



Bonjour à vous,

## Perdre le championnat car votre panneauteur a mis son « 6 » à l'envers

Vous gérez une écurie de course, votre saison se déroule très bien et le titre constructeur vous tend les bras. Mais voilà, votre panneauteur s'emmêle les pinceaux, affiche par erreur 9 tours à réaliser avant que votre pilote ne fasse son pit stop. Au 7ème tour, le slick avant gauche éclate, la voiture fini dans le bac à gravier et le titre est perdu. Qui aurait pu prévoir cela? L'analogie avec la crise liée au Covid19 est flagrante : les investisseurs avaient envisagé un peu près tous les scénarios imaginables pouvant justifier d'une « prise de profit » aux vue des niveaux record atteints sur les marchés action. C'est au final un facteur « aussi exogène qu'imprévisible » qui met fin à 10 ans de bull market.

## « Relativiser des données absolues » est le propre de l'être humain

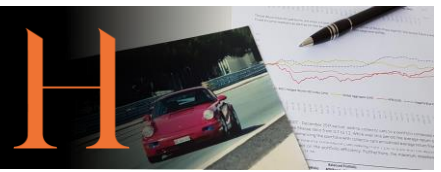
Chaque perte humaine est terrible et sous-entend potentiellement au mieux beaucoup de tristesse pour les proches du malheureux et au pire une famille dévastée. Il faut malgré tout savoir prendre du recul et aborder les chiffres dans le contexte d'une population de près de 8 milliard d'individus. Si je me risque à une analyse de la situation, c'est parce que mon passé de biochimiste cumulé à mes fonctions de financier me permettent d'avoir une vision relativement large du problème et une approche qui se veut aussi objective que possible.

On parle actuellement et après quatre mois d'environ 140'000 morts au total à la suite d'une infection par le Covid19. Le nombre de personnes infectées n'a au final en lui-même que peu intérêt car il est maintenant largement reconnu que si l'on testait toute la population à un temps T, on aurait dix, trente ou peut-être cent fois plus de personnes ayant contracté le virus (et étant potentiellement immunisées, ce qui est la clef du problème) que ce que les statistiques nous mentionnent, et l'on sait que plus de 95% des personnes décédées étaient soit dans leurs dernières années de vie de par leur âge et/ou avait déjà une ou plusieurs maladies graves. En comparaison, la grippe saisonnière Influenza fait 300'000 à 500'000 morts par an alors que la pollution atmosphérique liée à l'activité humaine tue chaque année plus de 2 millions de personnes ayant des affections respiratoires diverses. Ce virus aura donc été le déclencheur d'une crise dont l'onde de choc va probablement bouleverser les fondamentaux de notre économie mais certainement pas le précurseur « du jour de l'Apocalypse ».

## Le grain de sable qui enraye la (grosse) machine

Cette pandémie nous ouvre les yeux sur les imperfections d'un mode de vie consumériste et « mondialisé » que nous pensions inébranlable, et nous comprenons aujourd'hui à nos dépends que ce système interconnecté hautement complexe peut être mis à mal de par la défaillance d'un seul de ses maillons. D'un point de vue sanitaire, le challenge va être de réussir à produire un vaccin ciblé et de savoir dans quelle mesure le corps humain est susceptible de générer des anticorps contre la souche actuelle du virus ainsi que de s'adapter rapidement face à un potentiel mutant. Du point de vue global, le challenge est de savoir quand et dans quelle mesure réouvrir progressivement des pans de notre économie de façon à limiter les conséquences financières et sociales tout en contenant une deuxième vague de prolifération.

