

Coronavirus : une économie contaminée, des marchés en détresse respiratoire

Philippe Waechter, économiste, Ostrum Asset Management

& Hervé Guez, Directeur de la gestion actions et taux, Mirova

Philippe Waechter et Hervé Guez ont répondu vendredi 6 mars aux questions reçues en amont de leur intervention. Leurs réponses sont celles d'acteurs du milieu économique et financier, à la lumière des informations disponibles et des analyses possibles à cette date.

Question 1 : Sur quel secteur la dépendance à la Chine se fait-elle le plus sentir à ce stade ?

Philippe WAECHTER : Sur tous. La question qui est posée aujourd'hui est qu'effectivement, le choc du Coronavirus se produit en Chine et la Chine est un pays d'une taille considérable. Pour donner juste un ordre de grandeur : en 2002 (parce qu'on a souvent fait le parallèle avec le SRAS¹), l'économie chinoise, en dollars, était de la taille de l'économie française. Aujourd'hui, elle fait la taille de la zone euro. Donc, il y a une multiplication par quatre de la taille de la Chine en 20 ans. C'est aujourd'hui le plus gros exportateur du monde, bien devant les Etats-Unis ou l'Allemagne. Et on a vu sur toute cette période que la Chine est devenue progressivement l'atelier du monde. C'est-à-dire qu'il y a beaucoup de produits qui sont fabriqués en partie en Chine. Si la situation se bloque au sein de l'économie chinoise, les productions qui sont faites en Europe ou aux Etats-Unis vont être aussi contraintes. On voit donc bien que tout le monde évoque un risque, que ce soit sur le luxe, la pharmacie, l'automobile. Wuhan est un centre automobile fort en Chine. Tout le monde est touché. On constate d'ailleurs qu'il n'y a, à Paris, plus de touristes chinois : il va donc falloir être également attentifs au tourisme partout dans le monde. D'ailleurs, le IATA, l'association internationale du transport aérien, a demandé dans un [communiqué de presse en début de semaine](#), un assouplissement des règles d'utilisation des créneaux pour les compagnies aériennes en raison du Coronavirus, parce que plus personne ne voyage. Cela aura un coût pour l'ensemble des compagnies, estimé entre 60 et 110 milliards de dollars en termes de revenus pour l'année 2020. C'est considérable. Donc c'est cette dimension-là qu'il faut avoir en tête. En d'autres termes, on a une économie qui s'est bloquée. L'économie chinoise s'est bloquée : tous les indicateurs d'activité sur le mois de février montrent que le choc sur l'activité chinoise est supérieur à celui qu'on avait observé en 2008 après le choc Lehman, le premier domino de la grande récession mondiale. Le choc que l'on observe aujourd'hui est d'une ampleur que l'on n'avait ni imaginée, ni anticipé. On en constate déjà l'impact dans les pays asiatiques : au Vietnam, en Malaisie, en Corée, en Taiwan. Cet impact-là va probablement encore s'accroître. Et les pays développés seront touchés un peu après, probablement dans le cours du deuxième trimestre.

¹ Syndrome respiratoire aigu sévère

Parler d'un secteur reste malgré tout compliqué car tout le monde est touché. L'économie chinoise a instillé l'ensemble de l'économie mondiale depuis une vingtaine d'années. Et c'est cette problématique-là qui nous pose une vraie question, qui est celle de la mondialisation.

Hervé GUEZ : Je souscris totalement à ce qui vient d'être dit. Ce qu'il faut bien avoir en tête, c'est effectivement que nous ne parlons plus d'un sujet qui serait cantonné à la Chine. C'est un sujet qui concerne maintenant l'économie dans son ensemble. Au-delà même de la Chine, ce sont tous les secteurs qui sont sensibles au commerce mondial, donc qui sont affectés. Pour autant, j'apporterais quand même une nuance. Certains secteurs vont être plus affectés que d'autres, au moins de manière temporaire. On a pu voir que les ventes de véhicules automobiles ont chuté de 80% en février ; clairement le secteur du luxe, le transport aérien, voient leurs ventes baisser drastiquement. On a eu d'ailleurs observé un premier défaut de compagnie aérienne. Cela montre que certains secteurs sont plus directement affectés.

Inversement, quelques secteurs semblent plus protégés, comme les secteurs des services aux collectivités, les secteurs des télécommunications. Les personnes ne pouvant plus se déplacer, elles vont recourir à des solutions à distance, comme Skype et utiliser davantage de bande passante internet. Il y aura quelques secteurs qui, relativement aux autres, seront moins impactés, mais c'est juste relativement aux autres. Tous les secteurs vont souffrir du Coronavirus.

La question clé aujourd'hui, alors qu'on est en plein milieu de cette crise, est celle de sa durée: est-ce un choc conjoncturel, contenu dans le temps, ou va-t-il se diffuser et résulter sur une crise de longue durée. Dans le premier cas, on est sur un choc conjoncturel qui peut affecter la croissance économique sur un ou deux trimestres. Les marchés rebondiront ou redeviendront plus allants sur les marchés de capitaux. Or il y a aujourd'hui des débats dans le corps médical pour savoir si c'est une grippe saisonnière ou si le virus peut perdurer par de fortes températures. La question n'est pas tranchée parce que, s'il n'y a pas beaucoup de cas dans l'hémisphère sud, il y en a quand même quelques-uns, par exemple en Australie. On ne sait pas si ces cas relèvent ou non de la transmission. Donc, la durabilité de cette crise, qui ralentit l'ensemble de l'économie, est aujourd'hui le sujet sur lequel il est le plus difficile de se prononcer, et pourtant cette question est centrale pour anticiper l'impact sur l'économie.

