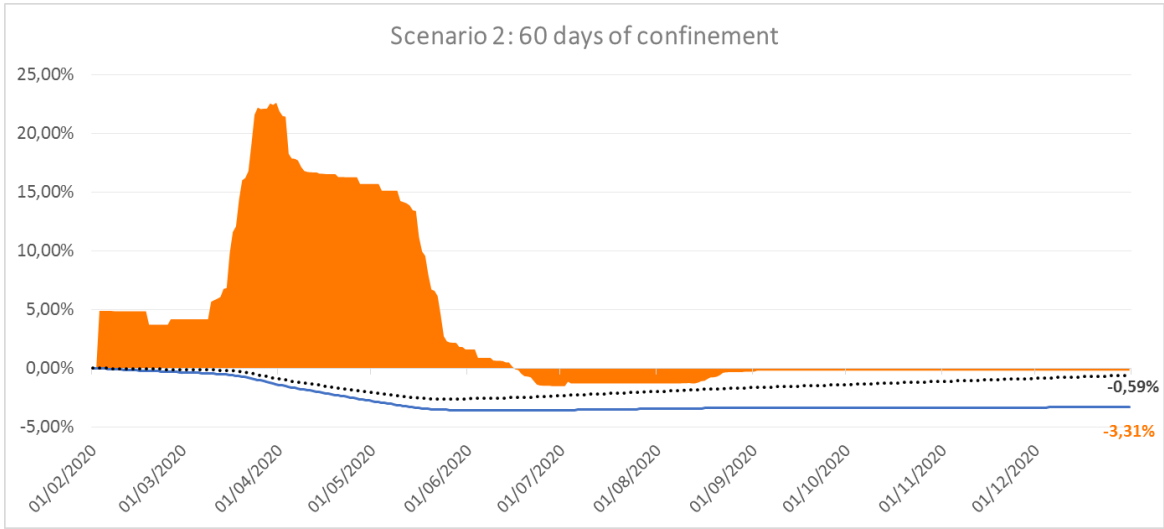
Enfin pour chaque pays, nous tentons de factoriser la qualité des soutiens budgétaires et monétaires et un coefficient d'impact selon sa spécialisation (agriculture ou high-tech sont favorables, le poids des services, du tourisme ou du pétrole sont défavorables, par exemple).

Nous estimons les pertes instantanées de contraction « sanitaire » et leur cumul. Sur une seconde courbe de cumul, nous corrigeons la première de la croissance attendue 2020 (source FMI) dont on peut penser qu'elle se poursuit sur les segments en activité des différentes économies. **C'est optimiste, et d'ailleurs en pointillés !**

Par souci de transparence et pour ouvrir une discussion éventuelle, nous avons mis en annexe nos estimations d'impact de contraction, selon période et qualité des soutiens. Les 35 pays intégrés dans la simulation représentent 84% du PNB mondial (193 pays) selon le FMI.

En **orange**, le % de contraction instantané (la modélisation envisage un rattrapage faible, partie d'histogramme montrant une perte inférieure négative, donc un gain), en **bleu** la courbe de perte de PNB cumulé (le chiffre en fin de courbe) ; en pointillés, la perte, corrigée de la croissance attendue 2020 (le chiffre en fin de courbe également).





- **Les risques d'aggravation** : sanitaire et économique existent

Ils sont de plusieurs ordres :

- la recherche constate que le virus est plus létal, moins curable, l'immunisation moins forte qu'on ne peut l'espérer. Les confinements doivent durer ou reprendre. La situation en Chine est le 1^{er} marqueur de ce risque.
- certaines opinions publiques, dans les pays moins durement confinés (on pense aux USA) ne tolèrent pas la mortalité constatée, amplifiée par le rationnement des soins, et les confinements doivent durcir et aggravent la situation économique.
- les soutiens sont insuffisants, le jeu à somme négative de l'acteur qui met en faillite sa contrepartie pour se protéger et l'appauvrissement des consommateurs rendent une franche reprise illusoire

Nos scénarii sont donc plutôt optimistes à 60 jours de confinement et quand ils anticipent un retour en quelques semaines à une activité normale, mais prudents en ce qu'ils ne prévoient pas une flambée de rattrapage, malgré pour beaucoup de pays la possibilité de dépenser les économies faites par certains en période de confinement. Les sorties seront progressives et le moral sans doute fragile.

Des secteurs entiers, transport aérien, tourisme, restauration, événementiel, etc... seront durablement impactés.

- **Le volume et la solution des dettes publiques** : il est impossible de séquencer récession provoquée et austérité de remboursement.

Aujourd'hui c'est robinet ouvert et forte hausse de la dette publique et les chiffres annoncés sont impressionnants, avec des programmes portant sur 10% du PNB, parfois, accompagnés de programmes massifs d'achat par les Banques Centrales.

