

Présentation du

CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE ET STRATÉGIES D'ALLOCATIONS D'ACTIFS

N° 20-04

Lettre d'informations / AVRIL



QUAND
LA RÉALITÉ
RATTRAPE LA
FICTION



DE CONFINÉ À " CON IN FINE " LA LIMITE EST FINE !?

Beaucoup d'espoirs pour que le monde d'après soit différent de celui précédant la pandémie. Certes, nous pouvons espérer que les pays avancés conservent quelques mois la notion de solidarité, les besoins impérieux d'être mieux préparés pour les prochaines catastrophes, mais ne soyons pas idéalistes aveugles. Combien de millions d'individus au sein des pays émergents rêvent d'appartenir à la classe moyenne et de pouvoir rejoindre la société de consommation ? Et qu'on le veuille ou non, ce sont eux qui tireront la croissance de demain.

Alors, pour le temps présent, quelle utilité de regarder les cours, de lire les innombrables analyses des valeurs, à partir desquelles les spécialistes (payés pour cela) vous donnent des objectifs de cours en se fondant sur des estimations de baisse possible des chiffres d'affaires. Un cours du baril à 20 dollars, qui peut imaginer que ce prix restera longtemps sur ce niveau ?

Certes, de nombreuses compagnies américaines spécialisées sur le schiste iront à la faillite, faute de rentabilité, mais ceci ne peut qu'augurer des rapprochements en cascade. Certains géants de l'économie disposant de cash n'hésiteront pas à acquérir des entreprises fragilisées, devenant alors de plus gros monopoles ou oligopoles encore.

**L'économie libérale est-elle morte ?
Permettez-moi d'en douter !**

On achètera ou fabriquera quelques bonnes consciences comme un grand nombre de la gestion collective qui se drapent dans la gestion « sustainable », alors qu'à ses côtés, la plupart de ces grandes maisons, continuent de gérer des Hedges Funds qui se plaisent à vendre à découvert avec l'assentiment de certaines autorités de tutelle. Décidément, la moralité n'est pas universelle, ni aujourd'hui et encore moins demain.

Mais soyons lucides, nous sommes tous responsables. La recherche du gain à court terme qui nous anime, l'impérieux besoin des Sociétés de Gestion de se maintenir dans les classements pour de menus espoirs de collecte, sont les principaux vecteurs de ces comportements.

Alors, peuples confinés, lisez les analyses, scrutez les égarements des cours, il faut bien s'occuper, mais parfois regardez sur un horizon plus lointain. Soit le monde explose et alors vos avoirs n'auront plus qu'une valeur symbolique, soit la fin du monde est remise à plus tard et alors il serait étonnant que les cours soient plus bas dans quelques mois.

Confiner, c'est aussi donner du temps au temps.

Achévé de rédiger le 03 avril 2020
par Pascal BERNACHON



Contexte macroéconomique

1/2 - CONTEXTE ACTUEL (03/04/2020) :

QUAND ON A L'IMPRESSION DE RENTRER DANS UNE SÉRIE B DE SCIENCE-FICTION ...



Un mois de mars 2020 qui restera gravé dans nos esprits, non seulement à cause du premier confinement de notre monde moderne lié à la pandémie, mais aussi par l'intensité de la baisse des principales places boursières et autres marchés financiers.

Tandis que le MSCI World est en baisse de -20.69% sur la même période depuis le début de l'année et le Shanghai composite de seulement -9.83%.

Les marchés des principales devises sont restés plutôt calmes, tandis que sur les marchés des matières premières, l'or noir a continué sa descente aux enfers (normal il y faut bien du fuel pour chauffer et alimenter le feu :) avec des baisses de l'ordre de 50% sur le mois de mars, alors que l'or jaune a progressé fortement tout en jouant au yoyo sur le mois de mars.