Question 2: L'épidémie a-t-elle des conséquences sur les marchés monétaires ?

Hervé GUEZ : On a constaté une première conséquence, inédite depuis la crise de 2008 : la FED² a décidé en urgence de baisser son taux directeur de 50 points de base (bp) et il se dit qu'il y aura probablement, lors de sa prochaine réunion, une baisse supplémentaire de 25bp. Donc oui, clairement, il y a déjà des conséquences sur les marchés monétaires.

La banque centrale européenne (BCE) dont les taux sont déjà beaucoup plus bas, n'a pas réagi. Je dirais qu'il est assez probable qu'elle aille dans la même direction, compte tenu du niveau actuel des taux, mais que c'est plus probablement le sujet des politiques budgétaires qui va être regardé.

Philippe WAECHTER : Il y a deux choses. Au niveau de la politique monétaire, on a observé aux Etats-Unis depuis 2 à 3 semaines un effondrement des taux d'intérêt. C'est-à-dire que le taux à 10 ans américain, qui est l'actif sans risque par définition, s'est effondré. Il est passé, pour la première fois de

² Réserve fédérale des Etats-Unis

son histoire, en-dessous de 1%. Donc la banque centrale américaine, mardi dernier, a finalement ajusté son propre taux à cette dégringolade des taux longs de l'ensemble des taux américains.

Et ce qu'on constate depuis, c'est que la chute continue. Donc, il n'est pas improbable, effectivement, juste pour éviter les distorsions, que la banque centrale américaine continue d'abaisser son taux d'intérêt. Je pense qu'elle pourrait le baisser de 50 bp la prochaine fois.

L'Europe n'est pas du tout dans la même configuration. Les taux sont déjà bas. Et quand on regarde un taux synthétique européen, c'est-à-dire qui prend en compte une moyenne pondérée de l'Allemagne, la France, l'Italie, l'Espagne et quelques autres, on est à -0,12 : très loin des -0,67/-0,70 que l'on observe en Allemagne. C'est un taux qui est cohérent avec le niveau des taux de la banque centrale européenne donc il n'y a pas d'urgence à intervenir sur ce point.

L'autre question est celle de l'utilité des politiques économiques. On voit bien que les politiques conjoncturelles sont habituellement là pour réguler la demande. On va appuyer sur un levier pour que la consommation soit un petit peu plus forte, un petit peu moins forte. C'est ce qu'on a toujours fait, et cela a toujours plutôt bien fonctionné. Sauf que là, on observe que l'activité s'est bloquée. Donc, imaginons que l'on relance la consommation : que pourraient acheter les gens ? On risque en réalité de créer un autre déséquilibre. Donc, il ne faut surtout pas que les banques centrales et les gouvernements aillent dans ce sens-là. Là réside la grande difficulté car, privé de ce levier, le roi est un peu nu. Quelle est alors la bonne politique économique ? Je pense que, dans cette situation, le rôle finalement assez limité de la politique économique sera d'éviter que pendant la période d'impact de ce virus, il y ait un effondrement, de faire en sorte que les entreprises puissent continuer à fonctionner.

Prenons un exemple. Après le choc Lehman fin 2008-début 2009, le travail à temps partiel s'est énormément développé en Allemagne. Le gouvernement et les entreprises se sont mises d'accord pour que le gouvernement prenne en charge pendant quelques mois ce temps partiel. Ainsi, les entreprises pouvaient conserver les emplois et se mobiliser rapidement lors de la reprise. On peut imaginer des situations un peu similaires, dans lesquelles l'état jouerait le rôle de courroie de transmission. Cela signifie que l'une des conséquences du coronavirus est que, probablement, la dette publique va augmenter encore de façon significative.

Hervé GUEZ : Oui, clairement. Juste pour rebondir là-dessus, quand tu dis : « Le roi est nu », c'est en comparaison avec la crise de 2008. On raisonne avec les outils qui ne sont pas les bons pour cette crise-là. Ce que l'on observe, c'est que l'économie s'arrête, les gens ne sortent plus, ne consomment plus, ne voyagent plus. Ce n'est pas parce que vous injectez des liquidités dans le système que les gens tout d'un coup vont se dire : « Je vais sortir et je vais prendre le risque de contamination parce que les liquidités sont abondantes. » Donc il y aura forcément un ajustement monétaire pour contenir la propagation sur les marchés financiers, si je puis dire, mais le vrai sujet aujourd'hui est d'ordre micro-économique : comment éviter les défaillances d'entreprise ? Comment, alors même que l'on ne vend plus, porter sa dette et rembourser les intérêts ? Injecter des liquidités dans un système, y compris dans les systèmes bancaires, n'est pas la réponse. Les système dans lequel on envoie de la liquidité aux banques pour que les banques elles-mêmes prêtent et donc, soutiennent l'économie et évitent les défauts, ne fonctionne pas. La limite de ce système dans des situations comme celles-ci, c'est qu'on est sur des risques très spécifiques ; il est peu probable qu'une banque individuelle prenne le risque de soutenir, à elle seule, telle compagnie aérienne ou tel constructeur automobile, parce qu'il aura une crise de liquidité en face de lui.

