

## EDITO

### Faut-il craindre un « corona bear market » ?

D'une crise sanitaire à la menace d'un credit crunch : les pressions déflationnistes s'intensifient à court terme, augmentant un risque supplémentaire d'ajustement de valorisation des actifs risqués.

C'est la première fois dans l'histoire que nous vivons en temps réel une épidémie. Le passage en mode pandémique du COVID-19 a ajouté une dimension globale au virus, à l'instar des grandes pandémies meurtrières qui ont jalonné l'histoire (la peste noire de 1346-1353, la variole de 1518-1800, la peste de Londres de 1665-1666, la peste de Marseille de 1720, le choléra en 1832, la grippe espagnole de 1918, le Sida à partir de la fin des années 70). Dans la plupart des cas, les conséquences ont été désastreuses, avec plusieurs millions de morts, emportant une partie importante de la population. Tel n'est pas le cas dans la crise sanitaire actuelle, qui s'apparente davantage comme un grain de sable pour les marchés financiers et l'économie mondiale, dont les répercussions ne sont pas encore connues.

La réaction initiale des marchés financiers a suivi le manuel de l'investisseur face à un choc exogène extra-financier : une baisse ponctuelle avec une récupération rapide (le profil en V). Le second épisode a été dominé par la propagation de l'épidémie en dehors de la Chine et les mesures de confinement prises par les autorités. La pratique de la quarantaine, qui est la toile de fond du roman *La Peste* d'Albert Camus, est une pratique ancienne du monde maritime (Conseil de Raguse, 1377), qui a un coût économique très élevé, supérieur à celui d'une récession classique. Toutefois, il se peut que la non-gestion d'une pandémie ait un coût encore plus élevé. Une étude de la Banque mondiale datant de 2012 indique un coût de 5 points de PIB mondial et 70 millions de vies humaines dans un scénario pandémique grippal non géré.

Le choc actuel pourrait se traduire par un passage du taux de croissance de la Chine de 6% en 2019 à 1% en 2020. Quant à l'économie mondiale, son taux de croissance pourrait être divisé par deux. Les canaux de transmission sont triples :

1. un freinage brutal des échanges du commerce international, avec un impact direct de la Chine causant une récession manufacturière ;
2. un impact brutal sur les secteurs des transports et du tourisme ;
3. Un effet via les chaînes de production, frappant les secteurs du commerce de détail et les producteurs.



Les quatre cavaliers de l'Apocalypse  
Enluminure de Beatus de Facundus (1047)  
Bibliothèque nationale d'Espagne

**Emmanuel Ferry**

Directeur des Investissements  
+41 22 316 02 16  
emmanuel.ferry@parisbertrand.com



Le troisième épisode concerne la réaction des autorités monétaires, en particulier la Fed. On sait qu'en cas de choc de demande, il faut intervenir sur le plan monétaire, en abaissant les taux directeurs, ce qui alimente la thèse du profil en V. Mais en cas de choc d'offre, qui est désormais le cas qui nous concerne, il faut davantage agir sur le levier budgétaire (laisser jouer les stabilisateurs automatiques), accorder des délais de paiement aux entreprises, intervenir dans les secteurs les plus sinistrés. La baisse inter-meeting de la Fed (-50pb de base à 10 jours ouvrables du FOMC de la Fed) a soulevé plusieurs questions.

Les détenteurs inter-meeting interviennent toujours après la réalisation d'un choc économique et financier (LTCM en 1998, 11 septembre 2001, *quant crisis* en 2007, Lehman en 2008). Dans le cas présent, elle a davantage réagi à la forte remontée des conditions monétaires et financières et à la variation du stress financier. Ce caractère très préventif a eu pour effet d'intensifier les pressions déflationnistes (chute des anticipations d'inflation, taux d'intérêt à 10 ans US sous le seuil de 0.5% et le 30 ans sous les 1% pour la première fois de l'histoire).

On entre alors dans le quatrième épisode, celui de l'ajustement de valorisation des actifs risqués. Le P/E du S&P500 avait approché les 20x en janvier 2020, soit un retour sur le pic de janvier 2018. La compression en dessous de 15x en décembre 2018 correspondait à l'entrée dans un marché baissier Actions qui a été interrompu par la forte inflexion monétaire de début 2019. Le P/E actuel de 17x semble encore trop élevé, d'autant qu'une récession technique des bénéfices semble probable.

L'effondrement des taux longs s'accompagne d'une augmentation de la prime de risque, dont le niveau associé à un stress financier (près de 600 points de base) signifie un P/E proche de 15x. Le grain de sable du Coronavirus reflète la vulnérabilité du système financier (marché interbancaire, microstructure de marché) et les déséquilibres accumulés (taux d'endettement global de plus de 320% du PIB). Le risque est désormais celui d'une spirale déflationniste, dont les effets sur les marchés sont bien plus rapides que les effets d'une récession ou d'une stagflation. Ce risque sera contré par les banques centrales, mais le bas niveau actuel des taux proche de zéro conduit à envisager des solutions extrêmes, comme la monétisation de la dette publique par les banques centrales, ce qui renforce l'appétit pour l'or.

Le virus pourrait alors être un *game changer* à trois niveaux :

1. sur le plan politique, regain de populisme et retour de l'Etat (dé-globalisation, protectionnisme, nationalisation implicite des banques, soutien budgétaire et social) ;
2. pressions déflationnistes à court terme, regain d'inflation à moyen terme ;
3. instabilité financière accrue avec menace de credit crunch et de crise du crédit corporate.

