

Paris, le 10 avril 2020

« When you are going through hell, keep going »*

- **Un « cygne noir »** s'est abattu sur le monde**
 - Ce trimestre, un virus sournois s'est rapidement diffusé dans le monde entier
 - En l'absence de tests et de traitements fiables, le confinement est le seul remède pour l'instant
 - Cette crise sanitaire contamine l'économie provoquant une baisse de 25,6% de l'Eurostoxx 50
- **Les Etats, les banques centrales et la recherche médicale du monde entier s'activent**
 - Les Etats mettent les moyens pour assurer les fins de mois des agents économiques
 - Les banques centrales sont prêtes à faire tourner la planche à billets sans limite
 - Des tests, des traitements, des vaccins sont en cours de développement dans le monde entier
- **De cette crise violente mais temporaire naissent des opportunités**
 - Le confinement sera temporaire mais sa durée reste une incertitude majeure
 - Dans cette période de soldes, nous travaillons à identifier des opportunités

Cher Investisseur,

Un virus sournois, Covid-19, apparu en Chine en décembre 2019, parcourt le monde depuis. La vitesse à laquelle il s'est propagé a surpris, parce que les tests disponibles se sont vite avérés peu fiables et les porteurs souvent « silencieux ». Les autorités sanitaires n'ont donc pu appréhender rapidement la réalité de terrain. Le virus menaçant de congestionner les systèmes de santé les plus développés, le confinement, seul remède disponible, s'est généralisé en Europe puis aux Etats-Unis. Il concerne aujourd'hui près de la moitié de la population mondiale. Conséquence de ces restrictions, les perspectives économiques se sont assombries brutalement. Les Bourses du monde entier ont fortement baissé. Au premier trimestre, l'Eurostoxx 50 baisse de 25,6%.

La rapidité et l'ampleur de la contraction d'activité est inédite, tout comme la réactivité des autorités politiques et monétaires. Assurer les fins de mois des agents économiques sans activité est la condition pour éviter qu'une crise sanitaire temporaire ne se transforme en crise économique et financière durable. Le modèle japonais se généralise. Les déficits publics, conséquences des mesures budgétaires de soutien aux économies, seront financés par une création monétaire sans limite. Dans le même temps, la recherche médicale mondiale est mobilisée pour mettre au point des tests, des traitements et des vaccins. La réussite est au bout d'un chemin d'une longueur indéterminée. La durée du confinement et les modalités de sortie restent des incertitudes majeures.

Le futur économique et financier est donc fonction d'aléas positifs ou négatifs relevant de la biologie et de la médecine sur lesquels les spécialistes s'interrogent ou pire s'affrontent. Seule certitude dans cette crise, notre vivier de valeurs s'est étoffé. Nous travaillons donc à identifier des opportunités que nous nous efforcerons de saisir progressivement.

* Citation de Winston Churchill

** Oiseau et événement rare. Théorie développée par le statisticien Nassim Nicholas Taleb dans ses livres « Le hasard sauvage » (2001) et « Le cygne noir » (2007)

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Un « cygne noir » s'est abattu sur le monde

Partie de Chine en décembre et annoncée officiellement le 15 janvier dernier, l'épidémie de coronavirus fait partie de ces événements rares et imprévisibles aux conséquences significatives mais impossibles à quantifier : un cygne noir. D'abord considéré comme une « gripette », essentiellement active en Chine, ce virus a, dans un premier temps, suscité une inquiétude limitée. La préoccupation initiale concernait la désorganisation des chaînes logistiques de secteurs industriels mondialisés, notamment l'électronique ou l'automobile.

Fin février, alors qu'en Chine le pic de l'épidémie était passé et que les usines se remettaient progressivement en route, les cas de COVID-19 se multipliaient dans le monde, en particulier en Europe puis aux Etats-Unis. La rapidité avec laquelle la crise sanitaire s'est propagée a surpris le monde entier, menaçant de congestionner les systèmes de santé les plus développés. En l'absence de tests et de traitements fiables susceptibles d'être déployés à grande échelle, le confinement, seul remède disponible, s'est généralisé d'abord en Europe puis aux Etats-Unis. Il concerne aujourd'hui près de la moitié de la population mondiale.