Et donc la question à laquelle doivent répondre les banques centrales, ou les états, ou un mix des deux, est comment apporter directement, et non plus via des politiques monétaires, un soutien aux entreprises pour qu'elles aient les liquidités suffisantes pour traverser une crise qui peut durer un certain temps. La réponse va dépendre de la durée et de la sévérité de la crise que nous sommes en train de traverser.

Question 3 : Est-ce qu'on peut s'attendre à une surperformance boursière des entreprises en lien avec la santé à cause du Coronavirus ?

Hervé GUEZ : La logique, derrière cette question, est que toutes les entreprises pharmaceutiques doivent travailler sur des vaccins. Celles qui les trouveront auront un marché devant elles qui sera profitable. Mais ce qu'il faut savoir, c'est que le temps de développement d'un vaccin est, pour les plus optimistes, de 8 mois à 1 an. La difficulté supplémentaire est que le secteur pharmaceutique est, comme les autres, impacté négativement par l'épidémie, car il dépend fortement de la Chine pour les approvisionnements sur certains composants clés. Donc on va avoir une phase au cours de laquelle l'industrie pharmaceutique sera pénalisée. Le secteur est à mon sens plutôt « défensif », donc relativement aux autres secteurs, il supportera mieux une crise violente. Mais parier sur le vaccin à 8-12 mois... Cela soulève beaucoup de questions : quelle entreprise aura ce vaccin ? Est-ce que ce vaccin fera l'objet de campagnes de vaccination régulières ? C'est probablement un peu tôt pour prendre ce pari-là, même s'il y a une vraie logique. Et il faut avoir en tête que tout le secteur ne bénéficiera pas de ce vaccin spécifique.

Question 4 : les marchés ont-ils surréagi face à cette crise ?

Philippe WAECHTER : C'est une vraie question. Je pense qu'il y a eu, depuis quelques mois, un caractère très anxiogène sur les marchés, obligataires notamment. On a pu l'observer au cours de l'été dernier. Lorsque le président américain Donald Trump évoque la possibilité de taxer l'ensemble des produits chinois arrivant sur le sol américain, les indicateurs d'incertitude sur la politique économique atteignent un plus haut historique. Et c'est une situation qui est très bien corrélée avec la baisse des taux allemands à -0,7. C'est-à-dire que, dans un univers très incertain, on se replie sur les actifs qui paraissent les moins risqués, et le 10 ans allemand était bien positionné pour cela.

On se trouve dans une situation un peu similaire, car nous faisons face à un choc d'incertitudes qui est, à mon avis, beaucoup plus diffus que celui lié à la politique commerciale de Donald Trump. Les économistes aiment faire le distinguo entre risque et incertitude : la politique de Donald Trump est une politique à risque. C'est-à-dire que l'on peut probabiliser l'impact d'une hausse des taxes de 10% sur les produits chinois, voire on peut calculer les conséquences sur l'économie chinoise et sur l'économie américaine. Là, dans la situation du moment, on est plus dans l'incertitude. On ne sait pas très bien comment calculer la probabilité. Personne ne sait combien de temps la crise va durer. Tout le monde espère que le printemps va permettre une dissipation du virus, ou qu'on va trouver un moyen de l'éradiquer, mais personne n'a de certitude. L'OMS³, Les autorités, quelles qu'elles soient : tout le monde marche sur des œufs. Dans ce cadre-là, les investisseurs sont encore plus prudents que les institutions. Et donc on a, sur les marchés de taux, un ajustement traduisant cette situation d'incertitude.

³ Organisation Mondiale de la Santé

Je viens de décrire la situation sur le marché obligataire. Concernant le marché actions, les choses sont différentes : tout le monde évoquait une survalorisation sur le marché américain. Cette prise présente donc aussi une opportunité pour sortir. Sur un marché, les choses sont assez simples. Vous vous levez le matin et vous vous dites : « Est-ce que le marché est cher ou pas ? Oui, je le trouve cher, mais tout le monde veut entrer, donc je reste. » A partir du moment où vous avez une vision un petit peu différente, parce que l'environnement a changé, cela donne une opportunité pour sortir et prendre les profits avant que le marché ne s'effondre.

Hervé GUEZ : Pour moi, la réponse est : Non, le marché n'a pas surréagi. Le marché a réagi violemment, de façon très rapide, parce que depuis un mois il ignorait cette épidémie qui se propageait en Chine, qu'il avait choisi de considérer comme un phénomène « limité ». Certes l'économie chinoise représente quasiment 1/5^{ème} du PIB mondial et impacte toute la zone économique, mais l'épidémie restait limitée à la Chine. A partir du moment où des foyers se sont apparus ailleurs, les marchés ont réagi brutalement avec une baisse, de 10% environ sur les marchés actions, une cinquantaine de points de base sur les marchés obligataires. Et ces ajustements de 10%, 50 bp, sont de l'ordre d'une récession temporaire conjoncturelle.

On ne peut pas dire que les marchés ont surréagi au sens où il est effectivement très probable que l'on observe une contraction au premier trimestre et au deuxième trimestre. Ce qui est difficile à dire, c'est si cela va durer davantage. Si on est sur une récession à l'année, les marchés pourraient réagir encore plus violemment que ça. Il est encore trop tôt pour le dire, mais on ne peut pas l'exclure.