Il ne faudra pas commettre l'erreur de confondre les sommes engagées en soutiens « prêtés » ou en différés d'encaissement et celles constitutives de subventions définitives. Il ne faudrait pas non plus mesurer la dette en % du PIB de 2020, en cumulant l'impact sur le numérateur et la baisse du dénominateur, minoré par la crise.

En attendant, comment financer toutes ces émissions. Une part de cette dette domestique va se retrouver dans le bilan des banques centrales, ce sera éventuellement plus que la totalité de la dette supplémentaire si l'on pense aux plans de QE les plus vastes. Cette solution n'est évidemment pas ouverte aux pays dont une partie du financement repose sur de la dette internationale ou en devises.

Plus généralement, nous n'examinons pas ici les situations des pays émergents, hors les grands acteurs asiatiques, par manque de moyens d'analyse, tant sanitaire qu'en impact économique. Leur situation peut être dramatique (cf. le Mexique qui n'a, à ce jour, semble-t-il annoncé aucune mesure qui s'impose à tous), leur disruption forte. C'est un risque sans doute mal maîtrisé.

A plus long terme, d'autres questions vont se poser. Cette dette supplémentaire sera-t-elle remboursée et comment ? En totalité, ou bien seulement la partie qui est hors Banque Centrale. Surtout, ce remboursement se fera quand et avec quelles ressources ? Une première certitude, il ne peut pas commencer rapidement, même l'Allemagne ne parle que de 2023.

Faudra-t-il des impôts supplémentaires, si oui lesquels, et avec quelles compensations (cf. la France avec le jour de travail non-rémunéré instauré après la canicule 2003) ?

Est-ce que ces dettes seront en partie abandonnées : il est possible « d'oublier » celles rachetées par les banques centrales, d'autant que leur taux est à peu près nul, mais certainement pas le reste. Et encore « oublier » quelle part : tout ou partie, un certain % du PIB, celle née du seul Covid-19 ? Sera-t-elle subrepticement "oubliée", ou bien ouvertement annulée ? cf. la théorie du « 1 bn \$ coin ».

Si l'idée d'annulation est séduisante voire justifiée, si on peut légitimer la planche à billets pour une crise de cette nature, elle risque de provoquer une défiance à l'égard de la monnaie et de la dette publique qui serait dommageable à long terme. Une telle annulation ferait-elle naître un risque d'inflation ? C'est un vaste sujet ! La récession est courte mais profonde et certains pays courent après cette inflation depuis longtemps. L'inflation, s'il devait y en avoir viendrait plutôt des pénuries qui limiteront l'offre pendant le temps de remise en ordre des circuits internationaux.

On peut envisager la création ici et là, de fonds du type de la *Treuhandanstalt* allemande après la réunification ou de la CADES française, auxquels serait allouée une recette modeste sur une très longue durée.

Les marchés, d'abord paniqués par l'ampleur de ces dettes ont semblé se rassurer et ont ramené les taux d'Etats en ligne avec les actions de taux et de QE des banques centrales. Ceci donne confiance pour la suite.

- **La valeur de long terme des actions et leur valorisation actuelle, dans ce contexte,**

Compte tenu des éléments qui précèdent, notre analyse est que les actions, une fois admis qu'elles étaient souvent surévaluées avant cette crise, sont à des niveaux, notamment en Europe, qui sont maintenant attrayants. Mais nous nous situons dans le cadre d'un scénario sanitaire et économique plutôt favorable, sur lequel les incertitudes que nous avons soulignées plus haut restent élevées.

Nous avons examiné quelques mesures, le **PE** (même s'il se réfère à des résultats obsolètes), le **PE de Shiller** (cours rapporté au bénéfice moyen des 10 dernières années), la **Valeur d'Entreprise / Ventees**. Nous nous sommes posés la question de l'endettement, **Dettes nettes sur EBITDA**. Nous avons examiné 20 ans de données (10 ans pour le PE de Shiller qui requiert 10 ans de moyenne pour la 1^{ère} mesure, ainsi les **PE de Shiller analysés n'incluent ni 2003, ni 2008/2009** contrairement aux autres mesures). Nous avons classé ces mesures par quartile, du ¼ le plus bas, au ¼ le plus haut, en passant par les deux ¼ entourant la médiane. Un code couleur va de **vert** à **rouge** en passant par **bleu** et **brun**.

