

# Et maintenant ?

Achevé de rédiger  
le 25 | 03 | 2020

**Bien qu'il soit difficile d'évaluer dès à présent les impacts économiques d'un confinement à l'échelle mondiale, dont on n'en connaît d'ailleurs pas encore la durée, les économistes commencent désormais à établir des prévisions de croissance pour estimer le degré de contraction de l'activité. Une chose est sûre, à la crise sanitaire majeure que le monde connaît succèdera une récession mondiale sur l'année 2020. Les questions vont maintenant s'articuler autour de l'amplitude de la récession et de la forme de la reprise espérée.**

**A la différence des précédentes crises, les gouvernements et les banques centrales ont réagi rapidement et fortement à l'instar de la BCE, avec son programme de rachat d'actifs de 750 milliards d'euros, et de la Fed, avec son programme de « Quantitative Easing » sans limite de taille. Les débats s'ouvriront bientôt sur le coût de cette crise, sur la soutenabilité de la dette et sur le traitement de ces déficits au caractère totalement exceptionnel.**

**Les marchés ont bien évidemment pris la mesure du défi auquel le monde doit faire face. L'ensemble des classes d'actifs a été impacté et le travail d'allocation d'actifs n'en n'a été rendu que plus complexe, tandis que le manque de liquidité est parfois venu compliquer le travail des gérants d'actif. Nous allons devoir affiner progressivement nos prévisions économiques pour pouvoir ajuster la valorisation des classes d'actifs dont certains paramètres ont radicalement changé**

**Jean-Luc HIVERT**  
Président de LFAM

## CRISE HISTORIQUE ... PLANS DE RELANCE HISTORIQUES

L'économie mondiale est à l'arrêt et nul ne sait combien de temps cette situation perdurera. Les économistes tentent actuellement d'adapter leurs prévisions de croissance à ce nouvel environnement hautement incertain, et le choc qui se profile aujourd'hui paraît inédit. Certaines banques d'investissement prévoient pour **le deuxième trimestre une contraction de -25 à -30% de l'économie américaine en rythme annualisé<sup>1</sup>**, une baisse deux à trois fois supérieure à la pire baisse enregistrée dans toute l'histoire américaine. **On peut tout à fait imaginer que l'Europe connaisse un choc équivalent** de l'ordre de 20%. Ces chiffres sont impressionnantes, avec des effets sans doute encore plus importants dans les industries les plus touchées comme le sport (-80%), les hôtels (-75%) ou encore le transport aérien (-44%, source IATA). **La récession mondiale n'est aujourd'hui plus une possibilité, mais une quasi-certitude.** Les autorités, d'abord mesurées dans leurs réponses, ont, depuis la semaine dernière, semblé prendre la mesure de l'enjeu qui se trouve devant nous. Quelles sont ces réponses ?

### 1. Réponses monétaires

Les banques centrales ont mis en place des mesures qui nous rappellent les moments les plus difficiles de 2008 :

- La BCE a mis en place un programme de rachat d'actifs de 750 milliards d'euros ; ce programme, nommé PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) pourra, de plus, voir sa taille augmenter si nécessaire, malgré les réticences allemandes et néerlandaises. Il pourra aussi dévier du « capital key » et ajuster ses propres contraintes si besoin. Si on ajoute à cela la possibilité pour les pays de faire appel à l'OMT<sup>2</sup> (avec moins de contraintes qu'auparavant), l'action de la BCE nous paraît crédible et le signal est puissant quant à la capacité d'action pour tout pays en « stress fiscal »<sup>3</sup>.
- La Fed a baissé ses taux directeurs à 0-0.25% (soit une baisse de 150bps depuis le début du mois) et a tout d'abord annoncé reprendre son programme de « Quantitative Easing » via des achats de 700 milliards de dollars d'obligations d'Etat américain, pour ensuite rendre ce programme « open ended », c'est-à-dire sans limite de taille. La Fed a par ailleurs remis en place différents programmes de mécanismes de prêts afin de réduire les risques portant sur l'économie (CPFF (commercial papers), PDCF (primary dealers), etc..). Enfin, et peut être le plus important, la Fed a procuré des lignes de swap quasi infinies à toutes les banques centrales afin de faire face à une demande de dollar exponentielle.<sup>4</sup>
- Les autres principales banques centrales ont mis en place des actions du même ordre, en baissant leurs taux et / ou en augmentant leurs programmes de rachats d'actifs (Angleterre, Suisse, Japon, etc....).

