

MAI 2020

Newsletter



Le Mot du CEO

Chers Lecteurs,

Nous sommes en train de traverser des événements historiques, notre génération n'avait jamais pu imaginer que cela arriverait avec une telle rapidité. La violence du choc économique est équivalente à la période des guerres mondiales. L'offre et la demande ont été balayées dans la plupart des pays et le COVID 19 nous a montré la fragilité des certains modèles de croissance économique.

Ce n'est pas le cygne noir de Nassim Taleb qui est apparu, non, le cygne noir est imprévisible. Certains pays en Asie ont fait front en 2003 à l'épidémie de SRAS. Les Etats-Unis avaient jusqu'à 2018 une équipe spécialisée pour la réponse aux pandémies qui à été bel et bien démantelée, avec les conséquences que nous connaissons aujourd'hui.

Si nous regardons froidement les chiffres, les pays qui ont vécu déjà l'expérience d'une épidémie (Taiwan, Singapour, Corée du Sud) et ceux qui ont eu des gouvernements spécialement prudents on constate que ces derniers ont obtenu d'excellents résultats dans la contention du COVID 19.

La vie humaine est une valeur sacrée et sa défense, à n'importe quel âge, doit être la seule priorité des gouvernements et des organismes internationaux. Dans certains pays, les intérêts politiques (et personnels) des gouvernements et leurs attitudes dans les périodes de confinement nous ont montré certains images d'un autoritarisme que nous avons cru disparu de nos démocraties.

Ce n'est pas, comme annoncent certains, la fin du capitalisme mais sans doute il y a pas mal de questions à se poser sur la gouvernance, l'indépendance dans la production des secteurs stratégiques et la solidarité entre nos générations.

Une crise sanitaire doit avoir une solution sanitaire: traitement et/ou vaccin. L'effort au niveau mondial pour la trouver et les essais cliniques déjà entamés en Israël ou UK nous font être optimistes pour l'automne 2020.

Nous espérons que cette newsletter vous trouvera tous en bonne santé et nous espérons pouvoir échanger avec vous bientôt.

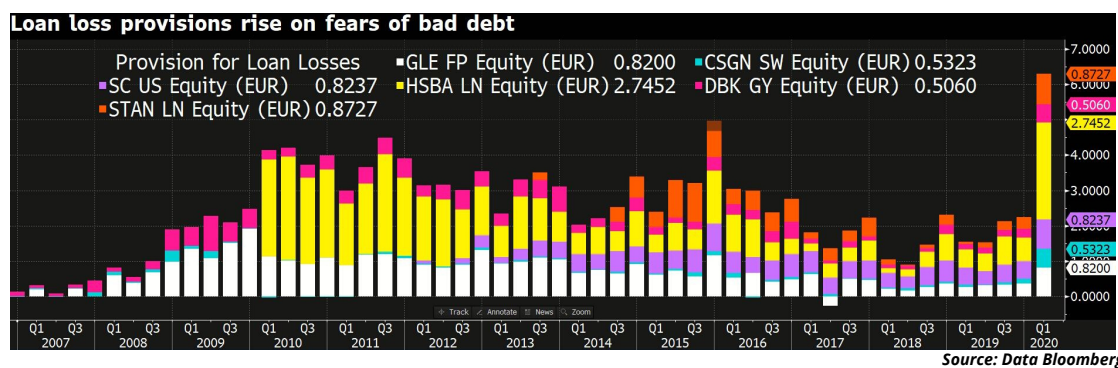
Joaquin Vispe-Roman

I - Point Macroéconomique.

Nous vivons une époque sans précédent aussi bien au niveau sanitaire qu'au niveau économique. Les traumatismes causés par le Covid-19 dans les esprits des citoyens du monde resteront à jamais et en il en découlera sûrement des modifications de comportements de consommation. Les phases de confinement généralisées mis en place par les gouvernements ont permis de freiner la propagation du virus mais également de mettre un point d'arrêt à l'économie mondiale.

Chaque pays tend à vivre comme il le peut la situation actuelle en prenant ses propres problèmes présents que ce soit au niveau économique, politique ou sociale. Chaque modèle économique qui a plus ou moins de propension à être dépendant par un secteur de l'économie comme le tourisme ou l'énergie doit en plus gérer la dégradation de son principal facteur de contribution à son PIB. Si l'on ajoute à tout cela la brutale baisse de la demande mondiale, la gestion du post-confinement va devenir une tâche de plus en plus ardue pour les gouvernements, et en Europe Mme Lagarde ne pourra pas les aider. Sans réforme fiscale appuyée les pays seront dans l'incapacité de sortir de l'enlisement dans lequel ils s'enfoncent par manque de mise de mesures de relance efficace.