L'analyse des PE, sur des résultats pour l'essentiel de l'an dernier, montrent qu'à partir d'un PE proche de la médiane, **l'Europe, est revenue sur des PE de 1^{er} quartile** et peut subir 20% de baisse durable de résultats pour revenir à cette médiane. La situation de valorisation **est moins favorable sur ce critère pour le marché américain**, récemment plus cher que sa médiane. Certains chiffres sur des secteurs fragilisés (banques, industriels), comme sur des secteurs moins sensibles, voire privilégiés (santé, communication) redonnent des marges. Il faut souligner que la période étudiée ici inclut la crise internet (faillites remarquables de sociétés TMT) et celle de 2008/2009, récession par faillites financières, banques sous-capitalisées, incapable de prêter, montée en régime lente (et erreur de gestion, Lehmann) des soutiens monétaires et budgétaires.

	Benchmark Europe									Benchmark USA								
	PE								E pour	PE								E pour
	min	25%	50%	75%	max	mean	dec-19	last	médian	min	25%	50%	75%	max	mean	dec-19	last	médian
Communication Services	-208,5	11,1	16,9	26,4	31,2	20,8	21,7	15,9	-20%	10,2	15,8	18,6	21,2	35,4	19,1	21,6	17,3	-7%
Consumer Discretionary	8,2	14,2	15,9	17,5	45,1	16,6	19,3	14,5	-9%	12,7	16,7	20,3	24,3	34,3	20,9	26,5	21,7	7%
Consumer Staples	10,2	15,8	18,4	21,6	27,3	18,6	18,9	16,1	-13%	11,6	15,8	17,5	20,0	31,2	18,5	21,2	18,8	8%
Energy	-177,2	11,6	16,2	20,2	410,3	19,1	19,3	11,6	-29%	-1302	11,5	14,3	19,3	47462	586,2	19,0	12,9	-10%
Financials	6,5	11,9	14,4	17,8	1085,8	29,4	11,3	7,7	-46%	-111,6	13,1	14,7	16,8	29,4	12,0	14,6	9,6	-34%
Health Care	11,8	15,5	20,3	23,1	37,7	20,7	25,1	20,8	3%	10,5	16,3	19,8	23,7	59,0	21,8	23,0	18,1	-9%
Industrials	7,6	17,9	19,9	21,7	32,8	19,7	22,4	15,9	-20%	8,3	16,1	18,3	20,5	32,4	18,4	19,6	15,7	-14%
Information Technology	-366,9	21,3	27,2	36,6	1929,4	57,0	38,1	27,7	2%	10,2	15,7	20,7	26,2	77,1	23,6	25,7	21,6	4%
Materials	4,6	11,5	13,7	16,4	34,5	14,5	10,9	10,9	-20%	6,3	15,1	16,9	21,5	56,6	19,3	18,7	17,3	2%
Real Estate	-55,2	14,2	16,7	19,4	365,6	15,8	28,0	18,2	9%	18,4	33,8	38,7	48,4	92,2	40,4	34,8	29,3	-24%
Utilities	8,9	11,8	14,2	15,9	30,4	14,3	13,2	13,7	-4%	8,7	14,2	16,8	18,6	50,7	17,1	21,8	17,6	5%

Pour le PE de Shiller, d'un niveau situé avant crise, dans la plupart des cas dans le quartile historique le plus cher des 10 dernières années, les actions (marché dans son ensemble et secteurs) sont revenues sous la médiane historique d'une période incluant les stress de 2010/2011, 2012, 2015/2016. Ceci est plus marquant en Europe, 1^{er} quartile, qu'aux USA, 2nd quartile.

	Benchmark Europe									Benchmark USA								
	PE_SHILLER									PE_SHILLER								
	min	25%	50%	75%	max	mean	dec-19	last	min	25%	50%	75%	max	mean	dec-19	last		
	14,2	16,9	18,1	20,2	21,5	18,3	21,5	16,0	17,3	20,8	26,0	29,0	31,3	25,0	31,2	24,4		
Communication Services	10,5	15,4	16,8	19,8	31,6	18,7	13,7	10,5	21,0	28,8	40,1	44,7	50,6	37,2	42,7	33,8		
Consumer Discretionary	14,4	21,2	23,5	25,0	29,9	23,0	27,2	19,3	18,9	27,0	32,9	36,0	40,5	31,2	37,4	30,0		
Consumer Staples	18,9	21,6	22,9	24,1	27,7	23,0	24,2	19,8	16,7	19,9	22,1	25,6	28,5	22,5	25,8	21,1		
Energy	8,7	11,7	13,1	14,5	19,1	13,4	16,8	9,9	7,5	14,9	15,9	16,8	19,2	15,8	16,0	7,5		
Financials	8,6	12,4	15,2	16,8	20,7	14,7	15,9	10,5	11,9	15,9	20,8	24,2	27,3	20,3	22,8	15,2		
Health Care	18,3	22,3	24,6	26,3	32,2	24,4	28,3	24,8	16,8	20,5	30,3	32,8	39,8	27,5	33,8	29,0		
Industrials	18,1	21,8	23,4	25,2	27,5	23,3	26,8	18,3	14,7	18,5	23,5	26,0	28,6	22,6	25,6	19,0		
Information Technology	20,1	26,9	32,4	39,3	52,4	33,6	52,4	42,2	23,2	25,2	27,9	32,1	42,6	29,1	41,0	34,5		
Materials	10,1	13,2	14,7	16,8	21,5	15,0	15,4	10,8	19,6	22,8	24,2	27,6	31,2	25,1	29,9	21,3		
Real Estate	14,8	17,7	23,9	28,7	38,2	24,3	36,7	26,7	39,3	71,3	79,6	90,6	114,6	78,8	74,9	59,3		
Utilities	9,6	10,6	12,0	14,0	17,9	12,5	16,6	14,6	15,1	19,1	23,3	26,4	33,0	22,7	30,7	26,4		