De manière générale, après une période de flottement, **ces annonces montrent que les autorités monétaires feront tout pour que le système parvienne à survivre** : apport de liquidités et assouplissement des conditions de financement, pour les banques, les Etats et indirectement les entreprises.

### 2. Réponses budgétaires

**Les gouvernements ont annoncé des mesures budgétaires jamais vues auparavant** ; si on peut regretter l'absence d'une réponse européenne coordonnée, tous les pays européens ont cependant dit être **prêts à tout pour soutenir leur économie et accorder de multiples aides aux entreprises** pour qu'elles survivent. Et ce constat est le même de l'autre côté de l'Atlantique ou de la Manche. Si ces annonces ne sont pas encore finalisées ou définitives, elles paraissent tout du moins montrer que **les gouvernements ont saisi l'ampleur du défi** touchant nos économies. Revenons sur certaines de ces annonces :

- Etats-Unis : Depuis le 13 mars, le gouvernement américain a pris différentes mesures pour lutter contre la baisse de la croissance à venir : Déclaration de l'état d'urgence (50 milliards de dollars), délais de paiement des impôts (300 milliards de dollars de crédit) et, dernièrement,

<sup>1</sup> Source : Bureau of Economic Analysis, mars 2020 ex: Goldman Sachs -24%, BofAML -25%, Morgan Stanley -30%

<sup>2</sup> OMT : Opérations Monétaires sur Titres

<sup>3</sup> Source BCE, mars 2020

<sup>4</sup> Source Fed, mars 2020

un accord aurait été trouvé au Sénat sur un plan de relance budgétaire massif selon un conseiller de la Maison Blanche. Ce plan devrait être signé par la Chambre des Représentants rapidement et les dernières informations évoquent 2000 milliards de dollars (soit 10% du PIB) de soutien à destination à la fois des ménages et des entreprises. Nous ne sommes pas loin de ce qui est appelé « helicopter money », surtout si l'on considère que le Trésor pourrait émettre des obligations à 50 ans (du jamais vu) pour financer cette relance, et que la Fed en sera sans doute le principal acheteur.<sup>5</sup>

- Allemagne : Impensable jusqu'ici, les allemands ont pourtant annoncé dernièrement des mesures importantes. Le ministre des finances Olaf Scholz a dit prévoir un budget de crise de 150 milliards d'euros, soit environ 4.4% de son PIB.<sup>6</sup>
- France : Il est très difficile de chiffrer l'ensemble des mesures annoncées, mais elles sont très substantielles : plan de relance de 45 milliards d'euros, délais pour les cotisations sociales, baisse d'impôts, garantie des prêts des PME, etc...<sup>7</sup>

Il est probable que d'autres plans de relance voient le jour dans les semaines qui viennent, avec un mantra qui semble partagé par la grande majorité de nos gouvernements : « **quo qu'il en coûte** ». Il nous est impossible de savoir quel sera le futur de cette crise, mais ces différentes actions auront des **impacts à long terme** pour l'ensemble des marchés financiers, impacts qu'il nous faut avoir en tête afin de pouvoir analyser correctement l'état actuel de ces marchés.