Une autre question que cette réaction brutale soulève est : est-ce que les marchés sont chers ou non ? Coronavirus ou pas Coronavirus, l'environnement économique a énormément évolué et on anticipe une croissance économique relativement molle, sur le long terme. Les taux d'intérêt sont très bas. Certains investisseurs font désormais le choix, en termes d'allocation d'actifs, de perdre un peu d'argent en investissant sur des taux négatifs que de risquer d'en perdre beaucoup plus en allant sur des actifs risqués. Ce rééquilibrage sur les marchés financiers entre actifs obligataires et actifs actions n'est qu'à son début et nécessitera des ajustements. Mais bien sûr ces ajustements ne sont pas la priorité compte tenu de cette crise court terme extrêmement importante. Donc, effectivement, les obligations font figure de valeur refuge, qui certes forcent à cristalliser des pertes, mais permettent de les limiter.

Philippe WAECHTER : J'ajouterais une remarque sur cet ajustement. Les mouvements ont été observés à partir du moment où l'Italie et la Corée ont été touchées. Jusque-là tout le monde avait en tête le scénario du SRAS de 2002-2003, c'est-à-dire une épidémie qui ne touche que la Chine de façon très temporaire. A l'époque on avait observé une évolution très marquée, très pentue, en « V » mais finalement pas si grave. A partir du moment où l'épidémie atteint l'Italie, la Corée, la perspective change de manière forte et effectivement, on constate à partir de là une baisse des marchés actions et une baisse des taux tout à fait importante.

Question 5 : L'adoption croissante de critères ESG⁴ dans les décisions d'investissement peut-elle avoir un impact positif à moyen-long terme sur les conséquences de ce type de crise ?

⁴ Environnement Social Gouvernance

Hervé GUEZ : Je suis biaisé pour répondre à cette question puisque Mirova, spécialiste de l'investissement responsable, aurait tendance à répondre que l'ESG peut tout sauver. A court terme, c'est déjà trop tard. Donc sur ce sujet-là, le fait d'avoir pris en compte les critères ESG ne change rien.

Mais au-delà de l'anecdote, je ferai deux remarques. Premièrement, il n'est pas exclu que l'apparition du Coronavirus soit liée au changement climatique. Les porteurs de ces types de virus sont des chauves-souris. Le fait que leurs habitats naturels régressent et qu'il y ait de plus en plus de contacts entre humains et chauve-souris est une explication possible de la transmission à l'homme. Je dis bien possible. Certaines personnes sont extrêmement sceptiques et pensent que l'on cherche à imputer chaque nouvelle catastrophe au changement climatique. Mais la réalité est quand même qu'il y en a de plus en plus qui y sont effectivement liées et dans ce cas précis, il n'est pas exclu que le changement climatique ait joué un rôle. La seconde remarque est qu'il est extrêmement probable que si le changement climatique est violent, la fonte du Permafrost libèrera des virus extrêmement puissants et potentiellement nocifs pour la santé humaine. Si on veut éviter cela, l'ESG est une partie de la réponse. Mais encore faut-il savoir de quel ESG on parle. Car ce n'est pas en saupoudrant des mesures au niveau des entreprises ayant des politiques RSE plus ou moins abouties, dans tel ou tel secteur, que l'on peut faire la différence. En tant qu'investisseur, si l'on souhaite allouer le capital de manière à mettre ses investissements au service d'un développement économique durable, il faut opter pour l'investissement à impact, en choisissant clairement des entreprises qui permettent au portefeuille de respecter une trajectoire climatique cohérente avec les accords de Paris. Bref, il faut beaucoup plus d'ambition dans ce qu'on appelle l'ESG aujourd'hui. Ce n'est pas l'investissement qui va sauver la planète. Mais l'investissement peut y contribuer en créant un système économique cohérent dans lequel l'allocation de capital prend en compte les enjeux environnementaux et sociaux et particulièrement les enjeux climatiques. Encore s'agit-il de le faire vraiment, avec conviction, et pas pour des raisons de communication et de marketing.

Philippe WAECHTER : Je souscris tout à fait à cette idée. Je suis également très préoccupé par ce qui se passe sur le Permafrost, parce que quand on regarde les épidémies (la peste noire, la grippe espagnole...), l'origine de la plupart de celles que l'on a observées dans l'histoire est l'Asie Centrale. Et donc, les changements qui s'opèrent sur le Permafrost risquent de libérer des choses pas très sympathiques. En termes de mouvements, ce qu'on observe par exemple sur la peste noire sont des mouvements de personnes qui ont transporté progressivement des gerbilles, puis des rats, jusque dans les ports européens. On ne pourra pas supprimer les mouvements de population. Donc, il va falloir être extrêmement attentifs à tous ces développements. Cela fera partie, je pense, d'une politique ESG plus large que celle des entreprises. C'est-à-dire que l'on va devoir chacun, à l'échelle d'un pays, à l'échelle de l'Europe, avoir des stratégies différentes de celles que l'on avait par le passé. Il faudra aller au-delà des Accords de Paris, qui sont importants, pour prendre en compte, au-delà de la trajectoire climat, d'autres aspects du développement durables qui sont importants.

Question 6 : Que penser de l'annonce de la FED de baisser subitement ses taux d'intérêt pour endiguer l'impact du virus sur l'économie ? Peut-on s'attendre à de pareille mesure au niveau de la BCE ?

