

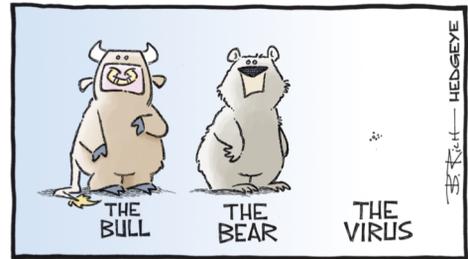


ODDO BHF

Poison et antidote

MARKET FLASH

2 AVRIL 2020



Virus est un petit mot latin qui signifie poison... Et c'est bien à un empoisonnement de l'économie mondiale que l'on assiste. Depuis environ trois semaines, pour ralentir l'expansion du coronavirus et préserver ainsi les capacités hospitalières, les pays d'Europe et les États-Unis ont mis en place des mesures de confinement sur l'ensemble ou une large partie de leur territoire. Cela implique de limiter les déplacements et les activités à ce qui est strictement essentiel, autrement dit de fermer tout ou partie de l'économie. Les premières données qui remontent du terrain permettent de mesurer le coût de cette politique. Il est considérable.

Selon les estimations préliminaires du FMI, de l'OCDE et des instituts de statistiques en France et en Allemagne, nos économies tournent désormais de 25% à 35% au-dessous de ce qui était leur niveau d'activité pré-choc. Faut-il préciser qu'on n'a jamais connu un tel bouleversement en un si court laps de temps. ! Chaque semaine de confinement réduit le PIB d'au moins un demi-point de pourcentage.

Un confinement de six semaines est désormais une hypothèse basse en Europe et aux États-Unis. Si le pic de l'épidémie est franchi sur cet intervalle alors une levée du confinement sera envisagée, mais cela prendra aussi plusieurs semaines. On peine à imaginer un retour à la vie normale avant le début de l'été au plus tôt. Sous ces hypothèses, le choc avoisinerait de 5 à 7 points de PIB dans les pays développés. Ce sont là des hypothèses acceptables, avec une alternative qui penche pour un confinement plus long et une remise en route plus étalée. On pourrait alors doubler la mise.

Une grave récession est inévitable, mais en un sens, elle fait partie du traitement de la crise sanitaire. Il faut toutefois éviter qu'un choc *temporaire* ne crée un dommage *permanent*. La seule politique publique censée consiste à compenser la perte de revenus des ménages, à préserver la capacité de production, et faire en sorte que ni l'économie réelle, ni les banques ou les marchés, ne manquent de liquidité. C'est plus facile à dire qu'à faire. Les responsables de politique économique ont parfois tâtonné, mais désormais, les mesures monétaires et budgétaires ont, combinées, une masse critique imposante.

À court terme, il s'agit moins de stimuler la demande (cela n'a pas grand sens tant que l'offre est contrainte) que de limiter au maximum la perte de potentiel productif. C'est pourquoi dans la plupart des pays, les mesures de politique économique visent à encourager le chômage partiel plutôt que les licenciements secs, à étaler les charges des entreprises (impôts, loyers, crédit) plutôt que de les acculer au dépôt de bilan, et surtout à éviter un rationnement du crédit. La fourniture de liquidité dans des proportions adéquates est ce qui fera la différence dans cette récession. On est désormais certain qu'elle sera sévère, mais il n'y a pas de fatalité à ce qu'elle soit longue.

Pour cela, il ne faut pas lésiner sur l'antidote, et son administration rapide. C'est l'une des leçons de la crise financière de 2008. Il est inutile de fantasmer sur des périls imaginaires (par exemple, le risque inflationniste faisant suite à l'expansion du bilan des banques centrales). Il est même certainement préférable de ne pas brider la réaction de politique économique à cause de l'aléa moral.

ODDO BHF

12, boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 France – Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 – Fax : 33(0)1 44 51 85 10 – www.oddo-bhf.com
ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 70 000 000 € – RCS 652 027 384 Paris – agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'

assurance sous le numéro 08046444.

www.oddo-bhf.com



ODDO BHF

Sans doute, il y aura des passagers clandestins cherchant à profiter indûment de l'aide publique, mais ce n'est pas un problème de premier ordre.

Le choc du coronavirus met à rude épreuve la solidité de l'Europe et ravive les plaies de la crise des dettes souveraines qui s'est déroulée de 2010 à 2015. À l'époque, certains pays "vertueux" avaient jugé, avec une joie mauvaise non dissimulée, que la crise des pays "laxistes" était la sanction de leurs excès. Certains tiennent les mêmes propos aujourd'hui. Pourtant cette fois, le choc est purement exogène et frappe tout le monde. C'est typiquement là qu'on attendrait de l'Europe une réponse unie, coordonnée, capable de dépasser les écarts entre pays (il y en aura toujours). Sur le principe, cela fait sens d'avoir un financement mutuel des mesures de soutien liées à la crise du coronavirus (les fameux et controversés « coronabonds ») avec, en contrepartie, il va sans dire, une gestion mutuelle de ces dépenses.