Une contraction de grande ampleur de l'activité se matérialise à une vitesse inédite

Conséquence de ces restrictions de mouvements, les perspectives économiques s'assombrissent brutalement. Les travailleurs ne peuvent plus rejoindre leur lieu d'activité, les consommateurs ne peuvent plus consommer normalement. La plupart des commerces sont fermés. Les événements de toute taille sont annulés. Des pans entiers de l'économie sont à l'arrêt (tourisme, spectacle, voyage...) ou fortement perturbés. Un choc d'offre associé à un recul brutal de la demande provoque une contraction de grande ampleur de l'activité économique. Elle se matérialise à une vitesse inédite. Le cours du pétrole s'est effondré en quelques jours (-59% sur ce trimestre), conséquence de la chute prévisible de la demande et des tensions entre producteurs incapables de s'accorder sur une réduction concertée de l'offre.

En France, un tiers des salariés du secteur privé est au chômage partiel (6,9 millions). Le PIB du 1^{er} trimestre incluant 2 semaines de confinement, est en baisse de 6%. Pour l'INSEE, chaque mois de confinement ampute le PIB 2020 de 3%. Les principaux pays du monde sont touchés. Aux Etats-Unis, 17 millions de personnes (11% de la population active) se sont inscrites au chômage au cours des trois dernières semaines. Morgan Stanley estime que le PIB américain devrait baisser de 30% au deuxième trimestre.

Toutes les Bourses du monde plient sous le poids des ordres de vente. Le mouvement est historique tant par son ampleur que par sa brutalité. L'Eurostoxx 50, indice des principales valeurs européennes clôture le trimestre sur une baisse de 26%. Aux Etats-Unis, le S&P500 chute de 20%. Au Japon la baisse du Nikkei est identique (-20%).

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Les autorités politiques et monétaires du monde entier sont toutes sur le pont

Les autorités politiques et monétaires de tous les pays du monde ont réagi très rapidement. Elles font face à un ennemi commun. Elles ont toutes intérêt à coopérer dans ce combat. Le « *whatever it takes* » de Mario Draghi lors de la crise de l'euro en 2012 revient à l'ordre du jour. Chacun a bien compris qu'il est urgent et indispensable d'éviter qu'une crise sanitaire temporaire crée des dommages durables par une mécanique auto-entretenu par laquelle l'arrêt des activités lié au confinement provoque des faillites, du chômage de masse déprimant la croissance et mettant à son tour un plus grand nombre de sociétés en difficulté jusqu'à contaminer le système bancaire dans son ensemble. L'urgence est donc d'assurer les fins de mois des agents économiques pendant la durée de l'arrêt forcé de leur activité. Partout, des ressources budgétaires massives sont libérées pour soutenir les entreprises et les ménages. Moratoires sur les charges ou les impôts, nationalisation des salaires à travers des mécanismes de chômage partiel, prêts sans intérêts garantis par les Etats et aides diverses afin d'apporter la trésorerie aux entreprises grandes ou petites. Aux Etats-Unis, le plan annoncé représente 10% du PIB (2000 Md\$). Dans les principaux pays de la zone euro, les masses sont comparables. Les banques centrales sont prêtes à créer la monnaie nécessaire pour financer ces mesures. Depuis la crise de 2008 les outils existent. La BCE a annoncé fin mars le lancement d'un programme supplémentaire de rachats de dettes publiques et privées de 750Md€. Compte-tenu des programmes en cours, elle mobilise en quelques semaines plus de 1100Md€ (6% du PIB de la zone euro). Le 9 avril, la Fed a annoncé des rachats d'obligations et autres emprunts d'entreprises pour un total de 2400Mds\$ (12% du PIB). En zone euro comme aux Etats-Unis, les banques centrales déclarent même que, si nécessaire, leur soutien sera illimité.