Enfin, cette crise nous rappelle trois règles immuables de l'investissement :

1. Le marché obligataire a toujours raison ;
2. La diversification est le seul free lunch en finance ;
3. Les sell-offs indiscriminés offrent des points d'entrée pour les actifs de qualité, dont la détention est à privilégier en fin de cycle.

**Emmanuel Ferry**

Directeur des Investissements  
+41 22 316 02 16  
emmanuel.ferry@parisbertrand.com

## Disclaimer

Le présent document a été préparé par Banque Pâris Bertrand SA, Genève, Suisse, ci-après dénommée « PB ».

Ce document ne doit être distribué que dans les conditions autorisées par la loi en vigueur. Il n'a aucun rapport avec les objectifs d'investissement spécifiques, la situation financière ou les besoins particuliers d'un destinataire. Il est publié uniquement à des fins d'information et ne doit pas être interprété comme une sollicitation, un outil financier connexe ou une offre d'achat ou de vente de titres.

Ce document n'est pas destiné aux personnes qui sont citoyens, domiciliés ou résidents, ou entités enregistrées dans un pays ou une juridiction où sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation violeraient les lois et réglementations en vigueur.

Aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est donnée concernant l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité des informations contenues dans ce document, qui ne se prétend pas non plus être un énoncé complet ni un résumé des titres, des marchés ou des développements qui y sont mentionnés. Les destinataires ne doivent pas le considérer comme un substitut à l'exercice de leur propre jugement. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont sujettes à modification sans préavis ou peuvent être contraires aux opinions exprimées par d'autres secteurs d'activité ou entités. En raison de l'utilisation d'hypothèses et de critères différents, PB n'a donc aucune obligation d'actualiser ou de maintenir à jour les informations contenues dans ce document. PB, ses administrateurs, dirigeants, employés et/ou clients peuvent avoir ou ont eu des intérêts, des postes longs ou courts dans les titres ou autres outils financiers mentionnés ici et peuvent à tout moment faire des achats et/ou des ventes en tant que mandataire principal. PB peut agir ou avoir agi en tant que teneur de marché dans les titres ou autres outils financiers décrits dans ce document. En outre, PB peut avoir ou avoir eu des relations avec ou peut fournir ou avoir fourni des services bancaires d'investissement, des marchés des capitaux et/ou d'autres services financiers aux sociétés concernées.

Ni PB, ni aucun de ses administrateurs, employés et/ou agents ne peut être tenu pour responsable de pertes ou dommages résultant de l'utilisation de tout ou partie de ce document.

Les investissements potentiels décrits dans ce document ne conviennent pas à tous les investisseurs et leur achat et leur détention comportent des risques importants. Les investisseurs potentiels doivent être familiarisés avec les outils présentant les caractéristiques de tels investissements et comprendre parfaitement les termes et conditions énoncés dans ce document qui s'y rapportent, ainsi que la nature et l'étendue de leur exposition au risque de perte. Avant de vous engager dans une transaction, il est recommandé de consulter vos conseillers juridiques, réglementaires, fiscaux, financiers et comptables dans la mesure où vous le jugez nécessaire pour prendre vos propres décisions en matière d'investissement, de couverture et de négociation.

Toute transaction entre vous et PB sera soumise aux dispositions détaillées de la fiche de conditions, des systèmes de confirmation ou des systèmes de rapprochement électronique relatifs à cette transaction. En outre, les investisseurs potentiels doivent déterminer, sur la base de leur propre examen indépendant et des conseils juridiques, commerciaux, fiscaux et autres qu'ils jugeront appropriés selon les circonstances, que l'acquisition de tels investissements (i) est pleinement compatible avec leurs besoins, leurs conditions et leurs objectifs financiers, (ii) est conforme et totalement cohérente avec tous les documents constitutifs, les politiques d'investissement, les lignes directrices, les autorisations et les restrictions (y compris vis-à-vis de sa capacité) qui leur est applicable, (iii) a été dûment approuvée conformément à toutes les lois et procédures applicables, et (iv) est un instrument qui leur est approprié, adapté et convenable.

Les performances antérieures ne sont pas nécessairement indicatives de rendements futurs. Les taux de change de la devise étrangère peuvent avoir une incidence défavorable sur la valeur, le prix ou le rendement d'un titre ou outil connexe mentionné dans cette présentation. Les clients souhaitant effectuer des transactions doivent contacter leurs représentants locaux. Des informations supplémentaires seront disponibles sur demande.

Il ne peut y avoir aucune assurance ou garantie que les rendements indiqués dans ce document seront atteints.

Dans le cadre de certaines informations sur les rendements, certaines hypothèses matérielles ont été utilisées. Ces hypothèses et paramètres ne sont pas les seuls qui auraient pu raisonnablement être choisis et, par conséquent, aucune garantie n'est donnée ni ne peut être donnée quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou le caractère raisonnable de tout rendement attendu. Aucune représentation ou garantie n'est donnée qu'une performance indicative ou un rendement indiqué sera atteint dans le futur. En outre, PB ne fait aucune déclaration ni ne donne aucune garantie, expresse ou implicite, quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou l'adéquation à des fins particulières de la méthode de calcul utilisée. En aucun cas PB n'assurera de responsabilité pour a) toute perte, dommage ou autre préjudice causé par ou lié à, en tout ou en partie, une erreur quelconque (par négligence ou autrement) de PB liée à la compilation, l'analyse, l'interprétation, la communication, la publication de l'émission de cette méthodologie, ou b) tout dommage direct, indirect, spécial, consécutif, accessoire ou compensatoire, quel qu'il soit (y compris, sans limitation, le manque à gagner) dans les deux cas, résultant de la confiance ou résultant de ou liée à l'utilisation (y compris l'impossibilité d'utiliser) de cette méthode de calcul.