Philippe WAECHTER : Nous avons répondu à ces questions (question 2). Le risque est d'avoir des taux d'intérêt très bas, très longtemps, partout. Y compris aux Etats-Unis où il y avait jusqu'à présent un petit décalage. La question est de savoir si cette mesure est efficace.

Hervé GUEZ : le vrai sujet, ce n'est pas simplement la question de la liquidité, mais celle du mur de liquidité et les risques pour les entreprises de faire défaut. Les baisses de taux d'intérêt des banques centrales ne suffiront pas à faire passer ce cap. C'est un ajustement normal compte tenu de la crise que l'on vit. Par contre, il ne faut pas surestimer leur pouvoir et penser que, comme en 2008, le problème va se résoudre en injectant des liquidités. On est sur une crise de nature différente et il faudra des instruments de réponse à cette crise qui seront différents. Le monétaire en est un élément, mais un élément somme toute modéré. Il faudra d'autres ajustements si cette crise perdure.

Philippe WAECHTER : Une question qui va être intéressante, c'est qu'on constate un rétrécissement de l'écart entre les taux américains et allemands. Vont-ils converger ? Nous y répondrons la prochaine fois...

Question 8 : Quel impact de cette situation sur les allocations d'actif à court, moyen et long terme ?

Hervé GUEZ : Nous avons déjà évoqué les effets court-terme. Il est certain qu'il y a un côté refuge sur l'obligataire versus les actifs risqués actions. Il y a une autre classe d'actifs dont on ne parle pas parce qu'elle n'est pas considérée comme une classe d'actifs marché, mais qui est celle des actifs dits « illiquides », les investissements dans les infrastructures et dans des projets. Dans un contexte de taux très bas, je pense que de plus en plus d'investisseurs regardent ces actifs, et que cette tendance va augmenter. Le risque que l'on prend avec ces actifs est celui de la liquidité, puisqu'on ne peut pas sortir des projets avant qu'ils n'arrivent à un certain stade de maturité. Mais aujourd'hui, ce risque se compare à celui d'investir sur des marchés financiers dans lesquels l'actif non risqué offre un rendement négatif. Dans ce contexte il n'est pas étonnant que les allocations d'actifs globalement, et de façon croissante, favorisent ce que l'on appelle les actifs « réels », donc des investissements sur des actifs de type immobiliers et infrastructures. De plus les infrastructures permettent aux investisseurs d'allouer des capitaux au développement durable : sur les enjeux climatiques, notamment, on peut mentionner les infrastructures de production d'énergie renouvelable, de mobilité verte, de stockage, qui vont devenir des poches d'allocation plus importantes.

A l'intérieur de la classe d'actifs actions, à court terme, certains secteurs ont particulièrement souffert : les compagnies pétrolières ont été fortement affectées. Le secteur automobile également, compte tenu de l'impact de la Chine et des échanges mondiaux sur l'industrie. A court-terme, ces secteurs-là n'ont aucune raison de se redresser tant que l'on ne verra pas le bout du tunnel. A moyen ou long terme, ce ne sont selon moi pas non plus les secteurs qui ont le plus d'avenir si l'on travaille sérieusement les sujets de la transition environnementale et écologique. Et donc, au-delà des effets court terme, je pense qu'il va être important de prendre de plus en plus en compte dans les allocations d'actifs, de façon structurelle, la capacité des entreprises à être positionnées en réponse à ces enjeux environnementaux et sociaux. Et du côté des entreprises, les modèles vont devoir se transformer. Aujourd'hui, la crise du coronavirus fait office de disruption économique. Mais pour le dire autrement, certains secteurs comme le secteur pétrolier, qui produit essentiellement du pétrole pour le transport automobile (donc des gaz à effet de serre) et du plastique que l'on retrouve dans les océans, puisse faire partie d'une allocation d'actifs qui s'inscrivait dans un scénario de limitation du réchauffement climatique à 2 degrés. Si on veut être cohérent avec cet objectif, il faut travailler sur des alternatives. Les pétroliers l'ont d'ailleurs bien en tête. Ces défis-là sont des défis structurels auxquels il va falloir penser aussi en termes d'allocation d'actifs. Chez Mirova, clairement, nous avons depuis l'origine pris

le parti d'orienter les capitaux vers des secteurs dans lesquels nous sommes structurellement à la fois porteurs de solution et qui vont bénéficier de ces changements de modèle économique.

Philippe WAECHTER : Au-delà de ça, le point important que l'on a évoqué à plusieurs reprises, c'est qu'on doit avoir en tête que les taux d'intérêt vont rester très bas, très longtemps. Donc, on a des équilibres de portefeuilles qui vont être de nature très différente par rapport à ce qu'on a observé jusqu'à présent. Ces taux d'intérêt très bas sont associés à une croissance qui est très lente. Donc il va falloir être beaucoup plus discriminant dans les choix qui seront faits. Et effectivement, les choix ESG seront probablement majeurs dans les allocations d'actifs pour les années qui viennent, parce qu'on sent bien en France comme dans d'autres pays européens, qu'il y a une sensibilité plus grande à ces phénomènes. Il y a probablement des opportunités à saisir, et il est clair que c'est aussi la direction que va prendre l'ensemble de l'économie donc autant l'anticiper.

Question 8 : Quelles leçons tirer de cette crise pour une meilleure gestion du risque ?