Dans cette crise, la Fed et la BCE s'engagent sur la voie empruntée par la Banque du Japon (BOJ) depuis 2012. Le principe consiste à soutenir la croissance par des déficits budgétaires que la banque centrale finance à travers de la création monétaire. En sept ans, le bilan de la BOJ est ainsi passé de 30% à 100% du PIB. La dette publique est l'une des plus élevée du monde (238% du PIB) et la BOJ en détient près de 40%. Pourtant, cette énorme création monétaire n'a provoqué ni inflation, ni défiance vis-à-vis du Yen. La FED et la BCE dont les bilans représentent respectivement 25% et 30% du PIB, ont donc en principe une marge de manœuvre substantielle.

Même si un plan de soutien coordonné de 500Md€ a été scellé hier, la complexité de la gouvernance européenne est, une fois de plus, un handicap spécifique. Les pays vertueux, notamment l'Allemagne et les Pays-Bas, rechignent toujours à apporter leur garantie à des dettes contractées en commun avec leurs partenaires dépensiers. Cette réticence est logique compte-tenu des divergences croissantes de trajectoires des finances publiques entre les fournis d'Europe du nord, dont la dette publique est aujourd'hui inférieure à 60% du PIB, et les cigales d'Europe du sud (incluant la France), qui dépassent parfois largement la barre des 100%.

Malgré tout, ces efforts sans précédent en temps de paix contrastent avec le manque de réactivité des décideurs politiques au cours de la crise de 1929. Cette différence disqualifie à nos yeux toute comparaison entre la crise actuelle avec celle ayant ravagé le monde il y a près d'un siècle.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Depuis le début de cette crise sanitaire, la tartine est souvent tombée du mauvais côté

La quasi-totalité des personnes infectées guérissent en quelques semaines sans complications ni séquelles. C'est l'une des rares bonnes nouvelles que les données accumulées depuis quelques mois confirment. Force est sinon de constater que, depuis l'apparition de ce qui ressemblait initialement à une « gripette », les mauvaises nouvelles se succèdent.

Trop peu disponibles, les tests se sont vite révélés peu fiables ne détectant qu'environ 70% des cas de contamination. Ils comptabilisaient donc 30% de « faux négatifs ». Par ailleurs, Covid-19 est un virus sournois. Les porteurs peuvent être « silencieux », c'est-à-dire asymptomatiques et pourtant contagieux. Avec des tests peu fiables et des porteurs « silencieux » les chiffres disponibles sont faux. Les autorités sanitaires ne pouvaient donc pas appréhender la réalité du terrain. Plus que le manque de transparence confirmé de la dictature technologique de Xi Jinping, ceci explique leur surprise face à la rapidité de la diffusion de la pandémie dans le monde.

Alors qu'il n'y a malheureusement plus de doutes sur l'étendue de la pandémie, rien ne permet aujourd'hui d'espérer que Covid-19 disparaîtra de lui-même rapidement comme nombre de ses prédécesseurs. Au contraire, l'hypothèse d'une deuxième vague est chaque jour plus crédible. Le 31 mars, une nouvelle zone de confinement a été décrétée en Chine dans la province du Henan. Elle concerne 600 000 personnes vivant dans le comté de Jia où plusieurs porteurs « sains », incluant trois médecins ont été repérés récemment. Depuis le 7 avril, Singapour a dû aussi décider un confinement strict de sa population pour les trois prochaines semaines.

Une compétition mondiale pour valider des tests et des traitements fiables est lancée

Tant d'adversité a au moins une conséquence positive. Elle provoque une mobilisation planétaire. Selon le directeur général de l'OMS, *"Le génome viral a été cartographié début janvier et partagé à l'échelle mondiale, ce qui a permis de mettre au point des tests et de lancer la recherche sur les vaccins"*. Encouragés par les autorités sanitaires du monde entier, tous les instituts de recherche publics ou privés font la course pour développer des tests et des traitements fiables puis un vaccin. La question n'est donc pas de savoir « si » mais « quand » le confinement ne sera plus le seul remède disponible. Attendre le futur vaccin jusqu'à l'été 2021 (au plus tôt) n'est pas une option. Ni les peuples confinés, ni les finances publiques ou les bilans des banques centrales ne pourraient le supporter.