## LA FRANÇAISE LUX - MULTISTRATEGIES OBLIGATAIRES<sup>8</sup>

Rappel de la stratégie du fonds : *L'objectif du fonds est de générer un revenu et une croissance du capital (rendement total). Plus précisément, le fonds vise à surperformer (net de frais) l'indice de référence d'au moins 3,5 % sur toute période donnée de 3 ans. Le gestionnaire recourt à une combinaison de stratégies, incluant une stratégie directionnelle short-or-long, une stratégie d'arbitrage, une stratégie portant sur la courbe des taux d'intérêt et une stratégie de crédit.*

Nous nous concentrons aujourd'hui sur les stratégies qui affichent des valorisations attrayantes mais surtout pour lesquelles les réponses monétaires et budgétaires constituent une réponse, au moins partielle et permettent ainsi une visibilité améliorée :

- **La sensibilité du portefeuille** se retrouve de nouveau sur les points hauts de la fourchette autorisée dans la mesure où les annonces de QE contiennent, dans le futur, toute tension sur les taux des dettes amenées à augmenter, concomitamment à toute relance fiscale
- **Les dettes des pays périphériques**, sans avoir connu de stress similaire à mai 2018 ou encore 2011, bénéficient dès maintenant d'un QE de la BCE dont la taille et la flexibilité sont très importantes. Son caractère limité est transformable si, tel qu'on le pressent, les négociations en Europe donne lieu à une relâche des critères de conditionnalité pour faire appel au mécanisme de l'ESM via l'OMT. Le lancement du PEPP constitue selon nous la première étape vers l'émission d'obligations européennes, ce qui serait très favorable aux pays périphériques.

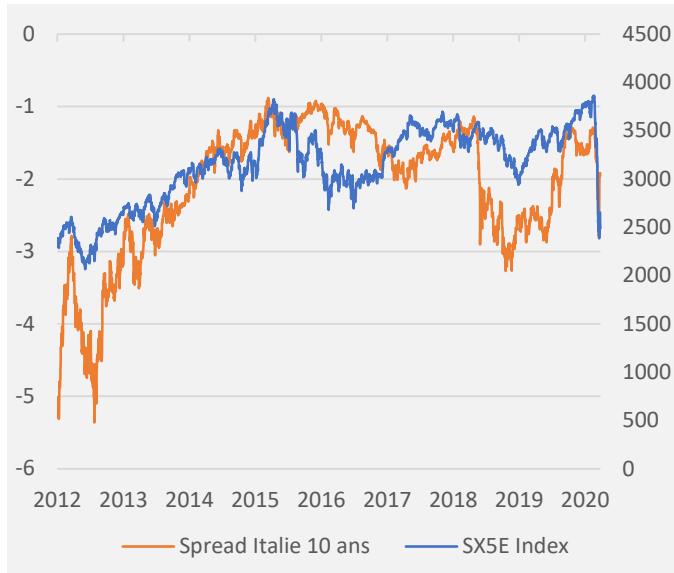
5 Source Bloomberg, mars 2020

6 Source Bloomberg, mars 2020

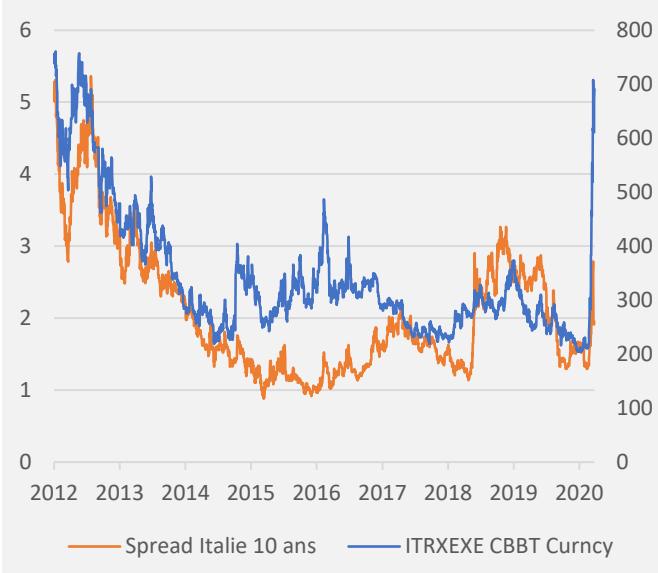
7 Source Bloomberg, mars 2020

8 Le prospectus de La Française LUX a été agréé par la CSSF le 9 mars 2020. La SICAV Lux a été constituée le 28/10/1998 (sous la dénomination « global strategy »). Le compartiment, La Française Lux-Multistratégies Obligataires a été créé en 2013.

