

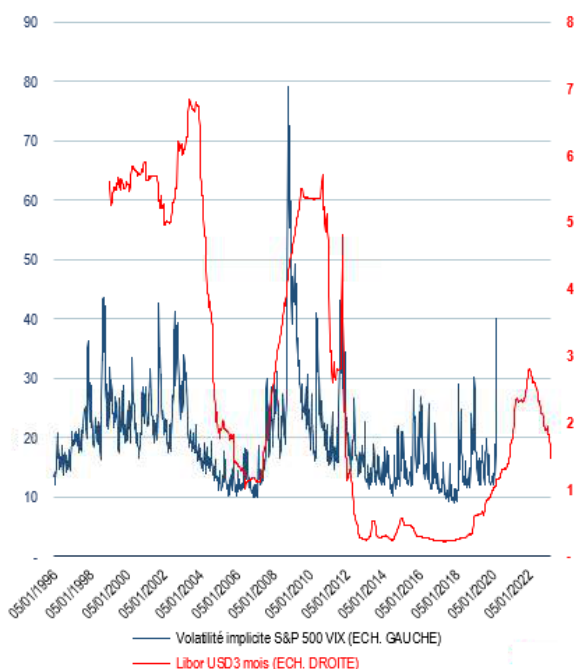
Market Flash – 4 mars 2020

Crise sanitaire du Coronavirus

Résumé en 1 minute

- Les mouvements de marchés actuels sont impressionnants mais il ne faut pas s'émouvoir outre mesure d'un possible changement de régime de volatilité, qui peut aussi trouver son origine dans d'autres explications théoriques.
- D'autant que le risque structurel de marché demeure faible et n'a pas été impacté par la crise du Coronavirus. A cet égard d'ailleurs, une intervention des banques centrales ne se justifie pas tellement.
- Néanmoins, à l'inverse, il ne faut pas sous-estimer l'ampleur inédite du dysfonctionnement économique créé par la propagation du virus. C'est la raison pour laquelle, préventivement, la Fed a décidé d'agir, par surprise. Certes, elle n'avait pas agi ainsi depuis 2008, mais on se gardera de toute comparaison historique trop poussée car depuis, la doctrine de l'institution a considérablement évolué : doctrine « d'action préventive » développée dans de nombreux discours.
- Cette crise intervient néanmoins dans un contexte économique et de marché exceptionnels aux Etats-Unis.
- En Europe en revanche, dans des marchés fragiles, les distorsions de prix sont considérables et il faut en tirer profit.

Ne pas s'émouvoir outre mesure d'un possible changement de régime de volatilité



Au cours de la semaine du 24 février 2020, les marchés d'actifs risqués ont connu un mouvement de baisse particulièrement violent, abandonnant près de 15% en 5 jours. Ce mouvement est d'autant plus marquant que les investisseurs s'étaient habitués à un régime de volatilité demeurant assez faible depuis cinq ans, ce, quelles que soient les difficultés : conflit commercial sino-américain et Brexit en tête, mais également ralentissement de la croissance mondiale en 2015/2016.

Le graphique ci-contre montre pourtant qu'un changement de régime de volatilité ne pouvait en théorie être exclu, du fait du nouveau régime d'arbitrage d'opportunités induit par la hausse des taux américains à très court terme. On pourrait ainsi avancer que le mouvement de marché est aussi, ou surtout, le fait d'ajustements techniques finalement bienvenus.

Le niveau de risque objectivement constaté n'a pas évolué significativement

On constate que le niveau objectif de risque des marchés n'a pas évolué significativement au cours des derniers jours. L'indice de la Réserve fédérale de Saint-Louis, dont le graphique est présenté ci-dessous, est parfaitement cohérent avec les informations dont dispose LM Invest France : au cours de cette forte semaine de baisse du prix des actifs risqués, et

sur l'ensemble du mois de février, les marchés monétaires ont fonctionné normalement, les marchés obligataires ou actions n'ont pas connu d'incidents de liquidité, les *spreads* de crédit se sont normalement écartés, en ligne avec la baisse des marchés actions, enfin et surtout, les marchés interbancaires et repo ont parfaitement fonctionné. **En résumé, les indicateurs techniques de mesure des risques relatifs à la mégastructure des marchés n'ont pas donné de signaux d'alerte.**



On s'empresse de préciser d'ailleurs que dans ce contexte, une intervention des banques centrales visant à injecter des liquidités dans le système financier semble être une opération ni utile, ni souhaitable.

Prendre toute la mesure de l'ampleur inédite des répercussions économiques

Mais s'arrêter à ces constatations pourrait s'apparenter à une tentative de minimiser l'intensité du « désordre économique » provoqué par la propagation du virus Covid-19, ce qui n'est absolument pas le sens de cette note.