Données Factset au 27 mars 2020 - reconstitution Fideas Capital des indices globaux et sectoriels pondérés par les capitalisations

Pour le ratio **Valeur d'Entreprise / Ventes**, indicateur utile dans le contexte actuel, marqué par des pertes, provisoires de chiffre d'affaires, présenté ci-dessous, il dessine un tableau moins favorable. Ce ratio peut augmenter par la hausse des Valeurs d'Entreprise (hausse des cours) ou à cours constant, par la baisse des Ventes. Les baisses de chiffres d'affaires qui, à cours inchangés, ramèneraient les secteurs à leurs ratios de fin 2019 sont significatives, mais il est vrai que les ratios étaient historiquement élevés.

	Benchmark Europe									Benchmark USA								
	EV_SALES								SALES pour	EV_SALES								SALES pour
	min	25%	50%	75%	max	mean	dec-19	last		dec 19	min	25%	50%	75%	max	mean	dec-19	
	1,9	2,1	2,2	2,4	3,2	2,3	2,3	1,9	-17%	1,5	2,0	2,2	2,5	3,3	2,3	2,9	2,4	-15%
Communication Services	1,6	1,9	2,0	2,2	6,7	2,2	2,3	2,0	-13%	1,6	2,3	2,7	3,2	4,5	2,7	3,5	2,9	-17%
Consumer Discretionary	0,7	0,9	1,1	1,2	1,6	1,1	1,6	1,3	-21%	0,8	1,2	1,3	1,6	2,3	1,4	2,2	1,9	-13%
Consumer Staples	0,9	1,2	1,3	1,7	2,2	1,4	2,2	1,8	-17%	0,9	1,2	1,3	1,5	1,7	1,3	1,5	1,5	-3%
Energy	0,5	0,7	0,9	1,1	2,8	1,0	1,0	0,7	-29%	0,7	1,2	1,3	1,5	2,6	1,4	1,5	0,9	-39%
Financials																		
Health Care	1,9	2,6	3,0	3,6	4,7	3,1	3,9	3,3	-13%	1,1	1,6	1,9	2,1	4,1	2,0	2,2	1,8	-20%
Industrials	0,6	0,9	1,1	1,2	1,6	1,1	1,5	1,1	-26%	1,2	1,8	2,0	2,1	2,5	1,9	2,2	1,8	-19%
Information Technology	0,6	1,4	2,0	2,7	8,0	2,2	3,7	2,9	-21%	1,3	2,2	2,5	3,2	8,4	2,9	5,2	4,5	-13%
Materials	0,8	1,1	1,2	1,3	1,6	1,2	1,2	0,9	-25%	0,8	1,3	1,5	1,8	2,6	1,6	2,1	1,9	-9%
Real Estate	6,3	9,0	11,8	13,3	15,6	11,3	15,5	13,6	-12%	4,0	4,9	7,5	9,2	10,2	7,1	9,5	8,4	-12%
Utilities	1,1	1,2	1,4	1,6	2,2	1,4	1,6	1,5	-6%	1,2	2,0	2,2	3,0	4,9	2,5	4,6	4,4	-5%

Données Factset au 27 mars 2020 - reconstitution Fideus Capital des indices globaux et sectoriels pondérés par les capitalisations

Il faut enfin examiner la **situation d'endettement des entreprises, Dette nette / EBITDA**. Il est élevé, c'est connu, mais à des taux durablement bas, même si les spreads de crédit remontent, pour les plus grandes capitalisations. Historiquement, les intérêts pesaient lourd dans la charge de la dette. Aujourd'hui ils sont au plus bas et, sans inflation, destinés à le rester. Enfin cet endettement ne se couple pas à du surinvestissement (double peine de la dette à rembourser et des actifs à déprécier) mais il a beaucoup servi à des rachats d'actions, qui continuent de coûter (ou rapporter selon le point de vue) en dividendes plus que la dette.

