



« Sell in May » : réduire le risque dans l'attente du « reality check »

Attention à la nouvelle euphorie en cours. Retour de la volatilité en mai. La liquidité est le moteur du rebond boursier. Réduire le risque après le meilleur mois depuis 1987. Buy Gold and Silver.

Points clés

- Une nouvelle euphorie succède déjà à la panique
- Attention au retour de la volatilité en mai
- Rebond des marchés essentiellement motivé par les injections massives de liquidités
- Une faible participation à la hausse est inquiétante
- Le Covid-19 crée un nouveau paradigme durable
- La monétisation de la dette est une conséquence inévitable aux effets inflationnistes probables
- L'or et l'argent indispensables police d'assurance
- Fortes contractions des PIB au 2ème trimestre
- Réduire le risque dans l'attente du prochain « reality check »

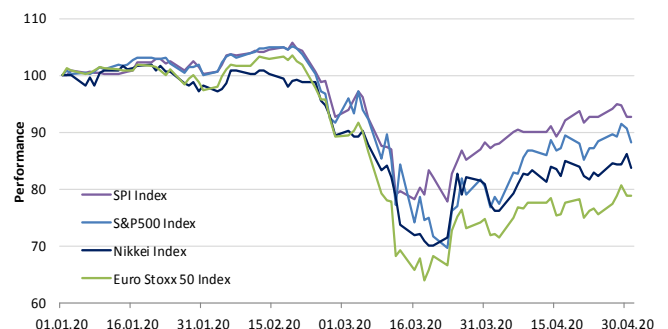
pendant cette phase de rebond et terminent le mois d'avril en territoire positif depuis le début de l'année contre toutes attentes.

Tous les marchés actions n'ont cependant pas profité de la même manière du retour de l'optimisme des investisseurs actifs en quête de « bonnes affaires », mais on observe en particulier en fin de mois qu'un engouement généralisé s'est développé pour tenter de participer à cette reprise boursière. Les petites valeurs américaines ont par exemple bondi de +10% en trois jours entre le 26 et le 29 avril, avant de chuter d'autant les deux jours suivants. Les rebonds en Europe, au Japon ou au Royaume-Uni n'ont pas permis aux indices boursiers locaux de se reprendre aussi nettement, ces trois marchés restant très en-dessous de leurs plus hauts niveaux de l'année à -22.5%, -18% et -20%. L'indice S&P500 a ainsi effacé plus de 60% de sa chute, 65% pour l'indice SPI, pour seulement 50% pour le Nikkei et moins de 50% pour le SX5E, à peine plus de 40% pour l'indice FTSE 100.

Une nouvelle euphorie succède déjà à la panique

Le mois d'avril se termine sur une hausse du S&P500 de +12.8% et s'affiche comme la meilleure performance mensuelle depuis 1987. Depuis le point bas atteint au cours de la 3ème semaine de mars, l'amplitude du rebond est encore plus importante et approche +35% pour le S&P500 et 31% pour l'indice SPI. Ainsi la hausse des six dernières semaines en Suisse a totalement effacé la correction de mars et repositionne les actions à peine -5% en-dessous de leur niveau de fin 2019 (-9.9% pour le S&P500). Aux Etats-Unis, les valeurs du Nasdaq ont été particulièrement recherchées par les investisseurs

Performance des indices actions YTD



Sources : Bloomberg, BBGI

Après avoir enregistré l'une des plus fortes chutes des bourses en mars, le mois d'avril affiche donc la meilleure

performance mensuelle enregistrée par les actions américaines depuis 1987. Le rebond des dernières semaines a ainsi effacé une très grande partie des pertes boursières engendrées pendant les quatre semaines de panique de février à mars.

Faut-il donc considérer que le « bear market » est terminé et que la situation est désormais à nouveau presque normale ?