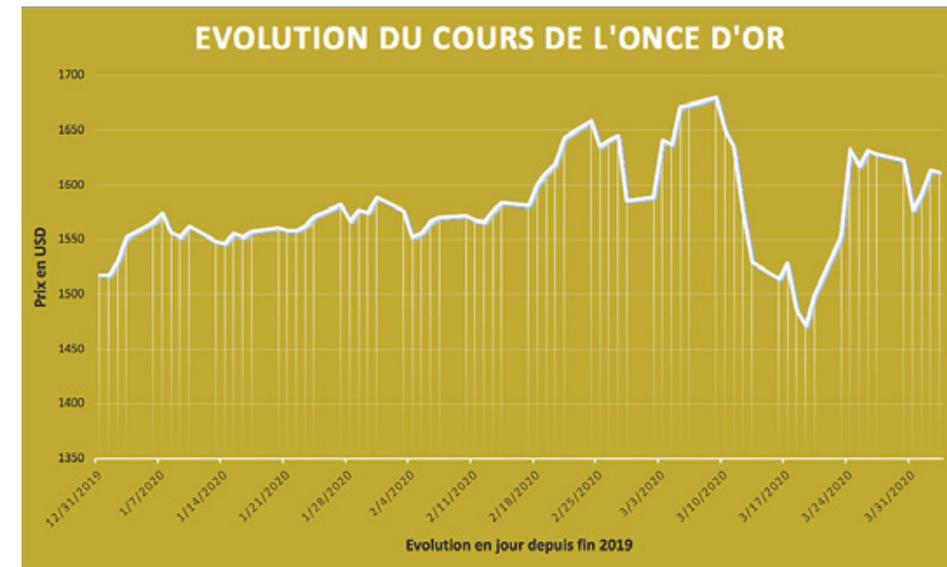
(voir graphique ci-dessous, source Bloomberg)

Les performances des principaux indices sur le mois de mars sont à :

- -17.21% pour le CAC,
- -16.30% pour l'Eurostoxx50,
- -11.89% pour le DOW Jones
- et • 10.98% pour le S&P500,

mettant respectivement ces indices depuis le début de l'année à :

- -26.46% pour le CAC,
- -25.59% pour l'eurostoxx50,
- -21.55% pour le Dow Jones
- et • -18.60% pour le S&P.



Etant donné le confinement, je pense que beaucoup d'entre vous prennent le temps de lire ou d'écouter les rapports des économistes et autres analystes et professionnels de marchés, aussi, nous n'allons reproduire dans cette partie que les informations qui nous semblent les plus pertinentes pour la suite des événements.

A aujourd'hui, nous pouvons estimer qu'il y a 50/50% de l'humanité qui est en confinement, laissant espérer pour le moment, autant de potentielles bonnes nouvelles que de mauvaises pour les quinze prochains jours à venir.

Contexte macroéconomique

2/2 - CONTEXTE ACTUEL (03/03/2020) :

Sur les comparaisons avec la crise de 2007/2008, la plupart des analystes s'accordent pour dire qu'il ne faut prendre les choses de la même façon pour les raisons principales suivantes :

- En 2008 les banques faisaient partie du problème, tandis qu'en 2020 elles font partie de la solution.
- En 2008, il a fallu deux ans pour coordonner la liquidité et la coopération entre les états et les banques centrales, alors qu'il n'a fallu que deux semaines en 2020 pour apporter une réponse massive au manque de liquidité. Nous y reviendrons plus loin.

Par ailleurs, contrairement à 2008 où la baisse s'est faite sur un long moment, la baisse actuelle a été du même ordre mais sur un intervalle beaucoup plus restreint.

La notion de durée est aussi différente entre ces deux crises, dans la mesure où là encore, tous les analystes pensent, avec prudence certes ne serait-ce qu'à cause des craintes de retour de contamination après la sortie du confinement, que cette crise sera de courte durée. La crise d'ailleurs est plutôt qualifiée de crise sanitaire et économique que financière, la crise financière étant une conséquence des mesures de confinement prises pour contrecarrer la crise sanitaire.

Sur le coût de la crise, il est annoncé à ce jour par l'INSEE un chiffre de 3 points de PIB par mois de confinement pour la France.

En ce qui concerne la croissance mondiale, le consensus des économistes l'attend en dessous de **-1.5%** contre **+3%** en début

d'année. Ce même consensus s'accorde pour la voir supérieure à 5% en 2021 voire au-delà de 6%.

Il se dégage aussi, parmi ces experts, un sentiment partagé qu'un choc de cette ampleur et rapidité ne peut avoir d'impact sur la croissance structurelle de long terme, ainsi qu'une forte conviction qu'on rattrape le temps perdu par la suite.

Ces convictions sont sûrement issues de l'analyse par ces professionnels des nombreuses mesures annoncées et immédiatement mises en place par les états et les banques centrales, et par la perspective, une fois le moment venu, des mesures d'accompagnement de la reprise. Les mesures annoncées, sont autant d'ordres fiscaux, monétaires, budgétaires...