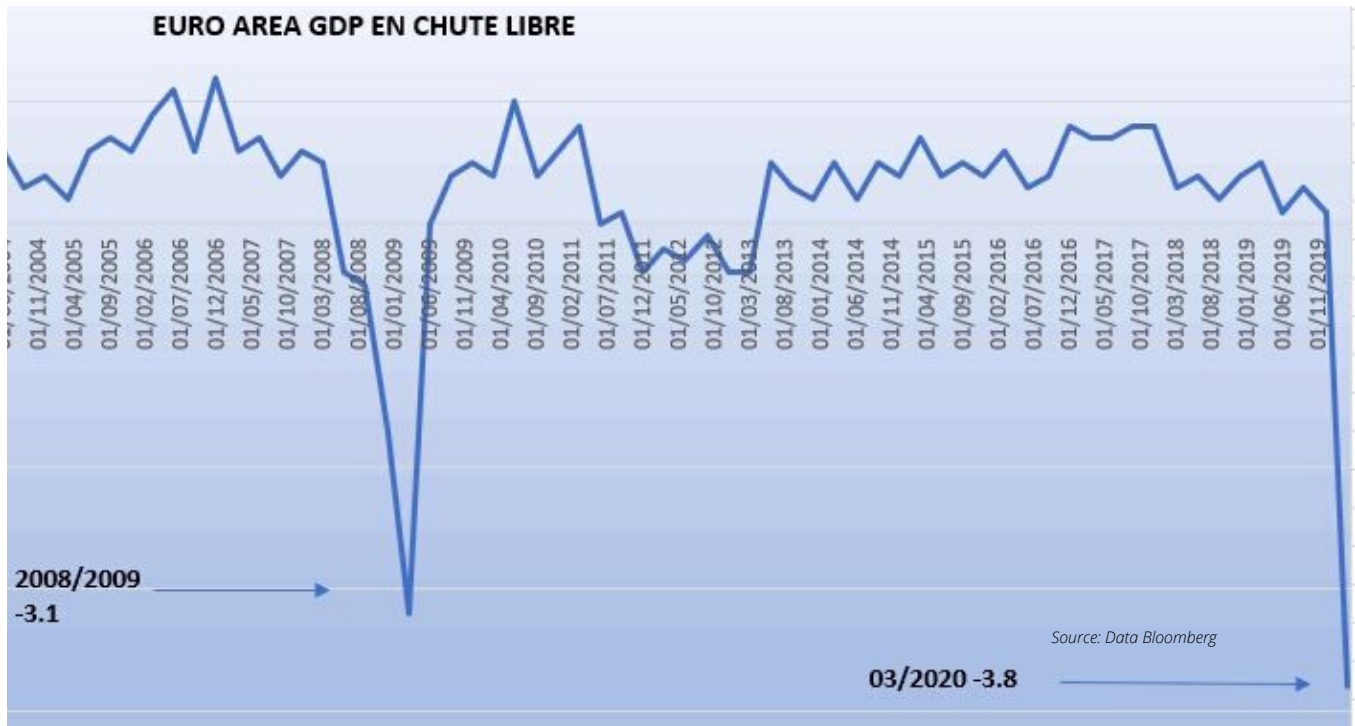
Les taux de chômage devraient continuer à augmenter rapidement et certaines entreprises vont plaider la situation actuelle pour diminuer leurs capacités de production et donc de personnel. La lumière au bout du tunnel semble donc encore loin, et même si les banques sont mieux capitalisées qu'il y a 10 ans, les taux de défaut des entreprises et des ménages devraient les obliger à provisionner de manière accrue. L'environnement de taux bas persistant et la récession qui arrive, ne va pas arranger les choses pour les banques qui avaient déjà du mal à ajuster leur *équilibre de bilan (Actif-Passif)* avant la pandémie.



Au niveau du risque pays, les mauvais élèves de du quatrième trimestre 2019 persévèrent et affichent les plus mauvais Risk Score au 30 mars 2020. Avec en tête l'Espagne et l'Italie suivi de près par la France. Il est certain qu'avec le chiffre de -3.8 pour la croissance de la zone Euro, le tri est vite fait entre les bons et les mauvais élèves. Vous pouvez apprécier ces différences dans les graphiques de la page 4.