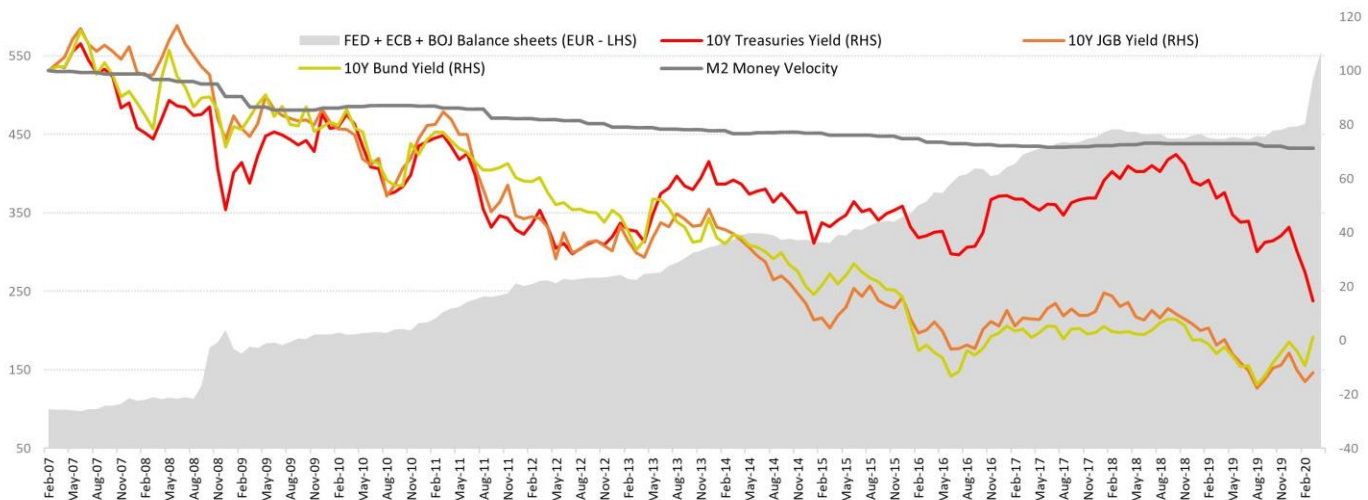




## Remplir d'essence le réservoir d'une voiture dont le moteur a cassé - et espérer qu'il démarre !

La crise des Subprimes de 2008 était une crise financière au sens qu'elle impliquait l'explosion d'une bulle générée par la commercialisation à outrance d'instruments financiers collatéralisés par de la dette immobilière « pourrie » (mortgage-backed securities). La réponse des banques centrales a été ciblée en injectant, sous diverses formes, des quantités très importantes de liquidités, le fameux Quantitative Easing. Si la vélocité de la monnaie, à savoir la vitesse à laquelle l'argent injecté se propage dans l'économie réelle, est suffisante, l'emploi est stimulé, la consommation est relancée et on assiste à une reprise de la croissance. Le problème avec la « corona-crisis », c'est que le mal provient d'un facteur exogène, et injecter de « l'argent en masse » revient à soigner un rhume avec un pansement et du merfen.

On voit sur le graphique ci-dessous que depuis 2008, le bilan des banques centrales (FED, BCE et BOJ) a progressé de façon spectaculaire. Les taux d'intérêt ont logiquement baissé mais la vélocité de la monnaie a fâcheusement suivi la même tendance. Cela s'explique en partie par le fait qu'après avoir sauvé les banques, les états ont logiquement fait comprendre à ces dernières que ce n'était pas open bar et qu'il serait bon qu'une telle crise ne se reproduise pas tous les deux ans : les ratios réglementaires de réserve de capital ont été augmentés, les banques ont moins prêté qu'elles auraient pu le faire et nombre de sociétés qui ont pu bénéficier de liquidités n'ont cessé de faire des rachats d'actions tout en ne se privant pas d'émettre d'énormes quantités de dette (vu que le coût de celle-ci, partiellement liée au taux directeurs, n'a cessé de diminuer)! Cette spirale a généré une pression inflationniste considérable sur les actifs financiers au détriment de l'économie réelle, creusant d'avantage le fossé entre ultra riches et ultra pauvres avec comme conséquence directe, entre autres, le retour du populisme sur le devant de la scène.



Cet phénomène est passé à la vitesse supérieure avec la propagation du Covid19 : ayant trop peur de voir l'économie se crasher une bonne fois pour toute, les gouvernements, via les banques centrales, ont pris les devants en mettant en place des plans d'injection de liquidité d'une magnitude encore inédite sur un si court laps de temps. Le problème ? Le système financier n'est pas grippé, car il s'agit bien là d'une crise de la supply-demand chain qui a d'abord cloué au sol la Chine, moteur de la chaîne d'approvisionnement du monde moderne, avant de stopper net la demande lorsque le reste de l'économie a tiré le frein à main suite au confinement de la moitié de la population mondiale. L'abondance de liquidités amenuise les conséquences de la pandémie mais ne règle pas la cause de la défaillance.