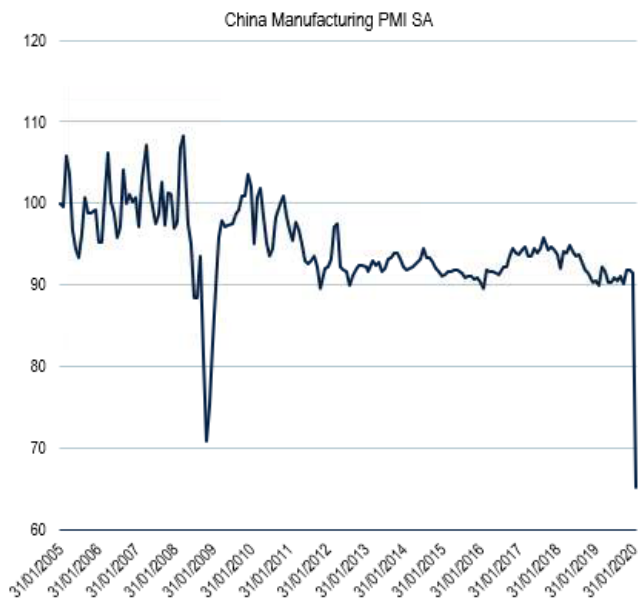
Au contraire, LM Invest France a cherché le graphique le plus frappant permettant de mesurer l'ampleur inouïe des conséquences économiques mondiales du virus.

Le graphique ci-contre du PMI manufacturier chinois publié début mars donne une idée du désordre économique, de la rupture industrielle que crée la crise sanitaire actuelle. Ce, tant en intensité qu'en rapidité.

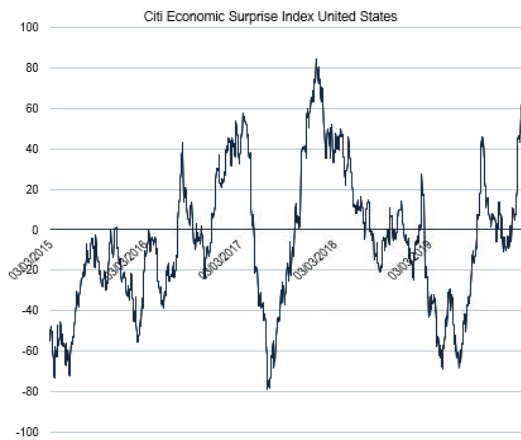
On pourra à cet égard comparer l'évolution de la courbe avec la période de la crise de 2008. Industrie technologique, automobile... dans un monde globalisé, peu de secteurs seront épargnés.

Dans un tel contexte, et comme d'habitude, les marchés actions se sont presque instantanément adaptés.

Et dans un tel contexte, la Fed a décidé, le mardi 3 mars, de baisser « préemptivement » son taux directeur de 50 points de base, prenant le marché totalement par surprise. Il faut dire qu'une telle action entre deux réunions officielles n'avait pas été entreprise depuis l'année 2008. On s'arrêtera là pour les comparaisons historiques, car en réalité, depuis, la doctrine de la Réserve fédérale a considérablement évolué, notamment sous l'impulsion de Jérôme Powell.



Une crise qui intervient dans un contexte économique excellent aux US



Les chiffres économiques encore récemment dévoilés sont d'excellente qualité aux Etats-Unis, et ils témoignent de la vigueur de la croissance, tirée à plus de 70% par le consommateur, dans un pays en plein emploi. La longueur du cycle économique aura surpris les prévisionnistes les plus optimistes. Confiance du consommateur, croissance, emploi, ISM... l'indice de surprise Citigroup, dont le graphique est présenté ci-contre, explose à la hausse depuis le début de l'année, y compris au mois de février. Voilà la stricte vérité de la situation économique américaine.

La forte réaction des marchés d'actifs risqués aura par ailleurs eu le mérite de provoquer un phénomène de repentification de la courbe des taux 2 ans / 10 ans américains, les obligations à 2 ans voyant leur taux diminuer davantage que celles à 10 ans, phénomène dit de *bull steepening*. **Ce mouvement était déjà entamé depuis le mois d'août 2018, mais il s'atténuait depuis le début de l'année 2020. On suivra dans les semaines qui viennent l'évolution de cette tendance positive.**

En Europe, des marchés fragiles, des sociétés trop peu capitalisées, à la merci d'importants décalages de valorisations

Ceux qui lisent habituellement les notes de LM Invest France le savent, dans une note datée du 15 novembre 2018¹, j'explique en quoi les marchés financiers européens, et en particulier français, sont faibles, mal capitalisés, intéressant de moins en moins les investisseurs -souvent à raison-, qu'ils soient privés ou institutionnels.

Le résultat, ce sont des mouvements aléatoires parfois puissants, et des entreprises fragilisées, à la merci d'investisseurs éventuellement étrangers qui en prennent le contrôle ou les vendent à découvert assez facilement.

Les exemples ont abondé depuis la rédaction de cette note ! Citons celui d'Altran, une société française extraordinaire qui fut pendant des mois, en 2018, vendue à découvert par un certain nombre de fonds spéculatifs, impactant significativement son cours de bourse. C'est aujourd'hui au tour de Lagardère, par exemple, d'être en difficulté, ou bien encore de Casino, pour ne citer que ces exemples. Ne nous y trompons pas, il y aura beaucoup d'autres cas dans les années à venir, cette faiblesse structurelle profitant aux plus forts.

Dans la baisse généralisée des marchés, comme d'habitude, tous les actifs ont été vendus, sans beaucoup de discernement.

Or, le prix et la qualité varient considérablement d'un actif à l'autre. La baisse de prix qui peut paraître uniforme crée ainsi des situations anormales dont il faut profiter, en acquérant ou en renforçant les sociétés et/ou les secteurs offrant le meilleur rapport qualité / prix.

Hugues Le Maire
Achévé de rédiger le 4 mars 2020

¹ <https://lminvestfrance.com/2019/03/26/fragilite-des-marches-boursiers-europeens-et-repercussions-politiques-inevitables-a-venir/>