



## Dilemme de marché

Il y a des moments, sur les marchés, où notre métier n'est pas simple. Les marchés ont bien rebondi depuis la mi-mars. Et certains ont tellement rebondi qu'ils s'approchent voire dépassent le niveau de fin décembre 2020. Aux Etats-Unis, le S&P 500 est en recul de 3% alors que le NASDAQ a pris 13% ! En Europe, la situation est moins rose, mais le DAX n'est en recul que de 6%. Plusieurs scénarii nous semblent possibles, et conduisent malheureusement à des évolutions opposées :

- Un certain bon sens fondamental : la crise est inédite et elle n'est pas finie. Les risques de seconde vague ou de retour saisonnier de la maladie sont réels ; l'économie repart, mais à moyen terme il paraît évident que le chômage va grimper partout, que des modèles économiques vont être déstabilisés ce qui risque de freiner l'investissement des entreprises, bref l'incertitude va rester. En moyenne, il est difficile d'être serein sur les résultats des entreprises dans les prochaines années alors que l'incertitude devrait renchérir le coût du capital. Dans un tel contexte, le rebond ferme depuis mi-mars paraît exagéré ou au moins trop rapide. La prudence voudrait que l'on allège les positions.
- Tout cela est bien vrai, mais les moyens de gestion sanitaire peuvent permettre d'éviter de rééditer un confinement général et par ailleurs, à crise inédite, réactions inédites des Etats et des banques centrales, avec un double effet possible. Les institutions publiques ont tellement peur de l'inconnu et ne veulent tellement pas rééditer les erreurs d'une relance molle, qu'elles pourraient en faire trop et ne pas s'arrêter d'agir, même quand l'économie serait déjà bien repartie ! Et donc plus que compenser les incertitudes précédemment mentionnées. En plus, comme nous le disions précédemment, la concurrence des soutiens entre Etats conduit à être obligé de soutenir les grandes industries de peur qu'elles ne tombent sous la main de concurrents étrangers. Donc oui il y aura de la casse, mais aussi des réinventions, des redéploiements qui vont plus que la compenser. Au-delà de la volatilité de court terme et en dépit de la hausse des valorisations, il faut donc absolument rester investi pour des raisons fondamentales !
- Enfin on ne peut que constater que l'environnement de taux bas et de liquidités très abondantes est là pour durer, alors que les taux d'épargne des ménages sont élevés. La pression à l'investissement sur les actifs risqués, obligations d'entreprises et actions, va donc persister. A la limite, on pourrait avoir une déconnexion entre actifs financiers et fondamentaux pour un temps relativement long. Ce n'est pas forcément sain nous sommes bien d'accord, mais l'argument n'en reste pas moins valable.









En conclusion, si faiblesse de marché il y a, il sera tentant de réinvestir. Mais, en attendant cette hypothétique situation idéale, que faites-vous ? Encore une fois, les guidances de T2 (déjà le fait qu'elles existent) seront très instructives. Le marché les a-t-il déjà correctement anticipées ? En tiendra-t-il compte ? En ce qui nous concerne, nous suivons les deux axes de notre gestion qui nous paraissent répondre à la situation actuelle marquée par le renforcement de problématiques locales / régionales : la diversification entre zones géographiques et classes d'actifs, et via notre approche *Smart for Climate*, la prise en compte de la transition énergétique qui est l'un des fers de lance de la relance européenne envisagée.



### Evolutions des marchés du 12 au 19 juin 2020

<b>Actions</b>	Des marchés plus fermes cette semaine, sous l'effet de soutiens renouvelés des banques centrales : programme d'achat d'obligations de la Fed, TLTRO III particulièrement généreux de la BCE, extension du QE de la Banque d'Angleterre. Toutefois la rémanence de craintes d'une deuxième vague de contamination et l'exacerbation des tensions sino-américaines limitent la vigueur des marchés.
<b>Crédit</b>	Le marché obligataire commence à devenir victime de son succès. Les indices se sont plutôt bien tenus, avec le Xover qui passe décisivement sous les 400 pbs et le Main Europe sous les 70 pbs. Mais le cash a du mal à suivre face au volume conséquent de nouvelles émissions et ne bénéficie pas beaucoup de la meilleure tenue des indices. Si les taux longs allemands sont restés stables, la convergence des taux se poursuit et le 10 ans italien continue de baisser en passant sous les 1,40%.

