



FLASH SPECIAL

- L'impact économique de cette crise du Coronavirus est à ce stade extrêmement difficile à estimer. Il dépend de la longueur de l'expansion de l'épidémie et du coût des mesures de précautions qui seront prises par les acteurs publics et privés. Les meilleurs scénarios côtoient les pires. Parmi les plus optimistes, certains estiment que si l'épidémie européenne devait suivre la même dynamique qu'en Chine, le pic européen serait atteint au cours du mois. En revanche, si l'épidémie devait se diffuser mondialement et un peu plus durablement, les conséquences macro-économiques catastrophiques guettent, comme le montrent les différentes hypothèses de nos économistes. **Une chose est certaine : plus la crise dure, plus le risque de mise en place d'une logique récessionniste implacable augmente (credit crunch, coupe des investissements, licenciements...) et sera difficile à inverser.**
- Dans ce contexte encore très incertain, **la dynamique chinoise offre une leçon encore très fragile mais assez rassurante.** Les mesures de quarantaine ont été très coûteuses comme en atteste les statistiques conjoncturelles de février mais les signes de redémarrage économiques sur mars sont déjà présents, tout comme le rapide ralentissement de l'épidémie. La politique économique s'adapte en *fine tuning* permanent pour lisser ces mouvements. La normalisation progressive de l'activité chinoise paraît amorcée (modulo une non-reprise de l'épidémie avec la reprise du travail, une absence de mutation du virus...). Il y a peut-être une issue relativement brève à cette crise.
- Les données sur les flux montrent que **les investisseurs ne cèdent globalement pas à la panique pour le moment.** Certains ont augmenté leur niveau de protection dans les portefeuilles (via la durée ou des couvertures) mais les investisseurs « tiennent ». Le « fast money » a beaucoup bougé, pas le « real money ». C'est une bonne nouvelle parce qu'elle témoigne en première lecture d'une bonne adéquation des portefeuilles face au changement de régime de volatilité. Mais c'est aussi une mauvaise nouvelle car cela montre qu'en dépit de la forte baisse des marchés, une nouvelle vague de baisse pourrait venir d'un début de capitulation des investisseurs, inquiets de la montée du risque de récession. Même si les niveaux de valorisation se sont mécaniquement beaucoup améliorés ces derniers jours, ils ne sont pas suffisants pour rémunérer l'investisseur en cas de récession, si celle-ci devait se matérialiser. L'investisseur étant mieux rémunéré pour le risque mais pas encore dans n'importe lequel des cas possibles. Il y aura des opportunités ou des replis qu'il ne faudra pas tarder à saisir dès lors que les premiers éléments de clarification sur le risque de récession apparaîtront.
- Les investisseurs ont montré un certain flegme face à cette crise, les institutions économiques et monétaires aussi. Le communiqué des banquiers centraux et des ministres des Finances du G7 du 3 mars manque de concret tant les banques centrales ont des problématiques différentes, entre une BCE, manifestement bien divisée, la Banque du Japon qui rechigne à utiliser l'arme des taux et la Fed qui est visiblement prête à utiliser massivement l'arme des taux directeurs. Quant à la baisse

des taux directeurs de 50bp en inter-meeting, elle a été bien reçue mais elle ne répond pas à la problématique.

L'écartement violent des spreads de crédit ces tous derniers jours ne peut toutefois en aucun cas laisser insensibles les banquiers centraux, bien plus que les aléas des marchés d'actions. Cet écartement augmente les chances d'une intervention concertée des banques centrales ; l'action la plus consensuelle et la plus efficace étant d'agir sur la liquidité des marchés. Des injections de liquidité apporteront un contre-feu utile pour un peu stabiliser les marchés à court terme, sans toutefois influencer significativement le risque de récession. Elles seraient cependant bien plus qu'un épiphénomène de marché : une condition nécessaire (mais certes pas suffisante) pour éviter que la logique récessionniste ne se mette pas en place, réside dans l'absence de fermeture des marchés du crédit.