Evolution du spread de l'Italie contre Allemagne 10 ans (courbe orange) versus l'indice action EURO STOXX 50 (courbe bleue)



Evolution du spread de l'Italie contre Allemagne 10 ans (courbe orange) versus l'indice crédit synthétique XOVER (courbe bleue)

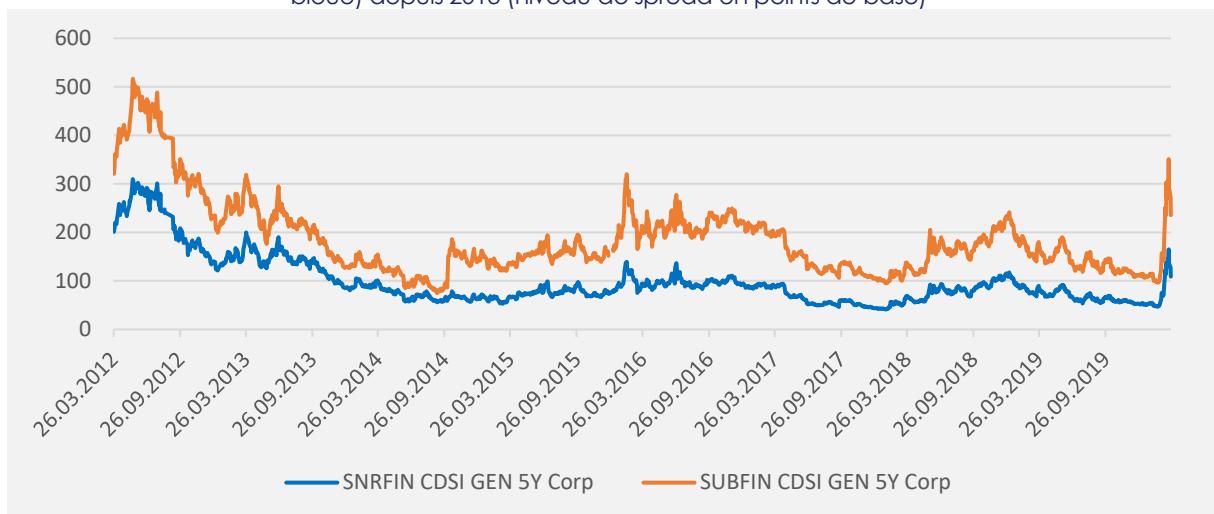


Sources des graphiques : La Française AM, Bloomberg. Données au 24 mars 2020.

- **Au sein de la dette privée**, notre niveau de risque était relativement faible avant la crise sanitaire. Nul doute que, malgré toutes les mesures annoncées, certaines entreprises ne se relèveront pas de cette crise et tous les défauts sur le High Yield ne seront pas évités. Sur le crédit Investment Grade, les programmes annoncés par les Banques Centrales vont permettre de réguler la liquidité et comme pour les Etats, donner aux entreprises des conditions de refinancement à taux bas (la Fed achètera également de la dette d'entreprises). Les mesures de soutien à la liquidité pour les banques, l'assouplissement des exigences de la qualité du collatéral et également sur les ratios réglementaires sont des catalyseurs puissants dans cette crise. Depuis 2008, les autorités n'ont eu de cesse de rendre leur secteur financier le plus solide et le moins risqué possible tout en sacrifiant sa rentabilité. Fortes de fonds propres gigantesques, les banques présentent également une gestion du risque nettement plus prudente, qui ne laissera aucune place au fameux « hasard moral ». Il semble en effet aujourd'hui impensable d'imaginer un Etat « lâcher » une de ces banques, celles-ci étant les courroies de transmission nécessaires à l'économie réelle, sans parler du coût induit par la faillite d'une banque dans les conditions actuelles. Dans ce contexte, la violence de la baisse des obligations bancaires, seniors ou subordonnées, nous apparaît comme déconnectée de la réalité actuelle des banques.