**Chaleur + oxygène + carburant = explosion. Certes, mais quand elle se produit dans les cylindres, c'est mieux.**

Quelles sont justement les conséquences de tout ce marasme ? La Chine, net importateur de pétrole, ne produit plus et ne consomme plus, de même que le reste du monde : l'intérieur du moteur de notre belle économie « mondialisée » ressemble à une grosse salade de bielles et de soupapes. Mais comme la façon de réparer ce genre de panne n'est pas inscrite dans le manuel, on continue à tourner la clef de contact et à gaver d'essence ce moteur défaillant en injectant des liquidités. On se prépare maintenant à avoir une croissance du PIB pour 2020 de l'ordre de -3% contre 2 à 3% attendus au début de cette année. Une croissance négative avec un excès de liquidités sont les ingrédients idéaux pour une belle explosion incontrôlée de l'inflation réelle. Cet alignement de planètes, portant le doux nom de stagflation, ne pourrait si il venait à se produire être jugulé par une simple baisse des taux d'intérêts, car cela nourrirait d'avantage la composante « inflation » du problème. Il faudrait alors ressortir les manuels d'histoire économique à la page « USA - 1970 » et adapter la recette pour sauver les meubles.

**Pour relever ce plat « un peu fadasse », rien de tel que quelques cuillères à soupe de pétrole !**

Ceux qui lisent dans les lignes l'ont vu venir au début du paragraphe précédent. Le prix du pétrole, a logiquement chuté (de plus de 60%) depuis le début de l'année, cumule d'une chute de la consommation au niveau mondial par l'industrie, l'aviation, le transport maritime, le trafic routier ainsi que la baisse de la demande saisonnière liée aux besoins de chauffage. Alors que ce genre de baisse peut en temps normal avoir un effet positif sur le pouvoir d'achat du consommateur et donc la croissance, il n'en est rien quand le consommateur en question est vauté au fond de son canapé à regarder Netflix en rêvant d'une Tesla (ou seulement de l'action Tesla, on ne sait pas) ! Même la décision très « Trumpisée » de l'OPEP de baisser la production pétrolière journalière de quelques 10 millions de barils/jour ne semble pouvoir faire décoller le prix de l'or noir. Or, le prix du pétrole est une des composantes de base de l'inflation, nous poussant d'avantage à craindre à terme une explosion incontrôlable de cette dernière plutôt qu'un décollage en douceur.

**Recherche boule de Crystal égarée l'année dernière, bonne récompense**

Celui qui se tiendrait debout devant vous à vous dire qu'il sait comment tout cela va se terminer vous ment, car s'il le savait, il serait allongé sur un transat au bord de la piscine de son hacienda mexicaine avec une margarita dans la main.