- La principale question étant d'estimer le risque de récession et la politique monétaire ne pouvant *in fine* jouer qu'un rôle marginal au-delà de la stabilisation financière dans cette affaire, tous les regards se portent vers le fiscal. La réponse européenne a toutes les chances de rester incertaine, entre les contraintes budgétaires italiennes, le déficit français déjà excessif et une Allemagne engluée dans une crise politique majeure au sein de la majorité, limitant les chances d'une relance substantielle. Les contraintes fiscales et/ou politiques étant décidément contraignantes en Europe, **c'est aux Etats-Unis et au Royaume-Uni que la volonté politique est potentiellement la plus forte** : dans le premier cas pour des raisons évidentes de proximité des élections présidentielles, dans le second cas pour des motifs politiques avec un besoin impérieux de « réussir » le Brexit, le déficit public actuellement raisonnable laissant quelques marges de manœuvre. Pour autant, notons que M. Trump s'affiche hésitant sur le sujet.
- Les dissensions ce week-end entre l'OPEP et la Russie quant à la gestion des coupes de production de pétrole à opérer pour faire face au tassement de la demande fait courir le risque d'une guerre de parts de marchés entre producteurs, poussant vers la faillite ceux qui ont les coûts de production plus élevés, à savoir les producteurs américains. L'ampleur du désaccord entre l'Arabie Saoudite et la Russie a surpris et crée un choc sur les prix du pétrole de très grande ampleur, qui inquiète l'ensemble des marchés, en forte baisse ce matin.

Même si l'exemple chinois est encore trop court, trop fragile et pas nécessairement extrapolable aux autres zones, la dynamique récente a une suffisamment bonne tournure pour ne pas sous-pondérer la probabilité d'un scénario où l'activité ne serait perturbée que quelques semaines, avant une normalisation progressive. Dans l'attente d'éventuels signes de stabilisation de l'épidémie au niveau mondial, la multiplication des chocs ces derniers jours appellent à des réponses :

- de politiques monétaires (des interventions concertées d'injections de liquidités de banques centrales nous semblent probables à court terme) dans le but d'apaiser les marchés financiers,
- en termes de politiques fiscales pour aider les agents économiques les plus affectés à court terme à traverser le choc, et à moyen terme de permettre à l'économie de repartir.
- géopolitiques pour stabiliser les cours du pétrole.

Pour toutes ces raisons, **après avoir réduit nos expositions sur le crédit en attendant éventuellement que les primes de risque se regonflent, nous maintenons pour le moment nos expositions sur les actions.** Au-delà des phénomènes de court terme et de gestions tactiques, c'est notre appréciation du scénario stabilisation/reprise, du risque de récession, ou du scénario en U ou en L, qui décidera de notre prochaine dynamique de politique d'investissement.

Benjamin Melman, Global CIO Asset Management.

Achévé de rédiger le 09/03/2020.

AVERTISSEMENT : Document non contractuel. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans cette présentation reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) et de ses filiales sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management (France). Tout investissement comporte des risques spécifiques. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque investissement indépendamment de Edmond de Rothschild Asset Management (France) et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Principaux risques d'investissement : risque lié à l'investissement dans les pays émergents, risque de perte en capital, risque lié à la détention d'obligations convertibles, risque actions, risque de taux, risque de crédit, risque sectoriel. Avertissement spécifique pour la Belgique: cette communication est exclusivement destinée à des investisseurs institutionnels ou professionnels au sens de la loi belge du 20 juillet 2004 relative à certaines formes de gestion collective de portefeuilles d'investissement. Cette communication est en outre exclusivement destinée à des investisseurs autres que des consommateurs au sens de la loi belge du 14 juillet 1991 sur les pratiques du commerce et sur l'information et la protection du consommateur.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT (France)
47, rue du Faubourg Saint-Honoré - 75401 Paris Cedex 08
Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 11 033 769 euros
Numéro d'agrément AMF GP 04000015 - 332 652 536 R.C.S. Paris
T. +33 (0)1 40 17 25 25 - F. +33 (0)1 40 17 24 42
www.edram.fr