Philippe WAECHTER : Il y a plusieurs aspects. Le premier est que, quoi qu'il arrive, quoi qu'on en dise, nous avons tous été surpris par la survenance de ce virus à la fin du mois de décembre. C'est-à-dire que malgré l'expérience du SRAS, malgré le H1N1, personne n'avait anticipé clairement que quelque chose de ce type-là puisse se produire. C'est important d'avoir cela en tête, parce que tout le monde est un peu surpris par cette situation. La vraie difficulté et le vrai challenge pour des sociétés telle que les nôtres, que ce soit Mirova ou Ostrum, c'est d'avoir la capacité de réagir très vite à cet environnement, et de se donner des outils d'analyse pour en mesurer l'ampleur. Ne pas se dire simplement que cela sera sans importance. D'ailleurs j'ai essayé de suggérer que la crise pourrait avoir une certaine ampleur, être plus structurelle que ce que l'on a envie d'imaginer. La gestion du risque est un sujet complexe, car on peut imaginer toute sorte de contraintes, mais la vraie difficulté à laquelle on est confronté, c'est : face à la survenance d'un risque, comment réagir ? Quelle capacité on se donne pour être capable de faire face très vite et de prendre les décisions qui s'imposent ?

Hervé GUEZ : J'ajouterais un mot sur les leçons de la crise. D'abord effectivement, je suis d'accord avec Philippe sur le fait qu'il faut rester humble : nous sommes dans la crise, donc nous ne pourrions en tirer les leçons que lorsque nous en serons sortis, en espérant que ce ne soit pas trop long.

Une des leçons que l'on peut d'ores et déjà tirer est qu'il va falloir mieux prendre en compte les sujets de long terme, l'enjeu du climat, les risques systémiques, dans la gestion du risque. Ces sujets, on peut facilement les oublier si on est le nez dans le guidon, à se demander tous les matins : « Tiens, est-ce que ça va monter ? Est-ce que ça ne va pas monter ? Est-ce que c'est cher ? Ce n'est pas cher ? ». De ce point de vue-là, je pense que nous avons déjà appris quelque chose, et que l'on peut s'attendre à ce que la finance prenne mieux en compte les enjeux climatiques dans ses allocations. Alors certes, le sujet du Coronavirus peut paraître un petit peu loin, mais ce sera un des éléments qui vont contribuer à ancrer cette tendance. On voit que certains acteurs essayent d'intégrer l'ESG dans leur stratégie d'investissement : je pense qu'on observe là un phénomène structurel qui va conduire à une meilleure appréciation du risque de long terme dans l'allocation de capital.

Question 9 : la NASA⁵ a publié il y a quelques jours des images satellites montrant une baisse significative de la pollution en Chine. Le Coronavirus serait-il bon pour la planète finalement ?

⁵ National Aeronautics and Space Administration

Hervé GUEZ : Le Coronavirus, c'est d'abord très mauvais pour l'humanité. Ce qui me fait sourire, c'est que maintenant on commence à penser que ce qui est bon pour l'humanité est mauvais pour la planète, et que ce qui est mauvais pour l'humanité, c'est bien pour la planète. Donc, pour sauver la planète, malheureusement, il vaut mieux que l'économie s'arrête. Il vaut mieux qu'il y ait plus de morts, car ainsi on émet moins de gaz à effet de serre, on circule moins, les particules fines se dispersent.

Le gros enjeu qu'on a aujourd'hui est de sortir d'un modèle qui fonctionnait peut-être encore lorsque nous étions 4 ou 5 milliards, mais qui ne fonctionne plus à 7 et encore moins à 10 milliards de personnes, dans lequel le progrès (confort, déplacement, capacité à se nourrir) se faisait en abîmant la planète. Il va falloir qu'on arrive à re-corréler positivement l'avenir de l'humanité et l'avenir de la planète. Le Coronavirus, ce n'est pas une mauvaise nouvelle pour la planète. C'est une mauvaise nouvelle pour l'homme. Donc re-corréler aujourd'hui de façon positive l'avenir de la planète et l'avenir de l'humanité, c'est commencer à repenser l'ensemble des modèles de production, les modèles de fabrication, les modèles de consommation et les modèles financiers d'allocation de capital pour faire émerger une économie qui permette d'aligner l'intérêt de la planète et celui de l'humanité. Dans une telle économie, si la même crise se produisait, on se dirait : « Tiens, il y a une mauvaise nouvelle pour l'humanité ! Les chaînes de production d'énergie renouvelable, d'ingrédients naturels sont disruptées, c'est une mauvaise nouvelle pour la nature ». Il y a un peu d'exagération dans ce que je dis puisque aujourd'hui, structurellement, toute activité humaine produit des déchets ou émet des gaz à effet de serre. Mais il n'est pas du tout illusoire de penser qu'il puisse exister une économie qui serait beaucoup plus bas carbone, plus circulaire. Il y a de plus en plus d'innovations, d'entreprise qui travaillent ces sujets-là.

A long terme, on peut se dire que ces solutions vont arriver. L'inquiétude qu'on peut avoir, c'est : est-ce que ces solutions arriveront suffisamment vite pour redresser la barre à temps, avant de connaître des crises climatiques, une fonte du Permafrost extrêmement grave ? Je dirais qu'il n'y a pas d'autres solutions que d'essayer. Et il n'y a pas d'autres solutions pour les financiers que nous sommes de prendre en compte ces enjeux pour allouer le capital en fonction de ces nouvelles dynamiques.