En Europe, un QE (Quantitative Easing) de l'ordre de mille milliards d'euros a été annoncé, et la BCE a été très active ces deux dernières semaines déjà, permettant de calmer les marchés de taux et de crédits. Par mesure de comparaison, l'ampleur de ce programme est de l'ordre de la moitié du PIB français.

Aux USA, un programme de relance budgétaire de 2.2 trillions de dollars (deux mille deux cents milliards de \$) a été validé par le congrès, ce qui devrait permettre aux entreprises de passer le mois d'avril, tandis que la FED (banque centrale américaine) a déjà augmenté son bilan de l'ordre de 500 millions de dollars durant le mois de mars.

La réponse concertée des banques centrales et des états sur tous ces éléments de « policy-mix » est donc colossale, et surtout les banques centrales ont des pouvoirs et des ressources illimitées.

Toutes ces mesures ont pour but non seulement d'apporter de la liquidité, de stabiliser les marchés financiers, mais aussi d'éviter les faillites de masse et de permettre la reprise une fois la fin de la crise sanitaire venue.

Quels scénarios sont envisagés pour l'après ?

Déjà, la question est de savoir quand se situera l'après, niveau que le consensus analyse comme le point d'inflexion Mondial du nombre de cas de malade.

Sur les différents scénarios possibles, 3 sont envisagés, en « L », « U », et « V » ou « W » et vous sont décrits grâce à ce graphique **d'Aurel BGC** :



A ce stade, et de façon globale, il semble que le scénario en « L » est pratiquement écarté par tous les analystes, qui privilégient plutôt les scénarios en « V » ou « U ».

Stratégie d'investissement

1/3 - QUE PENSER DU CONTEXTE ACTUEL ?

... TELLEMENT LA CHUTE DES COURS FUT BRUTALE ET LE SCÉNARIO DU CONFINEMENT MONDIAL IMPRÉVISIBLE.

Nous n'avons pas su faire suffisamment preuve de discernement le mois dernier, eu égard à notre optimisme inné et à l'impréparation de nos états et gouvernants. Il est vrai néanmoins que ce qui s'est passé était loin d'être prévisible. Nous avons sous-estimé les effets des mesures de confinement, pensant, comme cela s'était passé pour la Chine, que les marchés corrigeraient certes, mais pas autant, ainsi que la durée du confinement.

A ce stade de la crise, qui, il faut bien le rappeler, ne sera en toute logique qu'éphémère, que devons-nous penser et faire ?

En ce qui concerne les marchés financiers, la correction a été violente, sur TOUS les marchés, actions, obligations et matières premières.

Pour les marchés actions, il se sont mis à refléter les attentes fortement en baisse des profits pour 2020, comme à l'image des révisions et attentes de **GOLDMAN SACHS** pour l'Europe au 26 mars :

Durant la première phase de baisse, il n'y a pas eu de distinction entre les différents types d'actions, values ou growth, qui ont plongé ensemble suite aux ventes massives issues des sorties des fonds, des ventes d'ETF et autres automates de marchés (en 2008 il y avait 20% de flux d'automates et de gestion passive, là ou en 2020 il y en a sûrement 80%).

Les marchés obligataires ont quant à eux souffert du manque de liquidité, qui est en train de se résorber grâce à l'intervention massive des banques centrales, mais reflètent néanmoins les craintes sur la solvabilité des entreprises au travers des écarts de taux avec ceux des états. Que ce soit les entreprises bien notées (Investment Grade) que les moins bien (High Yield), de fortes tensions sont apparues en ce mois de mars sur les taux de leurs obligations. Il est clair que la question de solvabilité se pose plus sur les obligations HY, que sur les autres. Et malheureusement pour elles, ce ne sont pas ces titres que les banques centrales achètent. Le taux de défaut qui était faible et non représentatif à cause de la forte demande pour du rendement pré-crise, risque de fortement remonter post crise.

Enfin, la baisse des matières premières, hormis des métaux précieux, est un mouvement classique en cas de crise, car il représente une anticipation de baisse de la demande et de la consommation mondiale. Il a été massif, comme nous l'évoquions en introduction, pour le pétrole, mais tend à se reprendre avec des possibles accords entre Poutine, Trump et le rois d'Arabie Saoudite (MB).