	Benchmark Europe									Benchmark USA								
	NDEBT_EBITDA								NDEBT_EBITDA	NDEBT_EBITDA								NDEBT_EBITDA
	min	25%	50%	75%	max	mean	dec-19	last		min	25%	50%	75%	max	mean	dec-19	last	
	1,3	1,7	1,8	2,0	2,4	1,8	2,4	2,3	1,1	1,4	1,5	1,8	2,2	1,6	2,2	2,2		
Communication Services	1,3	2,0	2,1	2,5	3,3	2,2	3,2	3,1	0,8	1,3	1,6	1,8	2,1	1,5	2,0	1,9		
Consumer Discretionary	1,8	2,2	2,6	2,8	5,8	2,6	2,6	2,3	1,0	1,7	2,1	2,3	2,9	2,0	2,7	2,9		
Consumer Staples	1,0	1,7	1,9	2,1	2,6	1,9	2,6	2,5	0,9	1,3	1,4	1,5	2,7	1,4	2,6	2,4		
Energy	0,2	0,6	0,8	1,1	2,4	0,9	1,5	1,4	0,1	0,4	0,7	1,4	3,0	0,9	1,9	1,9		
Financials																		
Health Care	-0,1	0,2	0,7	1,2	2,1	0,8	1,8	1,7	0,0	0,4	0,6	1,1	2,4	0,9	2,1	2,4		
Industrials	1,2	1,6	1,9	2,2	2,9	2,0	2,1	1,9	1,9	2,4	2,9	3,6	4,5	3,0	2,4	2,5		
Information Technology	-1,1	-0,7	-0,4	0,0	0,8	-0,3	0,8	0,8	-1,1	-0,7	-0,5	-0,1	0,6	-0,4	0,5	0,5		
Materials	0,9	1,3	1,5	1,8	2,2	1,5	1,5	1,4	0,9	1,3	1,8	2,1	3,2	1,8	2,1	2,3		
Real Estate	6,6	8,6	10,5	12,9	29,2	11,3	12,0	13,0	4,9	5,5	5,9	6,4	7,9	6,0	5,1	5,3		
Utilities	1,9	2,6	3,1	3,4	4,0	3,0	3,7	3,9	2,9	3,3	3,8	4,1	5,3	3,8	5,1	5,2		

Globalement, **les marchés d'actions apparaissent donc attrayants dans le cadre d'un scénario de retour à la normale sanitaire dans des délais raisonnables, avec restauration des PNB des pays**. La marge de hausse reste significative, même en prenant du temps, après une baisse sévère, pour restaurer les niveaux de profitabilité et même en ne revenant qu'à des valeurs médianes de PE de Shiller.

La durée de la crise et la protection de l'outil productif sont des éléments essentiels de ce scénario. Dans un scénario plus dur, en cas de reprise lente et molle, les actions sont plutôt à leur prix qu'attrayantes. Elles pourraient donc aller tester des niveaux sensiblement inférieurs, qui seraient alors des niveaux d'achat car ils redonneraient dans les scénarios moins optimistes un réel potentiel de gain.

Ceci justifie en allocation de commencer à repondérer sans revenir encore en position neutre.

- **Le crédit**, quelle valeur lui donner ?

Le crédit a en période de crise un certain nombre de raisons structurelles de présenter des niveaux de valorisation anormalement attractifs.

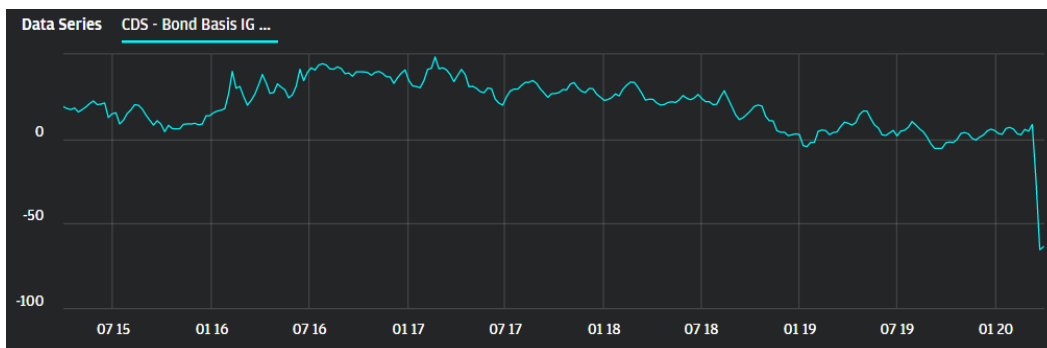
- **La mémoire des crises antérieures** provoquées par surendettement et surcapacités, quand le système bancaire était fragile, ou quand, en zone Euro, on se posait la question de savoir combien d'emprunteurs privés un Etat, Italie, Espagne ou Portugal, pouvait emporter dans son défaut ;
- **L'asymétrie** qui augmente les exigences, puisqu'en achetant avec une décote, au mieux, on retrouve le nominal ;
- **La liquidité** médiocre de ce marché, qui amplifie les mouvements de prix, actuellement dans le sens vendeur :
 - Vendeur par inquiétude,
 - Vendeur par nécessité : appels de marge, anticipations des risques de rachats dans les OPC, ...