Philippe WAECHTER : Je ferai deux remarques là-dessus. On a vu ces derniers jours que les Chinois nous indiquaient que le nombre de gens qui avaient le Coronavirus ralentissait fortement. On peut toujours avoir un doute sur les données chinoises. Donc, ces images vont être une mesure de la crise chinoise. Au-delà des chiffres qui nous seront donnés, ces images, si elles sont diffusées régulièrement, nous permettront de vérifier si la crise dure ou non en Chine.

L'autre point, c'est que depuis 20 ans, nous vivons dans ce que j'appelle la « globalisation heureuse », c'est-à-dire une situation où les pays émergents se sont développés de façon très rapide. Sur les mesures diffusées en 2017 par la banque mondiale, le nombre de pauvres dans le monde n'a jamais été aussi faible. Et la vitesse à laquelle cette proportion de pauvres a diminué est tout à fait considérable. Donc, la question à laquelle on va être confronté, c'est : que fait-on maintenant ? Imaginons que nous nous trouvons après la crise du coronavirus. Comment arbitrer entre près de 8 milliards de personnes fragiles économiquement, qui ont envie de voir leur niveau de vie s'améliorer, et des pays développés qui sont déjà dans des situations très confortables et qui peuvent gérer cette question du climat avec des marges de manœuvre plus importantes ? C'est cette question-là à laquelle nous allons être confrontés. Comment faire pour que le milliard et demi d'Indiens voient leur situation

s'améliorer dans la durée ? C'est toute la question qui avait été posée à la COP de Copenhague en 2009 quand les pays développés ont dit aux pays émergents : « Il faudrait faire un effort pour améliorer les choses. » Et les émergents leur ont répondu : « Tout ce qu'on vit aujourd'hui, c'est vous qui l'avez produit. Nous devons pouvoir avoir une marge pour nous développer et améliorer notre propre situation. » Là, cette question est plus générale que celle du Coronavirus, mais elle va être re-posée forcément.

Hervé GUEZ : J'entends ce point, mais je pense que les choses ont quand même évolué. Car le raisonnement à l'époque, c'était « le climat et le fait que notre économie ne soit pas durable, c'est la faute des pays riches. Maintenant, il faut que les pays pauvres se développent. Donc, tant pis si cela abîme la planète, c'est notre tour. Et s'il faut payer pour les dégâts, c'est à vous de faire ». L'idée était que sortir de la pauvreté ne pouvait se faire qu'au détriment du climat et de la planète. C'était vu comme un arbitrage duquel on ne pouvait sortir. Or cette idée d'arbitrage est en train d'être dépassée. Dépassée à deux niveaux : au niveau des pays en voie de développement, parce que eux aussi maintenant sont confrontés directement aux sujets climat, puisqu'ils vivent les impacts les plus violents et les plus durs (la Chine est un très bon exemple). Ils sont donc confrontés directement à cette problématique de devoir décorrélérer croissance, sortie de la pauvreté et destruction de la planète. Cela fait évoluer les mentalités et permet d'espérer. Et malheureusement, les mentalités ont également changé du côté des pays développés. Le fait de bien vivre n'est pas lié uniquement au niveau de richesse et le sujet des inégalités est un sujet de mal être constant. Les deux grands défis auxquels nous faisons face de façon structurelle dans le capitalisme aujourd'hui, sont celui du changement climatique et de l'environnement plus largement, et celui, plus nouveau, des inégalités qui croissent et que l'on n'arrive pas à traiter. Et donc, les pays développés vont aussi devoir repenser leurs modèles car la croissance nominale du PIB s'accompagne d'inégalités qui se creusent et d'un mal être de la société de plus en plus évident, qui trouve des ramifications multiples (le populisme par exemple). Que ce soit les pays développés qui font face à ce sujet des inégalités, qui s'ajoute au sujet existant de l'environnement, ou que ce soit au niveau des pays émergents qui, pour sortir de la pauvreté, ne pouvaient envisager qu'un développement destructif, on atteint un point de bascule.

Après, il ne faut pas être naïf. Nous parlons ici d'objectifs. D'une volonté. Est-ce que l'on peut aller suffisamment vite et est-ce qu'on est capable de dé-corrélérer cette croissance économique de cette ponction sur la planète ? La preuve est loin d'être faite. On peut être pessimiste, mais le dit cette maxime que j'aime bien, « Le pessimisme de l'intelligence n'interdit pas l'optimisme de la volonté. » Autrement dit, ce n'est pas parce que cela va être compliqué qu'il ne faut pas essayer. Et donc, pour essayer, il faut prendre en compte ces sujets dans l'investissement.

Question 10 : Le Coronavirus annonce-t-il le début d'une crise économique majeure ? Serait-ce le début d'un effondrement économique prédit par les collapsologues ?