Attention au retour de la volatilité en mai

L'indice VIX, indicateur de stress du marché actions américain pourrait le suggérer car après avoir bondi de 15 à 85 pendant le crash des actions de mars, celui-ci est rapidement retombé à 31, un niveau certes plus élevé que la moyenne de l'année 2019, mais très en retrait du pic de mars similaire à celui enregistré lors de la crise de 2008. La volatilité a donc reculé logiquement en avril avec une nouvelle tendance haussière des cours et la diminution très nette de l'inquiétude des investisseurs. Mais après le rebond extraordinaire des indices boursiers en avril, nous estimons probable d'assister à un retour de la volatilité en mai comme cela se produit souvent après de tels records de performances.

Rebond des marchés essentiellement motivé par les injections massives de liquidités

Il n'y a que quatre semaines, nous relevions que les mesures exceptionnelles annoncées par les banques centrales et les gouvernements pour lutter contre les risques d'effondrement économique liés au Covid-19 renverseraient temporairement la perception des risques des investisseurs actifs dans les marchés financiers et créeraient certainement les conditions suffisantes à une reprise temporaire des bourses. Dans ce contexte, nous recommandions alors aux investisseurs actifs de reprendre des positions tactiques en actions et en immobilier notamment après l'effondrement généralisé des valorisations. Dans le même temps, la reconstitution extrêmement rapide des primes de risques attachées aux obligations d'entreprises créait également des opportunités dans le segment obligataire et le High Yield. En ce début de mois de mai, c'est effectivement avant tout les injections massives de liquidités promises par les banques centrales et les gouvernements qui ont soutenu les rebonds exceptionnels des marchés financiers. Les principales

banques centrales, à commencer par la Fed, ont effectivement réagi très rapidement en promettant de faire tout ce qui était nécessaire pour éviter un effondrement de l'activité économique en abaissant les taux directeurs et en annonçant des injections massives de liquidités par des programmes de rachats d'actifs de plus en plus étendus. Les décisions prises par les gouvernements pour contrer les effets économiques négatifs des mesures de confinement prises pour combattre l'évolution de la pandémie de Covid-19 ont également été exceptionnelles bien que de nature très diverse selon les pays. On estime aujourd'hui à environ 10 trillions de dollars les injections de liquidités totales annoncées dans les pays industrialisés.

Une faible participation à la hausse est inquiétante

Il ne fait aucun doute que ces annonces ont radicalement modifié la perception des risques de certains acteurs. L'engagement des banques centrales et des gouvernements a en effet convaincu qu'une stratégie pouvait être imaginée rapidement et mise en œuvre pour permettre une sortie de crise moins chaotique qu'anticipé initialement. Ces investisseurs ont ainsi soutenu la hausse des dernières semaines par leurs réinvestissements, mais nous estimons que ces acteurs du rebond ne sont pas nombreux et que leur horizon temps est plutôt court. Par ailleurs les volumes de transactions observés durant cette phase de rebond sont plus faibles, ce qui indique une participation limitée à la hausse. La plupart des investisseurs vendeurs en phase de correction ne sont pas revenus dans les marchés pour « profiter » d'opportunités si on en juge par le niveau extrêmement élevé des liquidités détenues dans les « money market funds » à la fin avril. Même au sein des indices boursiers, le rebond du S&P500 par exemple tient en grande partie à la hausse des grandes valeurs telles que Apple, Google, Amazon, Microsoft ou Facebook. Les indices des petites valeurs sont encore nettement en retrait.

Le Covid-19 crée un nouveau paradigme durable

Depuis quelques semaines, un nouveau paradigme semble voir le jour, dont les conséquences pour les marchés financiers pourraient être très importantes au cours des prochaines années. La pandémie de Covid-19 aura pris par surprise presque tous les gouvernements qui ont dus prendre des mesures souvent drastiques pour protéger leurs populations au risque d'un effondrement potentiel de certains pans entiers de

leurs économies. Dans un premier temps, l'ampleur de la crise sanitaire ne laissait que peu de choix possibles aux politiques qui devaient rassurer les populations sur le fait que leur objectif premier était de garantir leur sécurité. Les risques économiques induits par le confinement passaient au second plan, il ne pouvait en effet être question d'une pesée des intérêts lorsque des vies humaines étaient en jeu. Désormais, on mesure un peu mieux les effets économiques immédiats de ces décisions de confinement, même partiel et de courte durée avec les premiers effets sur le chômage et sur la croissance du PIB au 1er trimestre.

