

Point Marchés

28 février 2020

En 2003, la Chine a été le principal foyer de l'épidémie du SRAS, comme cela est le cas aujourd'hui avec celui du Coronavirus depuis fin 2019. La grande différence entre ces deux dates, c'est qu'en 2003 le monde n'avait pas besoin de la Chine économiquement parlant, ce qui n'est plus vrai aujourd'hui compte tenu du poids considérable de l'Empire du Milieu dans des secteurs comme le tourisme, le textile, l'informatique, l'électronique, l'automobile, la pharmacie, la chimie...

Un début d'année positif pour les marchés

Jusqu'au 19 février, les marchés ont continué de monter alors que l'épidémie sévissait. Cette complaisance était surprenante mais les indicateurs économiques restaient bien orientés et le cours du pétrole à la baisse alimentait la détente des taux réels et le reflux des anticipations d'inflation. Il était pourtant logique que les marchés financiers corrigent, lorsque que l'on sait que les mesures de confinement touchent des villes et des provinces qui pèsent plus 50% du PIB de la Chine, soit environ 10% du PIB mondial.

Une première baisse, suivie d'autres...

La première baisse de marché est finalement intervenue sur un « repricing de la croissance mondiale ». En effet, une croissance mondiale autour de 3% n'est pas compatible avec une croissance des bénéfices de 10% (un chiffre de 0% semble plus cohérent).

La deuxième phase de baisse des marchés correspond à une crainte avérée de diffusion à d'autres zones géographiques du virus, alors même que la situation se stabilise à l'épicentre du foyer en Chine. Il est même normal que les investisseurs soient inquiets lorsqu'une extension de ce confinement est envisagée pour l'Italie du nord (Lombardie, Vénétie), la Corée du Sud, le Japon et on le redoute, certains états américains.

Mais l'ampleur de la baisse reste étonnante, même si l'incertitude demeure. Cela s'explique par la nature des marchés financiers et le poids des gestions passives ou de risk-parity, la baisse des taux sans risque ne suffisant pas à endiguer ce mouvement.

Un impact mondial

Le monde se trouve face à une possibilité de choc d'offre d'une ampleur comparable à la crise pétrolière des années 1970. Et, dans ce genre de scénario, la seule solution serait une baisse des taux d'intérêt, bien venue pour éviter une crise de liquidités. Mais elle ne peut pas régler à elle seule tous les problèmes si la situation perdure. En effet, que peut faire une baisse de taux directeur en cas de stress de trésorerie des entreprises ? Une intervention des États serait alors nécessaire pour éviter un décrochage de l'économie.

Or, c'est sur ce plan que le bât blesse, notamment en Europe. En effet, cette crise sanitaire intervient à un moment où les finances publiques de nombreux États sont dans une mauvaise posture. Il serait illusoire de compter sur une relance à l'échelle internationale. Certains pays comme l'Allemagne, prise en étau par un renchérissement du coût des intrants suite au choc d'offre et par un affaiblissement des échanges mondiaux en Asie, pourraient agir pour soutenir un appareil productif déjà au bord de la récession avant même l'apparition de l'épidémie du Coronavirus.

Implications économiques

Le scénario le plus probable est celui d'un caractère temporaire de cette crise sanitaire, notamment en cas de remontée des températures. Dans ces conditions, il est intéressant de distinguer les effets à court, moyen et long terme.

A court terme : une crise cantonnée et une action coordonnée des banques centrales

- C'est en Chine, épicerie de la crise, que les conséquences seront les plus importantes et dans les autres pays d'Asie, compte tenu d'une grande imbrication de ces pays dans la chaîne de production chinoise.
- Ailleurs, en Europe et aux Etats-Unis, ces effets négatifs devraient être cantonnés au premier trimestre.
- Les effets seront amplifiés compte tenu du poids de la Chine dans le PIB mondial et dans les chaînes d'approvisionnement.
- Au final, l'impact devrait être supérieur à l'estimation de 0,1% attendu en 2020 par le Fonds monétaire international (FMI).
- Les craintes d'une récession, exagérées à ce stade (choc d'offre et non de demande), vont pousser les investisseurs à recourir au « flight to quality » pendant encore une dizaine de jours avant que l'on ait des nouvelles montrant une situation sous contrôle en Italie et en Corée. Le rendement du taux à 10 ans américain pourrait encore perdre une dizaine de points de base et se rapprocher du seuil de 1,0%. L'inversion de la courbe des taux qui interviendrait suite à ce mouvement va pousser la Fed à communiquer pour éviter que ces anticipations auto-réalisatrices ne deviennent une réalité. En pleine campagne électorale, Trump usera de tout son poids sur Twitter pour faire évoluer la position de l'institution financière américaine.
- C'est la raison pour laquelle les banques centrales devraient abaisser leurs taux d'intérêts. Le marché s'attend ainsi à une baisse des benchmarks de la Réserve fédérale dès le mois d'avril.
- Cette annonce de la Fed devrait ramener le calme sur le marché des actions qui resteront encore sous pression jusqu'à mi-mars avant d'entamer une forte remontée. Cela provoquera une remontée des taux longs aidée par la faiblesse de l'inflation.

A moyen terme : rattrapage au second semestre

- La situation de certains secteurs restera délicate. On n'imagine mal un touriste voyager deux fois plus au deuxième trimestre parce qu'il n'a pas voyagé au premier trimestre. Cela va surtout concerner le transport aérien, le tourisme, etc.
- La baisse des taux et la chute des prix du pétrole devraient être un puissant soutien à un rebond de l'activité.
- Cela soutiendra le retour à la normale sur les marchés financiers et permettra aux indices de finir l'année 2020 en progression d'environ 5% (par rapport au niveau du 31/12/2019).

A long terme : une démondialisation ?

- L'entrée de la Chine dans l'organisation mondiale du commerce (OMC) le 11 décembre 2001 fait que nous devons désormais apprendre à vivre avec ce genre d'épizootie en provenance de Chine.
- Dans ces conditions, certaines entreprises pourraient intégrer dans leurs réflexions la répétition de ce genre d'épidémie et les effets des mesures de confinement dans leurs stratégies. Cela pourrait inciter certaines sociétés à relocaliser, ce qui accélèrera le mouvement de démondialisation déjà en œuvre depuis l'élection de Donald Trump en 2016.

Implications financières

- **A court terme** : baisse de taux des banquiers centraux. Taux longs négatifs.
- **A moyen terme** : rattrapage
- **A long terme** : coup fatal à la mondialisation ?

Conséquences sur l'allocation

En dehors de l'effet « acheter dans les creux de marché » que l'on peut jouer, il n'en demeure pas moins que cette crise a et aura des conséquences sur la croissance mondiale, sur les entreprises - notamment celles frappées au cœur de leur activité – et sur la chaîne de valeur.

En termes de valorisation, les indicateurs ne nous semblent pas forcément attractifs. Néanmoins, dans une perspective de sortie de crise, un rebond en en forme de V ne peut pas être ignoré. Mais, pour cela il faudra des signes tangibles de contrôle de l'épidémie.

Relativement aux obligations les actions nous semblent plus attractives à condition d'être en capacité de subir la volatilité des marchés à court terme qui pourrait se prolonger.

Karamo Kaba – Directeur des études économiques

Olivier Guillou – Directeur de la gestion

**Votre interlocuteur habituel reste à votre disposition
pour toute information complémentaire**