Reconnaissons que les obstacles politiques sont difficiles à surmonter. À court terme, il n'y a pas à redouter une fragmentation de la zone euro car la BCE veille à ce que tous les pays puissent se financer dans des conditions très favorables. Sur le long terme, le débat reste ouvert et tout est possible. Cette crise risque d'attiser le sentiment anti-européen. L'exemple du Royaume-Uni et du Brexit doit nous rappeler que cela peut amener jusqu'au divorce.



Bruno Cavalier

Chief Economist
ODDO BHF

Market update - Où se trouvent les opportunités ?

Le monde est sans aucun doute en pleine récession. Mais le plus important pour les investisseurs ce sont les hypothèses de valorisation. Avec toute l'humilité qu'un tel exercice requiert, voici nos principales convictions :

- La croissance devrait reprendre au troisième trimestre, car les mesures prises pour compenser la lenteur initiale de la réaction à la crise ont été mises en place et sont actuellement mieux calibrées pour réduire la détresse économique. Les mesures de soutien dureront plus longtemps que la crise sanitaire.
- Un soutien monétaire continu et des mesures de relance budgétaire sans précédent devraient contribuer à la reprise lorsque les entreprises ouvriront à nouveau et que les travailleurs auront retrouvé leur emploi.
- Les investisseurs devraient maintenir une position neutre par rapport aux actions mondiales, mais commencer à surpondérer les grandes actions européennes de qualité. À l'inverse, les actions américaines seront à la traîne par rapport à leurs homologues étrangères au cours des 12 prochains mois.
- Le dollar américain a certainement atteint un sommet. Un dollar plus faible devrait contribuer à faire monter les prix des matières premières et à limiter la pression sur les secteurs plus cycliques du marché boursier sur un horizon de 6 mois.
- Les spreads de crédit européens à haut rendement devraient se resserrer au cours des 12 prochains mois, les spreads commencent à offrir une prime suffisante face au risque de défaut. Néanmoins, nous préférons le crédit Investment grade sur une base de rendement/risque grâce au soutien des banques centrales.

ODDO BHF



ODDO BHF

- Commencez à acheter du pétrole. Pourquoi maintenant ? Sans un effort concerté des principaux producteurs, essentiellement l'Arabie Saoudite, la Russie et les producteurs américains de gaz de schiste, pour freiner la production, l'offre mondiale de stockage sera épuisée et les prix du pétrole passeront bien en dessous de 20 dollars le baril pour forcer la production à s'arrêter. Des courtiers comme Glencore ou Trafigura ont profité de l'effet de contango pour augmenter leurs positions et ensuite leurs stocks et vendre leurs barils à terme. Pour rappel, les contrats sur le pétrole à échéance mai 2020 se négocient à 20 \$/baril, et ceux à échéance janvier 2021 à 33,5\$. Comme les stocks montent en flèche suite aux chocs massifs de l'offre et de la demande, les prix vont chuter à 20\$ le baril, à moins que la politique n'entre en jeu. Cela a déjà commencé avec M. Trump qui a appelé hier M. Poutine et M. Bin Salman. Mais plus qu'une "discussion productive", nous avons besoin d'actes. La situation devenant critique, nous nous attendons à des annonces de réductions de la production dans les jours à venir. Une fois que les réductions commenceront, les prix rebondiront. La demande va également commencer à se redresser cet été, ce qui contribuera également à faire monter les prix. Pour 2020, nous nous attendons à ce que le prix du Brent se rétablisse à un minimum de 30\$/baril après avoir chuté de 57\$/baril au début de l'année, soit un rendement de 50%.

Les prix du pétrole et des obligations à haut rendement ont récemment pris un certain retard par rapport au début de normalisation que nous avons observé.

A moyen et long terme, nous pensons qu'ils offrent un bon point d'entrée.

Soyons clairs : nous ne recommandons pas un *all-in* car l'incertitude reste élevée mais les dislocations du marché ont créé des opportunités.

Prenez soin de vous.



Laurent Denize

Global co-CIO
ODDO BHF Asset Management



Jan Viebig

CIO
ODDO BHF TRUST

Avertissement

Ce document a été préparé par ODDO BHF dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF.

Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de ODDO BHF.

Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.

ODDO BHF