## Tableau de suivi multi-facteur de sortie de confinement <sup>1</sup>

<b>Economie</b>	Macro*	Fort rebond des ventes au détail aux Etats-Unis, mais le marché de l'emploi et la production industrielle, peu dynamiques, ont déçu. En Chine, une fois la production rétablie, la croissance se révèle lente.	
	Micro	Les dégradations de notation crédit continuent, cette semaine sur les équipementiers automobiles (Faurecia, Schaeffler). Mais il s'agit d'un indicateur retardé : les émetteurs ont anticipé et sécurisé leur liquidité, au prix d'un levier durablement plus élevé.	
<b>Soutiens des institutions publiques</b>	Budget	Les dirigeants de l'UE ont dit vouloir faire aboutir dès juillet les discussions sur le plan budgétaire COVID de 750 mds et celles sur le budget de la période 21-27.	
	Monétaire*	Cette semaine apporte son lot de mesures, en particulier, des baisses des taux en Russie (-100pb) et au Brésil (-75pb), la hausse prévue de l'encours du QE anglais, et le giga-repo de la BCE de 1 308 mds d'euros, dont probablement plus de 500 mds de new cash.	
	Accessibilité	En France, les mesures de soutien sont prolongées, mais les conditions sont durcies.	
<b>Sanitaire</b>	Situation	L'émergence de secondes vagues restreintes localement dans les pays asiatiques conduit les autorités à durcir brièvement les mesures de restrictions sociales et économiques. Il semble nécessaire de penser la reprise économique avec, et non pas après, le coronavirus. Dans le même temps, les contaminations dans le monde sont à la hausse et l'OMS alerte vivement sur les dangers de la pandémie en Amérique Latine.	
	Tests - Masques	En France, les conditions d'accès aux masques et le déploiement des tests permettront probablement une gestion efficace de l'apparition de foyers de contaminations.	
	Recherche	Si une équipe de chercheurs chinois a entamé les tests de phase 2 d'un vaccin afin de déterminer le risque sur les défenses immunitaires des personnes en bonne santé, la bonne nouvelle provient pourtant de l'efficacité du traitement au dexaméthasone pour les soins aux patients gravement atteints.	

### <sup>1</sup> Présentation du tableau de suivi multi-facteur de sortie de confinement

Le monitoring de la crise sanitaire et de la sortie de confinement est complexe et la situation unique en son genre. Il se nourrit d'une masse d'informations souvent contradictoires ou difficilement vérifiables, et il doit être réalisé sur plusieurs dimensions : sanitaire, macro et micro-économique.

Depuis le début de la crise, nous avons tenté de réaliser nos propres modélisations, simples mais à notre main, permettant d'associer des résultats à des hypothèses données. Nous avons ainsi modélisé les prévisions de croissance en Europe et aux Etats-Unis en format contraction puis reprise. C'est cette dernière qu'il suivra de près maintenant pour choisir entre récession durable ou trou d'air. Ces analyses ont le mérite de pouvoir être modifiées au fur et à mesure que les hypothèses vont évoluer, notamment sur les conditions de déconfinement, à savoir ses latitudes et son dynamisme.

Suivre toutes les dimensions de la crise est à la fois nécessaire et impossible. C'est pourquoi nous ne prétendons aucunement à l'exhaustivité. Pour autant, nous avons souhaité synthétiser à chaque période l'évolution des informations que nous recevons à travers des tendances, brièvement commentées. Pour manœuvrer clairement, nous avons choisi de répertorier ces mouvements sous la forme d'un tableau en indiquant le sens de l'impact sur l'appétit pour le risque.

Dans le maelstrom de chiffres et de prévisions, nous essayerons également de suivre des indicateurs immédiats de suivi d'activité simples, comme le trafic automobile dans les grandes villes.

Enfin, nous ajoutons dans les documents complémentaires des commentaires sur des sujets, des données qui nous ont semblé éclairantes, et sur les événements clefs des prochaines semaines. Ils sont signalés par une « \* » et des liens dans le tableau, on les retrouve en suivant ces liens ou le lien « Commentaires détaillés économie et finance ».