	GS Strategy top-down				Factset consensus bottom-up			
	2019E	2020E	2021E	2022E	2019E	2020E	2021E	2022E
SXXP EPS yoy growth	1%	-45%	50%	11%	3%	-3%	12%	10%
EPS level	25.3	13.9	20.9	23.2	25.8	25.0	28.0	30.6
SXXP ex Financials EPS yoy growth	0%	-41%	48%	10%	0%	-2%	14%	11%
Sales yoy growth	2%	-18%	16%	4%	2%	-2%	5%	4%
Net income margin (level, %)	7.0	5.0	6.4	6.8	6.9	6.9	7.5	8.0
Change in net income margin (%)	-2	-28	28	6	-2%	0%	8%	6%
Change in net income margin (bp)	-12	-195	140	40	-17	1	59	47
Financials EPS yoy growth	4%	-55%	55%	15%	11%	-6%	6%	6%

Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Stratégie d'investissement

2/3 - QUE PENSER DU CONTEXTE ACTUEL ?

Néanmoins, il ne faudra tout de même pas s'attendre à des miracles dans les mois à venir, car la reprise de tous les secteurs d'activités n'est pas certaine ni acquise.

Dans ce contexte, il y a donc eu des mouvements de baisse intempestives, voire exagérées qui ont été corrigés en partie dans la phase de rebonds des marchés actions entre le 23 mars et le 26 mars. Néanmoins, nous ne sommes pas certains que la baisse soit terminée.

A cela une raison principale qu'est le vecteur d'incertitude liée à la durée du confinement, une raison liée au retard pris par les USA dans l'entrée dans la crise sanitaire et une raison « technique » de phase de marché qui est consécutive à l'incertitude présente :

- 1- Nous pensons que nous n'avons malheureusement pas atteint encore le point d'inflexion de la pandémie au niveau mondial, et que celui-ci devrait être atteint simultanément avec celui concernant les USA. L'atteinte de ce point contribuera sérieusement à baisser l'incertitude sur les dates de fin de confinement.
- 2- Nous pensons que nous allons avoir de mauvaises nouvelles en provenance des USA qui risquent de paniquer un peu plus les marchés, même s'ils s'y attendent.
- 3- Nous pensons que les marchés actions n'ont pas fini leur phase de consolidation, mouvement en 5 phases, et qu'ils ont juste commencé sa dernière phase depuis le haut du 26 mars. En pratique, cette dernière phase de baisse pourrait conduire les marchés dans le meilleur des cas sur les bas atteints le 23 mars, et dans le pire, sur les niveaux bas de la mi-février 2016.

Les graphiques ci-après illustrent nos propos (source Investing / Allocations & Conseils) :



Sur le CAC comme le DOW JONES, la remontée s'arrête à 38.2% de la baisse totale.



Sur le DOW JONES comme le CAC, la remontée s'arrête à 50% de la dernière vague (3) de baisse.

Stratégie d'investissement

3/3 - QUE PENSER DU CONTEXTE ACTUEL ?

A propos de ces 4 graphes, nous voulons simplement évoquer le fait qu'un mouvement impulsif, comme nous pensons qu'est ce mouvement initié mi-février par les craintes des répercussions sur l'économie liées au confinement, se fait en 5 vagues, et qu'il n'est donc pas encore terminé. C'est la mauvaise nouvelle. En revanche, la bonne, est que c'est dans ce mouvement, quelque part entre maintenant et les bas attendus qui seront sûrement atteints dans les quinze jours qui viennent, qu'il faudra renforcer les positions en risques actions, notamment.

En ce qui concerne les autres classes d'actifs, nous ne souhaitons pas investir sur l'Or jaune aux présents niveaux, et ne pensons pas que les tracasseries qui pèsent sur le cours de l'or noir sont finis pour autant, même si le triumvirat Poutine-MB-Trump scelle prochainement un accord. En ce qui concerne les obligations, nous pensons qu'il faut rester à l'écart des fonds High Yield purs sauf à connaître leur composante et s'assurer que les titres détenus ne seront pas sujets à défaut. Nous privilégions plutôt les fonds de dettes subordonnées bancaires ou assurance, voire corporate, mais là encore conseillons de bien regarder le nom de l'émetteur sur ce dernier point.

Pour les fonds actions, nous privilégions toujours les fonds mondes, avec un biais growth (croissance) et si possible « IR » (Investissement Responsable), ainsi que certaines thématiques, qui auront pour nous plus de potentiels de rebond.

Une liste des fonds que nous privilégions et un processus d'investissement vous est donné dans la partie suivante.