Le coût financier de la gestion de cette crise sanitaire s'avère déjà très élevé et dépassera certainement les estimations de 10 trillions de dollars correspondant aux soutiens déjà annoncés par les banques centrales et les gouvernements. Les déficits budgétaires vont s'accroître de manière dramatique en 2020 et 2021 au minimum, tandis que l'endettement des états augmentera encore. Il sera difficile pour les gouvernements de ne pas se laisser tenter par la nécessité de creuser encore les déficits pour soutenir leurs populations fragilisées par une baisse probable de l'emploi et de leur pouvoir d'achat. Du côté des banques centrales, une remontée des taux directeurs semble clairement très improbable pour plusieurs années, même en cas de remontée de l'inflation. Le Covid-19 aura aussi mis un frein à la globalisation effrénée de ces dernières décennies. La réorganisation des chaînes de production devrait subir des changements significatifs permettant d'assurer une plus grande indépendance des pays industrialisés vis-à-vis de la Chine. Cette réorganisation aura des effets potentiellement inflationnistes en 2021.

La monétisation de la dette est une conséquence inévitable aux effets inflationnistes probables

L'augmentation de l'endettement des Etats et des déficits publics empêchera toute normalisation même progressive des politiques monétaires, qui resteront longtemps expansives. Les dernières déclarations des banquiers centraux ne laissent pas de place au doute, la création monétaire servira à financer les déficits publics indispensables pour guérir les effets économiques de la crise sanitaire. Les banques centrales achèteront toujours plus de dettes gouvernementales, mais pas seulement, elles sont désormais prêtes à prendre en garantie des obligations de mauvaise qualité et ne s'interdisent

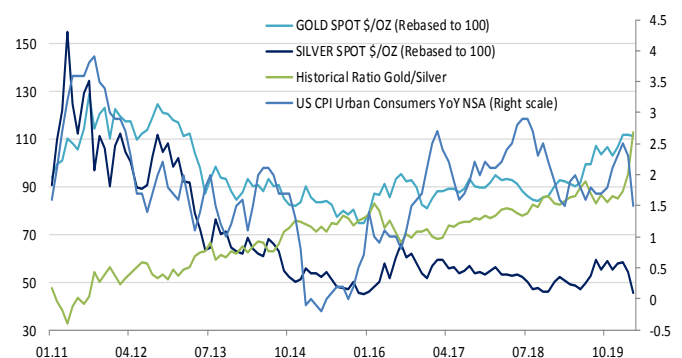
presque plus d'acquiescer ou de prendre en collatéral n'importe quel type d'actif. Nous verrons dans quelques trimestres si l'estimation de 10 trillions de dollars débloqués à ce jour ne sera pas très sensiblement augmentée.

Si la majorité des experts semble aujourd'hui considérer que le choc de croissance en cours est clairement déflationniste, nous envisageons déjà la probabilité que le nouveau paradigme issu de la crise du Covid-19 et la monétisation de la dette n'aient en fait concrètement prochainement des effets inflationnistes.

L'or et l'argent, indispensables polices d'assurance

Malgré la hausse récente des cours de l'or, la demande d'investissement pour de l'or physique notamment devrait encore se développer dans le contexte durablement incertain que nous connaissons. Les cours du métal jaune devraient progresser et dépasser leur sommet de 1'921.-\$ l'once atteint en 2011. Les rendements réels négatifs sont favorable à l'or et une remontée des perspectives inflationnistes renforceront la demande de protection de valeur. Le ratio or/argent est au plus haut historique et suggère une phase prochaine de normalisation fondée probablement sur un élargissement de la demande de protection à l'argent. Les perspectives pour l'argent nous semblent de ce fait supérieures.

