



WORLD WAR C. – EPISODE 2. HELLO KEYNES, GOODBYE FRIEDMAN !

Le titre de notre chronique de cette semaine se réfère bien entendu à la chanson des Beatles « Hello Goodbye » (Anthology 2, 1967) que nous avons complétée avec le nom d'économistes célèbres. Ces deux grands économistes ont la particularité d'avoir eu des vues radicalement opposées de la crise de 1929. Keynes considérait que la réponse devait avant tout être budgétaire alors que Friedman estimait que la politique monétaire avait été erronée en ne créant pas assez de liquidité.

Dans un premier temps, nous passerons en revue les nouvelles du front, avant de nous pencher sur les différences entre la crise actuelle et celle de 2008 et reviendrons sur les implications pour les politiques économiques.

Les nouvelles du front

- **Sur le plan sanitaire** : les nouvelles en provenance d'Italie sont encourageantes avec une stabilisation puis une diminution très récente du nombre de nouveaux cas quotidiens. On peut également constater, en Chine, la levée du confinement dans la province du Hubei, épicentre de la crise. En revanche, aux USA la progression du virus s'accélère en l'absence d'un consensus absolu sur la gravité de l'épidémie. Cela a d'ailleurs fait naître le terme de « Covidiot », regroupant aussi bien de jeunes fêtards imprudents que certains politiciens républicains qui considèrent que l'épidémie est un complot démocrate / chinois / européen destiné à empêcher la réélection de D. Trump. Tout un programme !

- **Sur le plan des marchés** : nous commençons à entrevoir une stabilisation des bourses autour de 4000-4500 points pour le CAC et de 2250-2500 pour le S&P 500 avec trois journées consécutives de hausse, ce qui constitue une première depuis un mois. Cette stabilisation provient en partie du vote par les deux chambres américaines d'un plan d'aide et de relance estimé à 2 trillions de dollars, soit environ 10% du PNB américain. C'est un signe encourageant mais attention, la crise ne semble néanmoins pas terminée.

- **Concernant nos portefeuilles**, nous avons adopté une attitude prudente en fin d'année et nous avons continué à alléger nos positions lorsque nous avons constaté l'ampleur de la crise. Ceci est désormais terminé et nous commençons à étudier différents secteurs notamment l'énergie qui ont été très sévèrement sanctionnés. De même, nous commençons à alléger certains actifs ou couvertures qui nous ont permis de résister au choc.

Une crise de nature différente...

A l'instar de la crise de 2008, la crise actuelle se traduira par un fort recul de l'économie mondiale. Nous estimons ce recul entre 3 et 5% selon la durée du confinement. Ce ralentissement devrait être compensé par un mini effet de rattrapage à la sortie. Cependant, les similitudes s'arrêtent là car des différences notables sont à noter dans le positionnement des différents acteurs :

- **Les ménages** : le surendettement de ces derniers au travers de l'immobilier avait été, dans de nombreux pays, l'élément déclencheur de la crise de 2008. En ce qui concerne 2020, les ménages seront les victimes indirectes du fait du chômage causé par la récession ainsi que des pertes qu'ils constateront sur leur épargne directe et indirecte (à travers les fonds de pension notamment).

- **Les banques** avaient été l'épicentre de la crise et étaient, pour certaines d'entre elles, virtuellement insolubles. Cette fois-ci, elles sont mieux capitalisées, elles ont moins prêté et sont soutenues par les banques centrales. Elles devraient en revanche souffrir de l'augmentation des défauts et leur rentabilité sera affaiblie mais cela n'est pas de nature, selon nous, à remettre en cause leur solidité.

• **Les états** : en 2008, ils avaient pour certains brutalement récupéré une partie des créances insolubles de leurs systèmes bancaires et pour d'autres fait face à des perspectives d'insolvabilité du fait de dépenses insoutenables en période de récession. Ils avaient été contraints par la suite à un ajustement parfois drastique des dépenses publiques. Cette fois, ils devront soutenir la demande finale par une augmentation sensible des déficits et des taux proches de zéro voire même négatifs qui constituent une invitation à le faire à moindre coût.

• **Les entreprises** : victimes de l'effondrement de la demande en 2008, elles seront cette fois-ci au cœur de la crise. En effet, du fait de la faiblesse de la croissance, un certain nombre d'entre elles avaient eu recours à l'effet de levier de l'endettement en empruntant, notamment sur les marchés obligataires, pour doper leurs résultats.

Cette fois-ci, la disparition de leur chiffre d'affaire devrait conduire les plus faibles d'entre elles à la faillite.

En conclusion, si le terme financier symbole de la crise de 2008 était « subprime », celui de 2020 devrait être « leverage » ou effet de levier.

... qui appelle des réponses économiques nouvelles

Pour faire face à la crise de 2008, la réponse économique a été avant tout monétaire avec des émissions de liquidités (aussi appelées « quantitative easing » ou QE) et des politiques de taux destinées à soutenir le secteur bancaire et les états porteurs de dette. Cette politique monétariste visait à stimuler le crédit et la demande finale. Mais les banques l'ont surtout utilisée pour réparer leur bilan, sans vraiment augmenter leur concours à l'économie en l'absence de demande réelle. En termes techniques, la vélocité de la monnaie s'est effondrée. En fin de compte, cette politique a permis d'éviter une récession déflationniste mais n'a jamais permis un rebond significatif de l'activité, ni de l'inflation. Elle a également eu pour conséquence d'alimenter l'usage de la dette pour doper les rendements.

Devant l'inefficacité relative des politiques monétaristes, une nouvelle approche a été développée sous le vocable MMT « Modern Monetary Theory ». Cette dernière, d'inspiration très keynésienne préconise que les politiques économiques soutiennent directement la demande finale soit par le financement par les banques centrales des déficits budgétaires soit par l'envoi direct d'argent aux citoyens (aussi appelé « Helicopter Money »). C'est probablement, ce vers quoi nous nous

dirigeons post crise avec des plans qui prévoient des subventions directes aux USA, à Hong Kong et des prévisions de déficit budgétaire supérieures à 10% dans de nombreux pays.

Ces politiques radicales ont déjà montré leur efficacité pour relancer l'économie après une crise. Cependant, elles devront être coordonnées à l'échelle mondiale et seront génératrices d'inflation à terme. Nous y reviendrons dans une note ultérieure.

Le point sur nos portefeuilles depuis le début de l'année

GAMME LATITUDE :

• **Invest Latitude Patrimoine – part A (SRRI 3) : - 1,53 % vs. - 13,87 %** pour la moyenne des fonds concurrents (catégorie Morningstar Allocation Modérée – International)

• **Invest Latitude Monde – part A (SRRI 4) : - 5,66 % vs. - 14,21 %** pour la moyenne des fonds concurrents (catégorie Morningstar Allocation Flexible – International)

GESTION PILOTÉE :

• **Profil modéré : - 6,22 % vs. - 13,87 %** pour la moyenne des fonds concurrents (catégorie Morningstar Allocation Modérée – International)

• **Profil équilibré : - 8,23 % vs. - 14,21 %** pour la moyenne des fonds concurrents (catégorie Morningstar Allocation Flexible – International)

• **Profil dynamique : - 15,95 % vs. - 24,48 %** pour la moyenne des fonds concurrents (catégorie Morningstar Actions Internationales – Flex-Caps)



Gilles ETCHEBERRIGARAY
Directeur Général

Rédigé le 27 mars 2020