En revanche, le marché du crédit sous-estime, selon nous, les particularités de cette crise. Elle atteint des économies qui, sans elle, étaient saines et qui n'en sont pas responsables. Les soutiens sont massifs, tant pour alléger les charges des entreprises qui souffrent (et ce n'est pas la totalité), que pour garantir la solvabilité des acteurs, jusqu'à envisager la nationalisation provisoire de certains. Il n'y a pas à cet égard, sauf cas particuliers, de « hasard moral » à soutenir chaque entreprise, elles totalement non responsables des événements qui les atteignent. Les soutiens directs à l'achat d'obligations privées sur les marchés, par les différentes banques centrales mondiales, sont massifs également et n'ont pas encore montré leur puissance de feu.

Nos analyses montrent des niveaux de spread, proches des plus hauts et capables de supporter (notamment dans l'Investment Grade) les pires scénarii historique de défaillances.

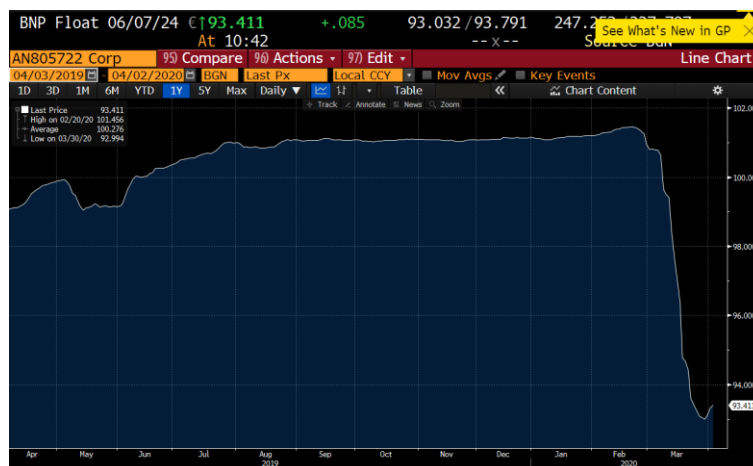
On voit **l'effet de recherche de liquidités** dans la différence qui s'est creusée entre les spreads (plus faibles) des dérivés, qui valorisent uniquement le risque, et ceux (plus élevés) des obligations dont la vente permet de récupérer du cash. Cet écart, même s'il persiste, s'est maintenant stabilisé.

Écart spread CDS contre obligations physiques



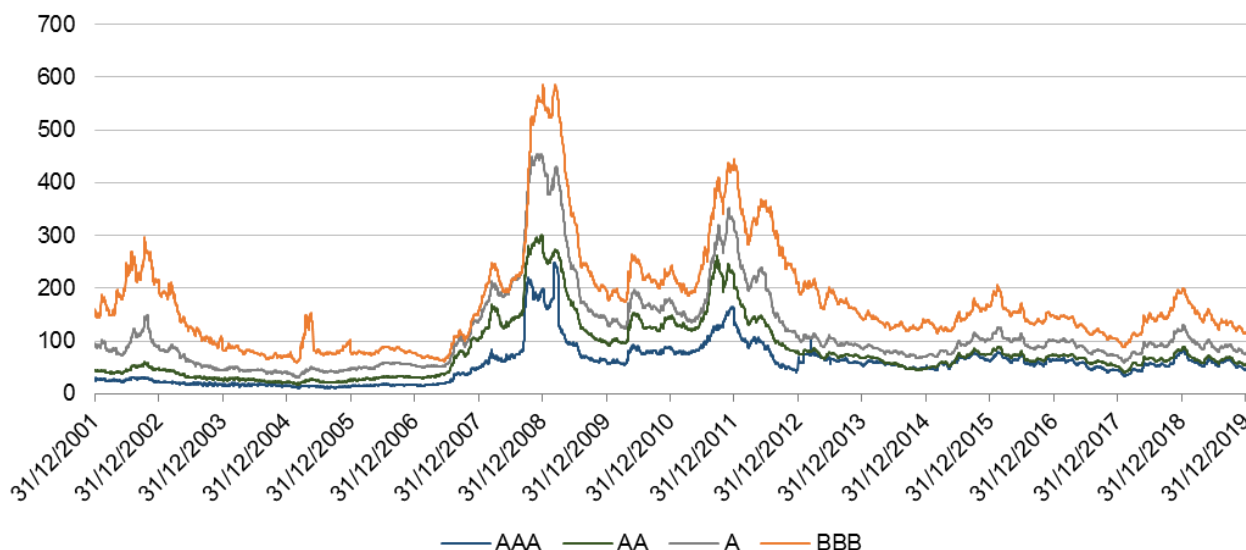
On le voit aussi dans les baisses subies par des titres plutôt courts, à risque de crédit faible, comme une obligation senior BNP Paribas, ci-dessous.