**Nous renforçons donc le risque du fonds sur le crédit Investment Grade, les dettes bancaires, senior et subordonnées.**

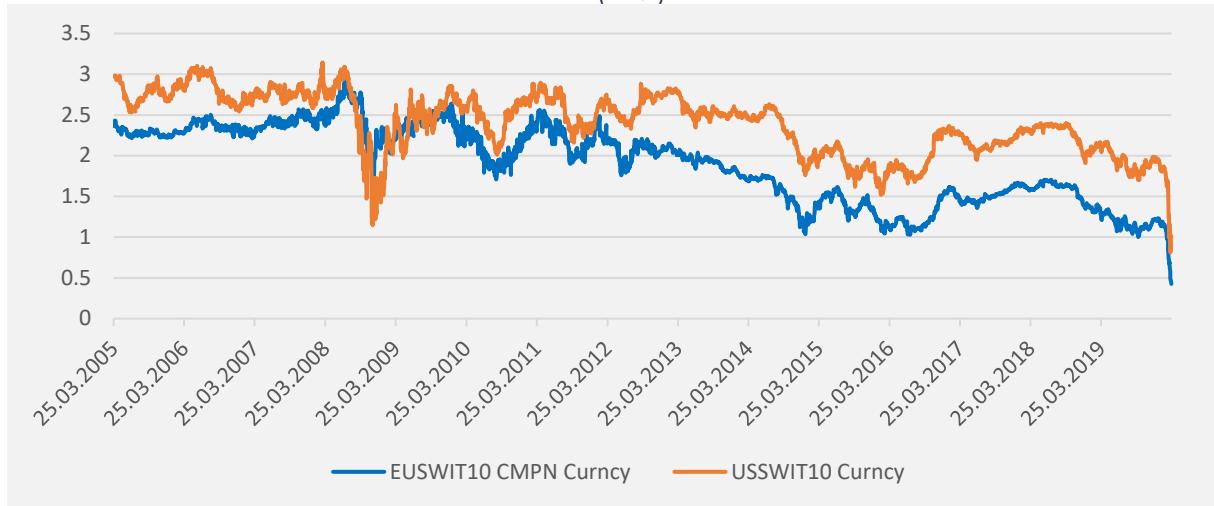
Evolution des indices synthétiques Senior Financières (courbe orange) et Subordonnées Financières (courbe bleue) depuis 2013 (niveau de spread en points de base)



Source : La Française AM, Bloomberg. Données au 24 mars 2020.

- Enfin, nous sommes aujourd'hui positifs sur les **anticipations d'inflation (à 10 ans) américaines et européennes**. Ces politiques devraient tout d'abord pousser les taux réels à la baisse à moyen terme. Les achats des banques centrales maintiendront les taux nominaux à de très bas niveaux tandis que les différentes actions budgétaires et les défis futurs à relever pourraient pousser l'inflation à la hausse. A ce titre, le mouvement récent des anticipations d'inflation ne nous paraît pas du tout en accord avec cette analyse de moyen terme, celles-ci étant aujourd'hui à leur plus bas niveau historique.

