

## Pandémie de coronavirus, et maintenant ?

### En résumé :

- Une chute brutale de l'ensemble des actifs financiers
- Les actions offrent un réel potentiel à un horizon 2 à 3 ans...
- ... A la condition que de nouvelles vagues de contamination ne fassent pas leur apparition
- Les obligations semblent attrayantes quel que soit le scénario auquel nous serons confrontés

Après avoir fait preuve de complaisance face à l'épidémie de coronavirus en début d'année les investisseurs ont été rattrapés par la réalité et ont paniqué. Alors que les nouvelles en provenance d'Asie sont rassurantes (Chine, Corée du sud et Japon parviennent à contrôler l'épidémie), l'épidémie de coronavirus s'est transformée en une pandémie mondiale. L'Europe est devenue le nouvel épice de la maladie, avant probablement les Etats Unis dans les prochains jours.

Dans ce contexte et dans l'attente d'un traitement (quelques semaines / mois) ou d'un vaccin (plusieurs mois / trimestres) la seule solution pour limiter la propagation du virus est le confinement. La contrepartie est une chute de l'économie mondiale dans des proportions inconnues jusque-là. Les premières estimations font état d'une chute de l'activité en France de 35 % et les Etats Unis pourraient voir leur PIB s'effondrer de plus de 30 % au T2 2020... Il s'agit de la première fois qu'une récession mondiale est provoquée « en toute connaissance de cause » par des décisions politiques.

Tirant les leçons de la crise de 2008, les autorités budgétaires et monétaires ont réagi extrêmement rapidement en annonçant des plans de soutien à l'économie (entre 5 % et 10 % du PIB) et des rachats d'actifs quasiment illimités.

Les actifs financiers ont, dans un premier temps, chuté entre fin février et mi-mars. L'indice CAC 40 connaît ainsi une baisse de 40 % sur la période. Les indices actions européens chutent dans les mêmes proportions. Outre-Atlantique l'indice S&P 500 perd 30 %.

Du côté des obligations, les mouvements sont également brutaux. L'indice Iboxx Euro corporate senior (obligations d'entreprises seniors, soit les plus sûres) baisse de 8 %. Les obligations subordonnées (remboursées après les titres seniors) perdent 14 %. Les obligations des sociétés les plus risquées (dites « high yield ») chutent de plus de 20 %.

Dans un second temps, les actifs financiers rebondissent. La panique est passée, les investisseurs prennent connaissance des mesures de soutien à l'économie, l'épidémie semble commencer à ralentir en Europe.

À la suite de ce rebond, les marchés actions européens perdent environ 25 % depuis le début d'année. Les indices américains sont en baisse de 15 %. Les obligations seniors sont à -6 % et les titres « high yield » perdent encore 13 % depuis le 1<sup>er</sup> janvier.

Quelle sera l'évolution des marchés financiers dans le futur ?

A court terme la réponse est simple, nous n'en savons rien...

A ce jour de multiples scénarios économiques sont encore possibles et l'évolution des marchés financiers en dépend.

Au niveau économique, les principaux scénarios sont (du plus favorable au moins favorable) :

- « V » : chute brutale suivie d'un rebond fort et rapide une fois le confinement levé.
- « U » : chute brutale, stabilisation de l'activité économique à un bas niveau (mesures de confinement partiel, nombreuses restrictions en vigueur plusieurs mois/trimestres), puis fort rebond une fois la confiance revenue.
- « racine carrée inversée » : l'économie rebondit rapidement mais sans récupérer l'intégralité de la croissance perdue. De nombreux secteurs ne retrouvent pas leur activité initiale (tourisme, aéronautique, événementiel...).
- « W » : dans l'attente d'un vaccin (2021 dans le meilleur des cas ?) de nouvelles vagues de contamination interviennent. Une alternance entre périodes de confinement puis déconfinement se produit.

En termes de probabilité, le scénario en « U » semble le moins probable. Même si des mesures ont été prises pour limiter la destruction des capacités de production (mise en place du chômage partiel...) cela interviendra si la crise dure. Un retour aux niveaux de production antérieurs risque de prendre beaucoup de temps (10 ans ont été nécessaires pour récupérer les capacités de production détruites pendant la crise de 2008).

A ce jour le scénario en « V » reste possible si le confinement est levé dans le mois qui vient en Europe et aux Etats-Unis.

Au niveau des marchés financiers l'équation est encore plus compliquée, leur trajectoire pouvant diverger de l'évolution de l'épidémie et de l'économie.

Il nous semble cependant illusoire d'espérer un rapide retour aux niveaux de bénéfices et aux cours de fin 2019.

Les bénéfices des sociétés sont attendus en baisse de 40 % en 2020. Même dans le cas, favorable, d'un rebond de 40 % l'année suivante, fin 2021 les bénéfices seraient toujours inférieurs de 16 % aux niveaux de fin 2019. Dans ce scénario, un retour durable des indices actions sur les niveaux de début 2020 (aux alentours de 6000 points pour l'indice CAC 40) est possible courant 2022.