Stratégie d'investissement

QUELLE POLITIQUE D'INVESTISSEMENT METTRE EN PLACE ?

**RENFORCER LES POSITIONS
DE RISQUES DE FAÇON PLANIFIÉE...**

Pour découvrir la suite de nos recommandations et nos arbitrages du mois, contactez-nous ou souscrivez à notre service.

Achévé de rédiger le 05 avril 2020
par Olivier BLITZ



AVERTISSEMENTS

Ce document a été réalisé par la société Allocations & Conseils, reflétant ses convictions, n'est diffusé qu'à titre informatif.

Les informations contenues ne constituent en aucun cas une incitation à acheter ou à vendre des titres, ni une quelconque sollicitation ou offre de souscription aux fonds d'investissement décrits dans le présent document.

La société Allocations & Conseils peut percevoir une quote-part de rétrocession sur frais de gestion liés à certains OPC qu'elle conseille.

Il est rappelé aux destinataires de ce document qui envisageraient de souscrire aux fonds décrits dans ce document qu'une telle opération doit être exclusivement envisagée sur la base des informations figurant dans le prospectus des fonds, qui peuvent être différentes de celles présentées dans le présent document.

Aucune garantie, exprimée ou implicite, ne saurait être attachée au présent document, ni de la part de la société, ni de ses dirigeants, en ce qui concerne l'exactitude, l'intégralité ou la précision des informations qui y sont contenues. De la même façon, la société et ses dirigeants déclinent toute forme d'engagement ou de responsabilité auprès de ceux qui auront pris connaissance de ce document.

La distribution de ce document peut être légalement interdite dans certains pays. Il appartient donc aux personnes qui en prennent connaissance de s'assurer par elles-mêmes qu'elles ne résident pas dans ces pays concernés, et le cas échéant d'en respecter les restrictions législatives. La distribution de ce document dans ces pays est susceptible de représenter une atteinte à la Loi.

Les performances passées ne sauraient préjuger des performances futures. Les investisseurs sont susceptibles de subir de lourdes pertes par rapport à leur investissement initial selon l'évolution des marchés et des cours de change. De même que les données présentées se réfèrent à des simulations des performances passées et ne préjugent en rien des performances futures.

Les performances présentées sont les simulations de performances historiques de portefeuilles-types, utilisées comme indicateurs par la société pour le service d'allocations. Ces performances, qui sont brutes de toutes commissions, redevances et autres charges, n'intègrent donc pas l'impact des frais de gestion et / ou de transactions facturés par un quelconque teneur de compte et/ou le cas échéant par le récepteur-transmetteur d'ordres. La méthode de calcul des performances des portefeuilles-types et des indices de référence, ainsi que la composition des indices de référence sont disponibles sur simple demande auprès d'Allocations & Conseils.

Édition électronique
<http://allocationsetconseils.fr/>
Directeur de la publication : Olivier Blitz
Comité de rédaction :
Olivier Blitz, Pascal Bernachon
Crédits photos : I-stock / Réf. 045-20-04

Les indications de performances, qui résultent des simulations, ne sont pas certifiées et ne sont fournies que pour illustrer la présentation générale du service de conseil en allocation que propose Allocations & Conseils, ce service nécessitant, pour être mis en œuvre, la fourniture d'informations complémentaires et la présentation de documents précontractuels et contractuels.

Certains mouvements peuvent ne pas impacter la totalité des portefeuilles gérés en raison de leur nature, de leur taille ou des contraintes qui leur sont propres. Les publications d'opérations réalisées ou à venir décrites dans la partie « stratégie d'investissement » ne constituent pas une recommandation d'investissement personnalisée.

Elle ne contient aucune recommandation d'acheter, de vendre ou de conserver un ou plusieurs instrument(s) financier(s) relatif(s) à un ou plusieurs émetteur(s) et ne peut donc être considérée comme tel.

© A&C2020. Le contenu de cette communication, tout comme les logos et dénominations commerciales d'Allocations & Conseils sont couverts par le droit d'auteur. Tous droits réservés.



Allocations & Conseils
Le Palacio- Bureau 577
11 rue Tronchet - 75008 Paris - France

<http://allocationsetconseils.fr/>



Allocations & Conseils, SAS au capital de 78 450 euros / RCS Paris 823517651 / Enregistrée à l'ORIAS sous le numéro 16006461 / Conseiller en investissements financiers membre de l'ANACOFI, Association Agréée par l'AMF - OC045©2020 - Crédits photos I-STOCK