Inflation, or, argent et ratio historique



Sources : Bloomberg, BBGI

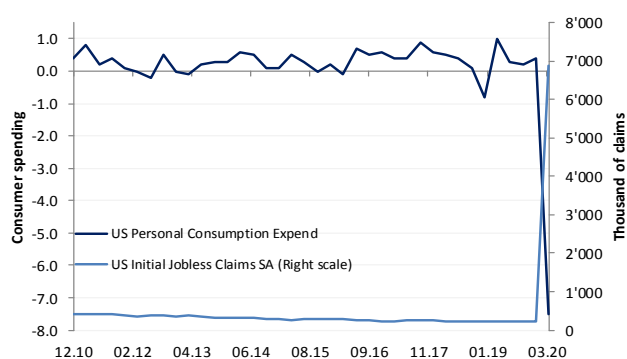
Fortes contractions des PIB au 2ème trimestre

La croissance du PIB américain publiée fait état d'une contraction de -4.8% au 1er trimestre alors que l'économie ne subissait qu'un confinement limité de deux semaines. La surprise est de taille et laisse craindre un effondrement au 2ème trimestre bien plus significatif. En Europe, les statistiques sont également inquiétantes mais plus conformes à la durée des

confinements organisés en Italie (-4.7%), en Espagne (-5,2%), en France (-5.8%) et en Chine (-6.8%).

L'économie américaine a vu bondir le nombre de nouvelles allocation de chômage à environ 30 millions en seulement quatre semaines. Le taux de chômage qui avait atteint un plancher historique en janvier, devrait repasser au-dessus de son plus mauvais score atteint après la crise économique de 2008 supérieur à +10%. Plus encore que la plupart des autres économies, l'économie américaine est dépendante de la santé de ses consommateurs. La consommation des ménages représente près de 70% du PIB aux Etats-Unis et seulement 52% en Allemagne, au Japon, en Suisse ou en France. Cette explosion sans précédent du chômage n'est sans doute pas terminée, car la crise du Covid-19 a créé un choc de la demande et de l'offre en l'absence de crise économique, une situation tout à fait unique. L'économie américaine a réagi brutalement aux mesures de confinement par une vague de licenciement massive en l'absence de mesure de soutien similaires à celles mises sur pieds en Europe notamment.

Emploi & consommation des ménages



Sources : Bloomberg, BBGI

Une spirale négative s'est enclenchée dont les effets dureront bien au-delà du processus de déconfinement. Le processus de licenciement pour faire face à une baisse de la demande des

consommateurs renforcera la tendance et provoquera de nouveaux licenciements potentiels avant qu'une stabilisation ne puisse se vérifier.

Le 2ème trimestre pourrait être bien plus difficile aux Etats-Unis que dans les autres pays développés en raison d'une résilience supérieure des consommateurs hors Etats-Unis et de la plus faible dépendance de leurs PIB à la consommation des ménages.

Réduire le risque dans l'attente du « reality check »

Le changement de perception des risques en avril a touché toutes les classes d'actifs. Les rebonds ont été manifestes également sur l'immobilier, les obligations corporate, le High yield, le Private equity si bien que les niveaux de valorisation sont à nouveau « généreux ». Les ratios P/E aux Etats-Unis sont à nouveau de 19.6x sur les bénéfices actuels et de 22.5x pour les bénéfices de l'année 2020, ce qui nous semble déjà excessif dans le contexte incertain qui prévaut encore. La saison de présentations des résultats du 1er trimestre et des perspectives pour les prochains mois est en cours, mais ne donne pas d'indications très rassurantes sur une possible amélioration prévisible. Les entreprises sont de plus en plus nombreuses à admettre une absence criante de visibilité pour les prochains trimestres. Les réductions de dividendes et de perspectives bénéficiaires vont être inévitables et n'épargnent pas non plus les sociétés du numérique.

Nous constatons un très fort remontée de nos ratios d'évaluation de risques après les très importantes hausses des indices boursiers des dernières semaines. Un record historique de performance mensuelle aux Etats-Unis depuis 1987 devrait probablement être suivi d'un déclin dans le contexte actuel. Les valorisations à nouveau très généreuses suggèrent logiquement une réduction de l'exposition et une sous pondération en actions. Après avoir recommandé de profiter des opportunités en mars, nous suggérons aujourd'hui une nouvelle réduction de l'exposition en actions.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux :

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismund-Thalberg 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
reception@bbgi.ch - www.bbgi.ch