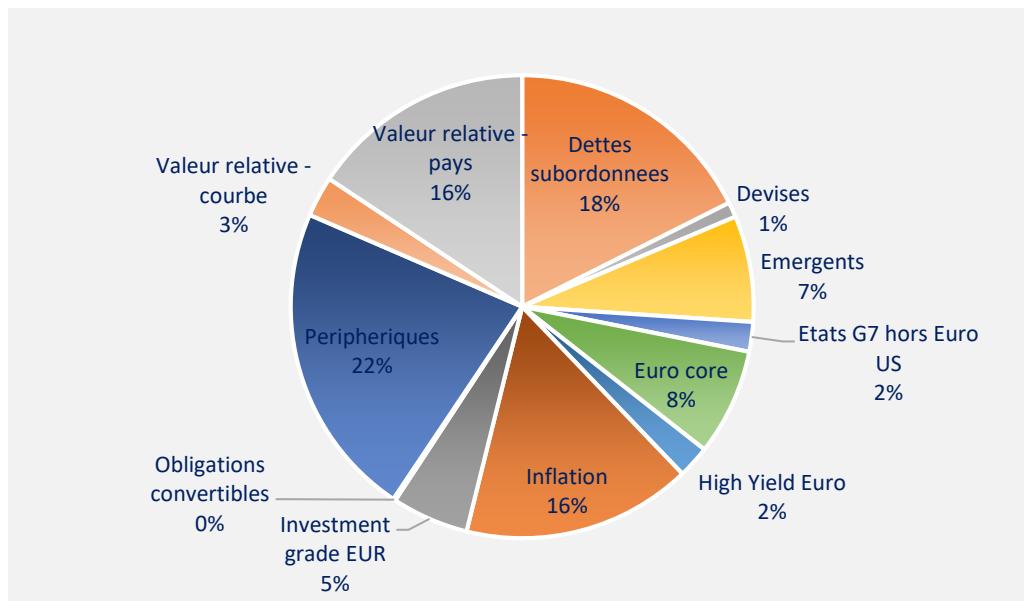
Evolution des swaps d'inflation américaine (courbe orange) et européenne (courbe bleue) à 10 ans depuis 2005 (en %) :



Source : La Française AM, Bloomberg. Données au 24 mars 2020.

Sur le mois de mars, nous avons privilégié les **instruments les plus liquides** pour les **ajustements de nos couvertures**, ce que nous continuons de faire dans la phase de reprise de risque que nous réalisons pour profiter des mouvements historiques de volatilité. Les valorisations actuelles reflètent des anticipations extrêmement négatives pour certains actifs que nous ne validons pas toujours.

## Répartition du budget de risque (volatilité pondérée) par stratégies obligataires au 24/03/2020 :



Source : La Française, positionnement du portefeuille au 24/03/2020 susceptible d'évoluer ultérieurement

**Maud Minuit (Responsable de la Total Return et Fixed Income)**  
**François Rimeu (Responsable de la gestion Total Return et Cross Asset)**

**Publication à caractère informatif destiné aux clients professionnels au sens de la Directive MIF.**

Éditée par La Française, Société Anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € - RCS PARIS 480 871 490.

La Française Asset Management - Société par Actions Simplifiée au capital de 17 696 676 € - RCS PARIS B 314 024 019 - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP 97-076 ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et ne constituent pas un engagement contractuel du Groupe La Française. Ces appréciations sont susceptibles d'évoluer sans préavis dans les limites du prospectus qui seul fait foi. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française. [www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)

Pour des informations plus détaillées concernant le fonds d'investissement et la catégorie de la part indiqués dans ce document, veuillez-vous référer à la dernière version du prospectus, au document d'information clé pour l'investisseur (KIID) et aux rapports annuels et semestriels qui sont disponibles gratuitement sur [www.la-francaise-am.com](http://www.la-francaise-am.com).

Le pays d'origine du fonds est le Luxembourg. En Suisse, le représentant est ACOLIN Fund Services AG, Leutschenbachstrasse 50, CH-8050 Zurich et l'agent payeur est NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1 / am Bellevue, Case postale, CH-8024 Zurich. Le prospectus, les informations clés pour l'investisseur, les statuts, les rapports annuel et semestriel peuvent être obtenus gratuitement auprès du représentant.



**LA FRANÇAISE**  
 investing together

128, bd Raspail 75006 Paris - France  
 Tél. +33 (0)1 44 56 10 00  
 Fax +33 (0)1 44 56 11 00

[www.la-francaise.com](http://www.la-francaise.com)