Le développement de tests et de traitements fiables est donc une priorité. Des dizaines d'études sont en cours à travers le monde. Concernant les tests sérologiques capables d'identifier les personnes immunisées, la revue scientifique « The Lancet » du 4 avril explique que l'immunité conférée par le virus est longue mais qu'aucun des candidat-tests n'est pour l'instant validé. Concernant les traitements, la piste de la chloroquine, médicament couramment utilisé, peu cher et disponible en quantité, est énergiquement défendue par le directeur de l'Institut Hospitalo-Universitaire Méditerranée Infection à Marseille. Il n'hésite pas à affirmer que *« finalement, cette infection est peut-être la plus simple et la moins chère à soigner de toutes les infections virales »*. Associé dès le début de la contamination à un antibiotique, la chloroquine permettrait de traiter efficacement la maladie. De nombreux scientifiques contestent la pertinence des travaux sur lesquels repose cette affirmation.

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

A ce stade, la durée du confinement reste une incertitude majeure

Tant que les candidat-tests seront en phase d'étude, qu'aucun traitement ne fera l'objet d'un consensus scientifique, et que le risque d'une seconde vague ne sera pas écarté, le confinement devrait rester le remède le plus prescrit. Dans un second temps, la sortie de confinement dépendra probablement du rythme de diffusion à grande échelle de tests et de traitements fiables validés par les autorités sanitaires. De ces inconnues dépendent la durée du confinement, le profil de la reprise d'activité et donc l'impact de cette crise sanitaire sur la croissance économique puis sur les équilibres budgétaires des Etats. En retenant l'hypothèse de l'INSEE (3% de croissance en moins par mois de confinement), il suffira de deux mois de confinement pour que la chute du PIB mondial soit comparable à celle constatée au cours de la crise de 2007-2008. Cette hypothèse est cohérente avec l'expérience chinoise (76 jours à Wuhan). Elle serait trop optimiste si la deuxième vague qui se profile en Asie se confirmait. Heureusement, l'arrêt forcé de l'activité ne sera que temporaire et la mobilisation des Etats et des banques centrales limitera la destruction du tissu économique. La reprise qui ne manquera pas de venir sera donc très probablement aussi rapide que la récession a été brutale. Comme l'explique Sébastien Bazin, dirigeant d'Accor : « *il faut deux jours pour fermer un hôtel et deux jours pour l'ouvrir à nouveau* ».

De cette crise violente mais temporaire naissent des opportunités

La baisse brutale du PIB attendue rejaillira inévitablement sur les bénéfices des sociétés. La petite croissance des résultats attendue jusque-là laisse brutalement place à des prévisions de franche décroissance pour l'année en cours. Les premières estimations tablent sur une baisse de plus de 30% en 2020. Compte tenu des incertitudes à court terme (positives ou négatives) sur le développement de la crise sanitaire, ces chiffres pourraient bien être revus rapidement en hausse ou en baisse en fonction notamment de la durée effective du confinement. Par contre, en 2021 et en 2022, le redressement des résultats des entreprises pourrait bien être aussi violent que l'effondrement anticipé pour 2020.

Par ailleurs, les taux maintenus artificiellement bas par les banques centrales soutiennent l'évaluation des actions. Ainsi, aux Etats-Unis, les taux à dix ans sont passés de 1,92% à 0,66% ce trimestre. Selon nos modèles d'évaluation fondés sur l'actualisation des cash-flows, une telle baisse (126 points de base) justifie une hausse de 25% de la valeur des entreprises.

En Bourse comme ailleurs, les affaires se présentent pendant les soldes. Aussi, une fois de plus, le moment où la peur domine apparaîtra avec du recul comme un bon point d'entrée pour l'investisseur à moyen terme. Mais l'ouverture des soldes boursiers n'est pas encadrée par un arrêté préfectoral. C'est toujours a posteriori qu'on comprend qu'ils sont finis. Cette crise exceptionnelle ne facilite pas notre tâche. Le futur est fonction d'aléas positifs ou négatifs relevant de la biologie et de la médecine sur lesquels les spécialistes s'interrogent ou pire s'affrontent. Seule certitude dans cette crise, notre vivier de valeurs s'est considérablement étoffé. Nous continuons donc de travailler à identifier des opportunités que nous nous efforcerons de saisir progressivement. Nous n'hésiterons pas à partager avec vous nos analyses en fonction des événements qui surviendront dans les semaines à venir.