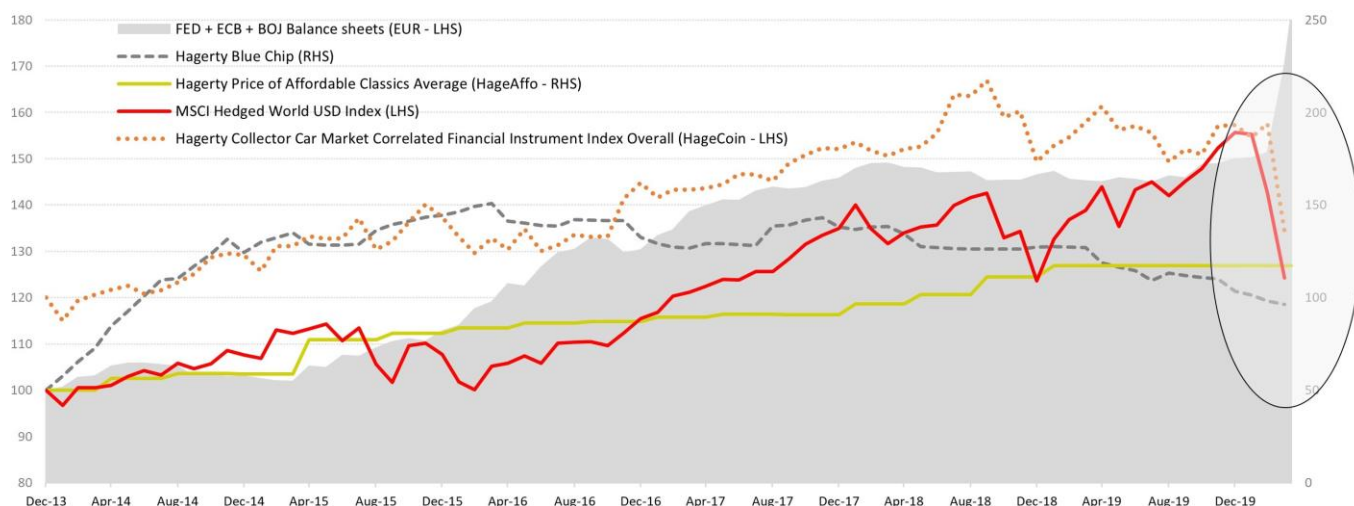
Cette crise est inédite, les moyens mis à disposition pour tenter de la juguler le sont tout autant et les conséquences de ces mesures, positives comme négatives, sont encore difficile à estimer. La saison des résultats des entreprises vient de débuter aux USA. À l'heure actuelle, on sait que les earnings seront mauvais, mais on ne sait pas encore à quel point alors que cela sera déterminant dans la course à la prédiction du niveau des marchés actions pour les mois à venir, le S&P500 et l'Eurostoxx 50 ayant déjà rebondi de plus ou moins 20% après la chute de 30% dont nous avons été témoins depuis mi-mars. Nous pouvons ajouter à cela que le volume de dette corporate en circulation est à un niveau record et que toute prolongation de l'arrêt au stand de l'économie ou autre remontée de taux inopinée pour les raisons citées plus haut pourrait engendrer une cascade de défauts sans précédent. Le tout en gardant à l'esprit que toutes les interventions monétaires passées devront, à terme, être stérilisées. Trouver X, sachant que Y est égal à la moitié du temps nécessaire pour que la baignoire se vide, l'équation modélisant les flux de l'écoulement par le siphon étant évolutive selon l'âge du capitaine.





## Et les voitures (de collection) dans tout cela ?

Nous savons que les arbres ne montent pas jusqu'au ciel, et on aura bien compris à nos dépens que l'économie dans sa version « mondialisation 2.0 » est un équilibre très complexe. Cette crise peut être perçue comme un live stress test, et il est très intéressant de constater que l'évolution de la perception de la voiture de collection d'un bien de consommation à un actif tangible d'investissement semble porter ses fruits en terme de décorrélation par rapport aux actifs financiers traditionnels. On avait assisté fin 2015 à un pic de valorisation des voitures de collection de haut vol (Hagerty Blue Chip sur le graphique ci-dessous). Alors que ce segment n'a que faiblement reculé depuis en corrigeant l'excès d'optimisme dont il avait été alors victime, la valeur marchande des voitures de collection abordables (Affordable classics) n'a cessé d'augmenter sur la même période. Plus intéressant encore, on constate qu'une réelle chute de la corrélation des cours des collector cars avec les actifs traditionnels s'est indubitablement matérialisée au premier trimestre de cette année (Hagerty Collector Car Market Correlated Financial Instrument Index)



Cela tend une fois de plus à vérifier le postulat que nous émettons depuis longtemps, à savoir que si une baisse durable des taux d'intérêts a également un effet sur la valorisation des biens tangibles (voitures, immobilier) lorsque ces derniers sont acquis avec trop de levier et à titre purement spéculatif, le tangible gardera toujours une valeur intrinsèque car quelle que soit la valorisation de l'objet à un temps T, le bien ne vaudra jamais zéro comme un actif financier pouvant faire défaut. Nous ne serions pas surpris de voir, rétrospectivement, un gros pic du volume de transactions sur l'année en cours.

Le printemps arrive, nous allons à nouveau pouvoir sortir nous balader sur nos belles routes avec la conscience tranquille et je vous le donne en mille : le plaisir que vous avez à préserver et à rouler ces fantastiques machines est net d'impôts!

## Honoris Cars SA

**Brokerage** - Mandats de vente/achat/recherche

**Gestion de patrimoine** - Gestion de collection/allocation d'actif/diversification

**Restauration automobile** - Restauration, transformation et création selon vos désirs

**Événementiel** - Organisation d'événements Tailor Made