Philippe WAECHTER Je ne rentrerai pas dans la problématique de la collapsologie. Mais en ce qui concerne la première partie de la question : oui, il est nécessaire d'avoir cette réflexion, avant même la question du Coronavirus. Je reviens sur la question évoquée par Hervé sur les inégalités, qui ne sont pas que les inégalités financières. Des mouvements sociaux comme celui des Gilets Jaunes en France, ne sont pas liés uniquement à des problèmes d'inégalités pécuniaires. Par conséquent, il faut repenser la façon dont l'économie fonctionne, dont la société fonctionne. Dans une note très récente du Conseil d'analyse économique, les auteurs mentionnent la perte des lieux de socialisation (supérettes, cinéma,

mais aussi maternité par exemple) comme élément participant au mal-être des territoires, et donc comme facteur rendant plus probable les expressions de mécontentement du type Gilets Jaunes. Ce sont là des aspects importants pour la cohésion des sociétés, qu'on soit en France ou ailleurs. Ce point doit être traité, et pas seulement en France. [Le rapport Deaton](#), sorti en Angleterre il y a un an, s'inscrit dans la même ligne que le mouvement des Gilets Jaunes en France et dénonce les inégalités dans le pays, avec probablement des effets encore plus marqués car les inégalités financières sont extrêmement marquées entre Londres et le reste de l'Angleterre. Je pense que ce sujet du creusement des inégalités et de la cohésion sociale nous concerne tous.

Je prends un autre exemple, qui est celui des Etats-Unis : entre ceux qui sont prêts à voter pour Donald Trump et ceux qui auraient voté pour Elisabeth Warren, on a deux sociétés américaines qui paraissent totalement incompatibles il y a quelques années et qui aujourd'hui cohabitent. Sur ce point-là, je trouve qu'il y a un aspect intéressant aux Etats-Unis. Le Coronavirus commence à toucher le pays : c'est un choc collectif, qui doit être pris en charge collectivement, comme ça l'est en Europe, plus ou moins bien. Et donc, il va probablement y avoir une demande de sécurité sociale un peu plus forte parce que, individuellement, les personnes seront incapables de s'assurer. Or, le système américain ne fonctionne pas ainsi, chaque personne assure ses risques. Or je pense que la société américaine est en train de changer sur ces questions et je trouve que cette évolution va être fascinante à observer.

Et je rejoins ce que disait Hervé sur la prise de conscience des pays émergents que leur développement ne peut se faire au détriment du climat et de l'environnement. On a tous vu des images de gens à Pékin ou à Shanghai avec des masques, un plafond de fumée très bas, etc. Et Même si ces conditions permettent une espérance de revenu un peu plus élevé, quelle envie vous avez de vivre là, d'élever vos enfants ? On peut espérer autre chose.

Hervé GUEZ : Pour répondre peut-être directement à la première partie de la question : est-ce que c'est le début d'une crise économique majeure ? On est au début d'une crise. C'est beaucoup trop tôt pour dire si elle est majeure, et même le corps médical ne peut pas encore se prononcer sur certains sujets. Donc, il est beaucoup trop tôt pour dire que cette crise-là va être une crise majeure. On peut espérer qu'elle soit plutôt conjoncturelle et que malgré tout, on reste dans le scénario optimiste d'une grippe saisonnière qui prendra fin au deuxième trimestre. C'est en tout cas le scénario que les marchés ont aujourd'hui en tête. Si ce n'est pas le cas, les conséquences seraient plus graves. Il est donc trop tôt pour répondre à la question

Quant au lien avec les collapsologues... Nous avons déjà tiré le fil, en partant de cet événement, et montré une montée des risques systémiques, environnementaux, sociaux, qui pour le coup, si on n'y prend pas garde, peuvent provoquer un choc très violent. Les éléments de ce choc-là, de ce cocktail, sont déjà en place dès avant le Coronavirus : climat, montée des inégalités, surconsommation. Ce sont ces sujets-là qu'il faut aujourd'hui traiter. Ce sont des sujets pour les citoyens, pour les consommateurs, mais aussi pour les investisseurs et les financiers.

Philippe WAECHTER : Je ferai une dernière remarque. On avait ces derniers mois une tension très forte entre la Chine et les Etats-Unis sur des questions technologies, sur la 5G, etc. Ces tensions ont fini par pousser certains à penser que le monde était peut-être en train de basculer vers la Chine. Depuis le moyen-âge, le leader mondial était l'Europe. On était passé à l'Angleterre au 19^{ème} siècle. Le 20^{ème} siècle était le siècle américain. Et en termes de leadership politique, de leadership économique,

d'innovations militaires bien sûr, politiques, c'était peut-être le moment où on passait du côté chinois. Est-ce qu'on n'est pas en train de voir ce passage s'effriter ? Est-ce que ce n'est pas une remise en cause de cette espèce de dynamique presque sans surprise qu'on imaginait ? Et donc, on rebat les cartes de façon très importante. Et ça va être quelque chose d'assez fascinant à suivre. Et je pense qu'Hervé sera d'accord avec moi sur le fait qu'on est probablement dans la phase de l'histoire la plus fascinante qui soit parce qu'il se passe des choses tout le temps et à une vitesse qu'on n'imaginait pas quand nous avons démarré notre carrière il y a quelques années.

MIROVA

Société de gestion de portefeuille – Société Anonyme
RCS Paris n°394 648 216 – Agrément AMF n°GP 02-014
59, Avenue Pierre Mendès France – 75013 Paris
Mirova est un affilié de Natixis Investment Managers.

OSTRUM ASSET MANAGEMENT

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018
Société anonyme au capital de 27 772 359 euros – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753
Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

Société anonyme
RCS Paris 453 952 681
43, Avenue Pierre Mendès France – 75013 Paris
Natixis Investment Managers est une filiale de Natixis

MENTIONS LÉGALES

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.