Benoît Duval

Alain Lefèvre

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.

Annexe 1 : quelques données chiffrées

Au 31 mars 2020	Volatilité 3 ans	Performances						
		T1 2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Plan Main Libre PEA *: 12 662,48 €	11,13	-17,28%	+4,4%	-4,2%	+11,7%	+4,9%	+14,7%	+2,3%
Euro-Flexible (Morningstar)	7,56	-10,98%	+12,1%	-9,9%	+6,8%	+2,1%	+3,3%	+3,0%
Classement (base 100)	nc	ns	88	11	15	22	3	60

* Fonds créé le 25 mars 2010

Sources : HIM/ Morningstar

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Repères

Au 31 mars 2020	Valeurs	Evolutions						
		T1 2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Europe								
Eurostoxx 50 (Europe)	2 786,90	-25,6%	+24,8%	-10,7%	+6,5%	+0,7%	+4,5%	+1,2%
Rémunération exigée en Europe*	7,46%	+0,93	-1,74	+0,63	-0,07	-1	-1,3	-1,1
CAC 40 (France)	4 396,12	-26,5%	+26,4%	-8,4%	+9,3%	+4,9%	+8,5%	-0,5%
Etats-Unis								
S&P 500 (USA)	2 584,59	-20,0%	+28,9%	-6,4%	+19,4%	+9,3%	-0,5%	+11,4%
Nasdaq (USA technologies)	7 700,10	-14,2%	+35,2%	-3,8%	+31,5%	-3,2%	+6,1%	+13,40%
Asie								
Hang Seng (Hong Kong)	23 603,48	-16,3%	+9,1%	-14,4%	+36%	+0,4%	-7,2%	+1,3%
Nikkei (Japon)	18 917,01	-20,0%	+18,2%	-4,7%	+19,1%	+0,4%	+9,1%	+7,1%
Emergents								
Brésil (Bovespa Index)	73 019,76	-36,9%	+31,6%	+0,8%	+26,9%	+38,9%	-13,3%	-2,9%
Russie (RTS Index)	1 014,44	-34,5%	+44,9%	-13,6%	+0,2%	+52,2%	-4,3%	-45,2%
Inde (Sensex)	29 468,49	-28,7%	+16,2%	+7,8%	+27%	+2,6%	-5,6%	+29,9%
Chine (SSE Composite)	2 750,30	-9,8%	+22,3%	-20,4%	+6,6%	-12,3%	+9,4%	+52,90%
Taux 10 ans								
France (OAT)	-0,02	-0,15	-0,58	-0,09	+0,11	-0,24	+0,09	-1,60
Allemagne (Bund)	-0,48	-0,30	-0,44	-0,18	+0,22	-0,43	+0,09	-1,40
Italie	1,51	0,08	-1,38	0,80	+0,19	+0,21	-0,27	-2,21
Espagne	0,66	0,19	-0,93	0,35	+0,20	-0,41	+0,17	-2,53
Grèce	1,65	0,17	-2,88	0,19	-2,91	-1,31	-1,26	+1,03
USA (US Notes)	0,66	-1,26	-0,88	-0,27	-0,04	+0,18	+0,10	-0,86
Japon	0,01	0,03	-0,07	-0,08	+0,01	-0,24	-0,06	-0,41
Autres								
Parité €/ \$	1,0968	-2,2%	-2%	-7,5%	+14,1%	-3,8%	-10,7%	-11,1%
Pétrole (BRENT \$)	26,45	-59,9%	+22,7%	-23,2%	+17,8%	+54,8%	-36,3%	-48,1%
Or (Once \$)	1 600,85	5,1%	+21,2%	5,7%	+13,7%	+8,5%	-10,3%	-1,7%

Source : HIM

* inverse du PER de l'année en cours de l'Eurostoxx 600 selon le consensus (source : Oddo)

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information, strictement limité à l'usage privé du destinataire. Il ne constitue ni un élément contractuel ou précontractuel, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Elles ne peuvent être garanties. La responsabilité d'Hausmann IM ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées sans préavis. Nos FCP sont susceptibles de connaître des variations de forte amplitude.