BNP Paribas 2024, - 8% !



Spreads IG, au même niveau qu'au pire de la crise Internet, pas si loin de 2011/2012

Spreads investment grade



La justification de base d'un spread obligataire est, au sein d'un portefeuille diversifié qui mutualise le risque, de protéger contre les risques de défaut. Le Spread augmente, logiquement, quand les anticipations de défaut se détériorent. Il devient attrayant en stratégie *buy & hold* quand il excède les pires scénarii ; c'est actuellement le cas.

1. Mise à jour des historiques de pertes de crédit cumulées par rating

Source : Moody's

Historique pertes de crédit cumulées sur 5 ans

Ratings	PIRE	MOYENNE	MEILLEURE
Aaa	0,00%	0,02%	0,00%
Aa	0,45%	0,18%	0,00%
A	0,51%	0,43%	0,00%
Baa	1,56%	0,82%	0,00%
Ba	8,27%	4,61%	0,38%
B	28,08%	12,58%	1,47%
Caa-C	78,21%	20,39%	17,94%

2. Simulation de scénarii par Fideas Capital (détail ci-après)

Source : Fideas Capital

Scénarii pertes de crédit sur les 5 prochaines années Fideas Capital

Ratings	PIRE	CENTRAL	MEILLEUR	RETOUR A LA MOYENNE
Aaa	0,11%	0,06%	0,01%	0,06%
Aa	0,52%	0,24%	0,00%	0,18%
A	1,00%	0,54%	0,00%	0,44%
Baa	2,45%	1,19%	0,55%	0,84%
Ba	10,0%	6,8%	3,0%	4,6%
B	33,90%	18,55%	8,20%	12,65%
Caa-C	78,00%	50,20%	19,40%	20,39%

Prenant dans les tables ci-dessus, à titre d'exemple le niveau Baa (ou BBB chez S&P) le pire historique de 5 ans a vu 1,56% de pertes sur défauts. Notre scénario, que nous rendons plus sévère en accumulant les défaillances sur les trimestres plus proches, monte ce coût des défaillances à 2,45%. **Sur un portefeuille diversifié, un spread annuel de 0,50% compenserait sur 5 ans ce coût des défaillances. Le spread annuel servi actuellement est de 2,8% (281 bps), la prime est donc de 2,31% au-delà de ce scénario.**

3. Calcul des spreads breakevens théoriques compensant ces pertes

Source : Fideas Capital

Ratings	PIRE	CENTRAL	MEILLEUR	RETOUR A LA MOYENNE
Aaa	2	1	0	1
Aa	10	5	0	4
A	20	11	0	9
Baa	50	24	11	17
Ba	212	141	60	95
B	811	417	172	271
Caa-C	2438	1449	431	458

4. Actualiser les spreads de marché

Source : ICE, Bloomberg

Ratings	Spreads	Référence
Aaa	128	ELAO
Aa	160	ELBO
A	210	ELCO
Baa	281	ELDO
Ba	554	HE1M
B	1130	HE20
Caa-C	1651	HE30

Dans les situations actuelles de forte illiquidité, les niveaux de spreads rémunèrent également cette illiquidité, même si elle est loin de justifier seule l'écart. Pour l'investisseur de long terme, qui n'a pas besoin de cette liquidité, très chèrement rémunérée, c'est une opportunité.

Elle nous semble à saisir, elle est sans doute plus attrayante que la valorisation des actions. Celles-ci peuvent souffrir encore si on sort du scénario d'une contraction limitée dans le temps et suivi d'une reprise correcte. Le crédit en revanche semble d'ores et déjà *pricer* un scénario moins favorable.

- **Conclusion**

La crise dans laquelle nous sommes est aussi soudaine, inattendue que difficile à analyser selon des schémas classiques. Jamais le monde, depuis la guerre, n'avait connu une contraction d'activité exogène aussi brutale et généralisée. Compte-tenu des incertitudes médicales, toute prédiction est hasardeuse.