A moyen et long terme, il est possible de se référer aux normes historiques pour déterminer la valeur des actifs.

Historiquement une récession « classique » (hors crise financière de type 2008) a un impact de 35 % sur les bénéfices des sociétés et sur leur valorisation. Compte tenu des variations des marchés actions depuis le début d'année cela est donc pris en compte.

En se basant sur les niveaux de valorisation historiques (PE et valeur/chiffre d'affaires) les marchés actions anticipent / prennent en compte une baisse durable des bénéfices des sociétés d'environ 20 %. C'est-à-dire un scénario en « racine carrée inversée » dans lequel le potentiel des bénéfices est inférieur de 20 % à la trajectoire à long terme pré-coronavirus.

A long terme (horizon d'investissement d'au moins 3 ans), la valorisation des marchés actions est donc attrayante dans le cas d'un scénario en « V », en « racine carrée inversée » ou en « U ». Dans ce dernier scénario un retour des marchés actions sur les plus bas niveaux pourrait se matérialiser à court terme, avant un fort rebond.

Dans le cas d'un scénario en « W » (nouvelle vague de contamination), les marchés actions baisseraient par rapport aux niveaux actuels.

Du côté du crédit / des obligations, les perspectives semblent favorables peu importe le scénario économique. En effet leur valorisation prend déjà en compte le pire scénario.

La forte baisse de tous les segments obligataires depuis le début d'année est liée à 2 éléments, la faible liquidité et la nette augmentation de la prime de risque.

Le premier élément est lié aux particularités du marché obligataire, où les transactions se font de gré à gré (et non pas sur un marché centralisé comme pour les actions). Les actions sont valorisées (dans un fonds, sur un compte-titre, PEA) au dernier cours coté, le dernier cours auquel il y a eu une transaction.

Les obligations sont valorisées à un prix « mid », qui est la moyenne entre les « bids » (prix que les acheteurs sont disposés à payer) et les « asks » (prix que les vendeurs veulent obtenir). En période de crise, les acheteurs offrent un prix « bid » beaucoup plus bas. De ce fait le prix « mid » (la valorisation des obligations) baisse, même si aucun échange n'a lieu. Ainsi dans les périodes de crise, même si personne ne vend une obligation son prix diminuera.

L'augmentation de la prime de risque se mesure par le supplément de rendement d'une obligation par rapport au taux sans risque (zéro, voire négatif actuellement).

Lorsque la prime de risque est suffisamment élevée pour compenser les futures faillites de sociétés on peut considérer que les actifs obligataires sont sous-évalués.

*Vous trouverez ci-dessous un tableau présentant les **historiques de perte sur 5 ans** en fonction du rating des obligations (Moody's) et la répartition des obligations détenues par **GSD Patrimoine** (ex. GSD Patrimoine possède 5,76 % de titres notés AA), notre fonds obligataire.*

*La durée (maturité moyenne des obligations en portefeuille) de GSD Patrimoine est de 5 ans.*

*Les titres Investment Grade sont les plus sûrs et les High Yield les plus spéculatifs. Plus on descend dans la notation, plus le taux de défaut augmente (dans un scénario moyen 0 % de défaut pour les titres AAA et plus de 20 % pour les titres notés C). GSD Patrimoine n'est pas investi sur des titres notés « B » par les agences de notation. Néanmoins afin d'adopter la plus grande prudence, les titres « non notés » détenus par GSD Patrimoine ont fait l'objet d'une notation interne pour cette simulation (d'où la présence de 9,43 % de titres notés « B » dans le tableau).*

*Le pire scénario fait référence à une crise économique et financière de type 2008. Le scénario moyen est un scénario de récession classique.*

	Notation	Pire scenario	Moyenne	GSD Patrimoine	Perte maximale	Perte moyenne
Investment Grade	AAA	0,00%	0,00%	1,28%	0,00%	0,00%
	AA	0,45%	0,18%	5,76%	0,03%	0,01%
	A	0,51%	0,43%	15,36%	0,08%	0,07%
	BBB	1,56%	0,82%	44,15%	0,69%	0,36%
High yield	BB	8,27%	4,61%	17,53%	1,45%	0,81%
	B	28,08%	12,58%	9,43%	2,65%	1,19%
	C	78,21%	20,39%	0,00%	0,00%	0,00%
					<b>4,89%</b>	<b>2,43%</b>

Le résultat de cette simulation est que, dans le pire scénario possible, les faillites de sociétés auraient un impact de 4,89 % sur l'actif de GSD Patrimoine dans les 5 prochaines années.

Dans un scénario moyen cet impact serait de 2,43 %.

Le **rendement actuariel de GSD Patrimoine est de 4,60 %, pour une maturité moyenne de 5 ans**. Cela signifie qu'un investissement aujourd'hui dans le fonds générerait (en l'absence de toute faillite) un rendement total brut de 23 % sur les 5 prochaines années (si la composition de l'actif ne varie pas).

En prenant en compte l'impact du pire scénario, le rendement brut sur les 5 prochaines années serait de 18 %. Avec un scénario moyen ce rendement passerait à 21,5 %.