La crise économique peut aussi bien être un brutal et bref trou d'air, une hibernation de l'activité économique dont on se relève confus et contusionné, mais apte à redémarrer. Elle peut se transformer en un long hiver sanitaire et économique, même si ça n'est pas notre anticipation. La situation actuelle crée donc sans doute des opportunités d'investissement à commencer à saisir, prudemment.

Il faut aussi espérer que le Monde en sortira changé, mieux préparé, peut-être plus solidaire.

On voit aujourd'hui que tous se tournent pour les protéger vers la Science et le Souverain (les Etats). Les deux ont été en déclin de confiance et d'influence au cours des dernières décennies. On peut espérer que cette crise redressera leur image dans les opinions publiques. Le Souverain et protecteur de l'intérêt général, la Science cherche la vérité et les solutions.

Si l'on en vient à l'autre problème que nous devons affronter, celui du climat, espérons que la Science qui alerte et cherche les solutions sera entendue et que le Souverain aura les moyens d'en imposer à l'économie la mise en œuvre.

- **Quelques liens**, pour suivre les programmes des Etats

<https://taxfoundation.org/coronavirus-country-by-country-responses/#tracking>

<https://globaltaxnews.ey.com/news/2020-5400-breaking-tax-news-staying-up-to-date-with-covid-19-stimulus-responses?uAlertID=i0IR2QZBkNsmSALRwpFeXw%3d%3d>

*Achévé de rédiger par Pierre Filippi
et Dominique Barbet le 05/04/20 à 18h30*

AVERTISSEMENT

Le présent document a été établi par Fideas Capital sur la base de sources que Fideas Capital juge fiables, mais dont nous ne saurions garantir l'exhaustivité et l'exactitude.

Ce document est exclusivement destiné aux investisseurs professionnels, à titre purement informatif et ne saurait en aucun cas constituer une sollicitation ou une recommandation d'achat ou de vente d'instruments financiers ou d'OPC gérés par Fideas Capital.

Les opinions mentionnées dans ce document sont celles de Fideas Capital à la date de rédaction du document. Elles peuvent évoluer dans le temps sans nouvelle information. Elles ne préjugent pas des actes de gestion de Fideas Capital au sein des portefeuilles gérés.

Fideas Capital ne peut assumer aucune responsabilité pour les décisions d'investissement des destinataires. Les marchés mentionnés dans cette note font courir à l'investisseur des risques de pertes en capital.

ANNEXE – Scenarii de contraction – Reprise

Définition des "support levels"

Level	Monétaire	Budgétaire
1	Faible	Faible
2	Faible	Fort
3	Fort	Faible
4	Fort	Fort

Early_conf

Period Early confinement of 15 days *by support level*

Severity	Level 1	Level 2	Level 3	Level 4
open social distancing	-10,00%	-10,00%	-10,00%	-10,00%
light	-20,00%	-20,00%	-20,00%	-20,00%
mild	-25,00%	-25,00%	-25,00%	-25,00%
hard	-35,00%	-35,00%	-35,00%	-35,00%
full	-50,00%	-50,00%	-50,00%	-50,00%

Remaining_conf

Period remaining confinement of 45 days *by support level*

Severity	Level 1	Level 2	Level 3	Level 4
open social distancing	-9,00%	-8,00%	-9,00%	-8,00%
light	-18,00%	-16,00%	-17,00%	-15,00%
mild	-22,00%	-20,00%	-21,00%	-19,00%
hard	-30,00%	-28,00%	-29,00%	-26,00%
full	-43,00%	-40,00%	-41,00%	-38,00%

End_conf_1

Period End confinement 0-30 days *by support level*

Severity	Level 1	Level 2	Level 3	Level 4
open social distancing	2,00%	3,00%	2,00%	4,00%
light	-1,00%	1,00%	-1,00%	0,00%
mild	-4,00%	-1,00%	-4,00%	0,00%
hard	-8,00%	-4,00%	-8,00%	-2,00%
full	-12,00%	-7,00%	-12,00%	-5,00%

End_conf_2

Period End confinement 30-90 days *by support level*

Severity	Level 1	Level 2	Level 3	Level 4
open social distancing	2,00%	2,00%	2,00%	3,00%
light	0,00%	2,00%	2,00%	2,00%
mild	-1,00%	0,00%	0,00%	3,00%
hard	-3,00%	-1,00%	-2,00%	3,00%
full	-6,00%	-3,00%	-4,00%	2,00%

End_conf_3

Period End confinement 90-365 days *by support level*

Severity	Level 1	Level 2	Level 3	Level 4
open social distancing	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%
light	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%
mild	-3,00%	-1,00%	1,00%	1,00%
hard	-5,00%	-2,00%	0,00%	0,00%
full	-10,00%	-6,00%	-4,00%	-3,00%