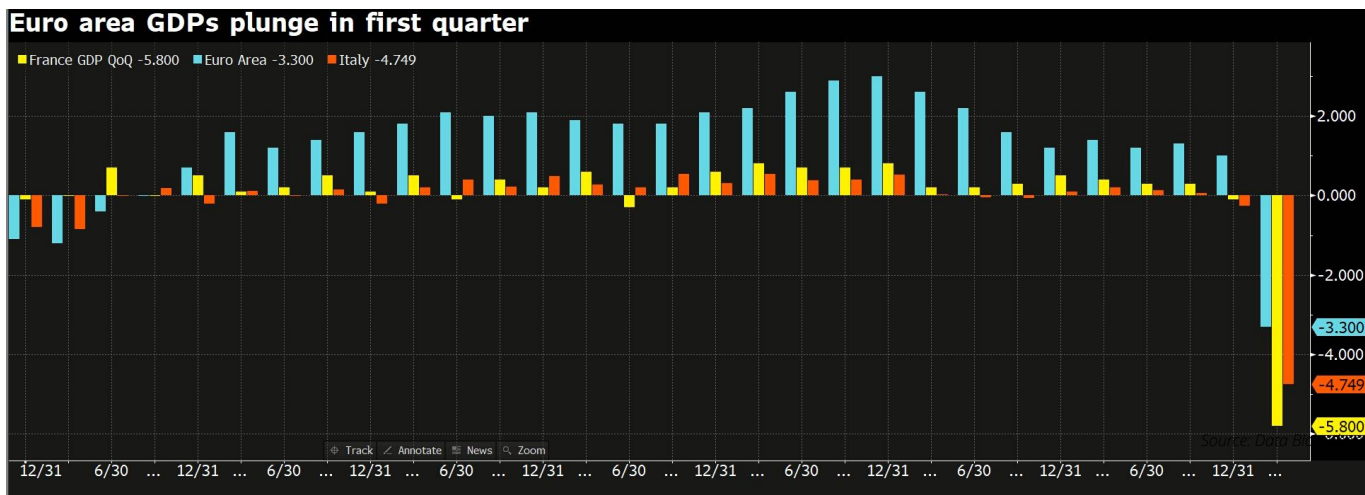


JVR INVEST
GET HIGHER



Source: Data Bloomberg

EURO AREA GDP/ France/ Italy



Source: Data Bloomberg

Best & Worst Performing Countries By Risk Score

Aggregate ScoreRisk		
BEST	Switzerland	
	Netherlands	
	Germany	
	Sweden	
	Japan	
	United Kingdom	
WORST	United States	
	Belgium	
	France	
	Canada	
	Spain	
	Italy	

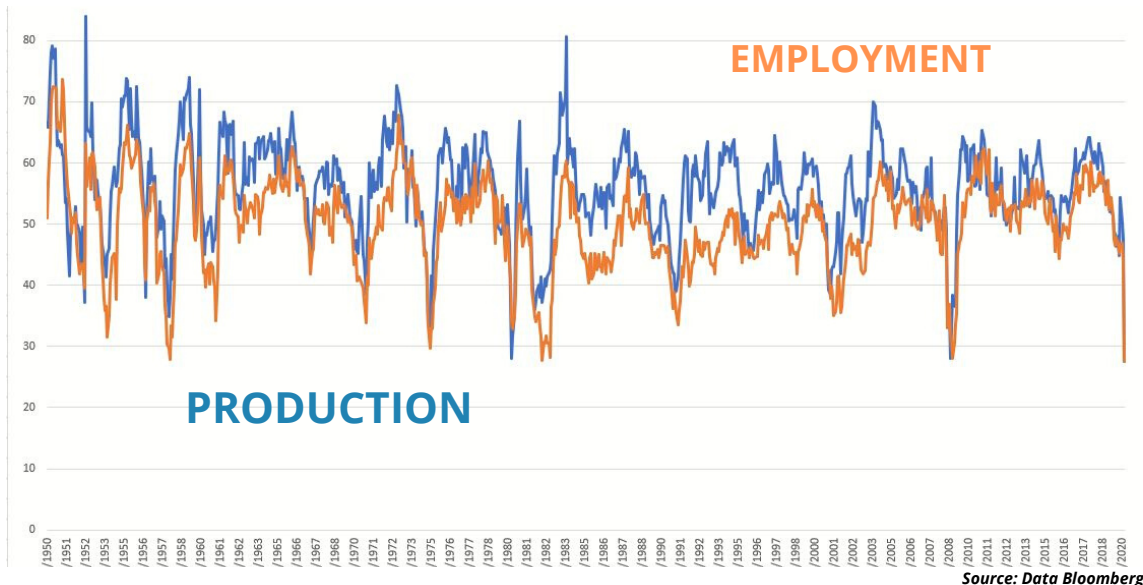
Financial Risk Score		
BEST	Switzerland	
	Belgium	
	United States	
	Japan	
	Netherlands	
	Germany	
WORST	United Kingdom	
	Sweden	
	France	
	Spain	
	Italy	
	Canada	

Economic Risk Score		
BEST	Switzerland	
	Japan	
	Germany	
	Netherlands	
	Sweden	
	France	
WORST	Canada	
	United Kingdom	
	Spain	
	Belgium	
	Italy	
	United States	

Political Risk Score		
BEST	Sweden	
	Netherlands	
	United Kingdom	
	Switzerland	
	Canada	
	United States	
WORST	Germany	
	France	
	Japan	
	Belgium	
	Spain	
	Italy	

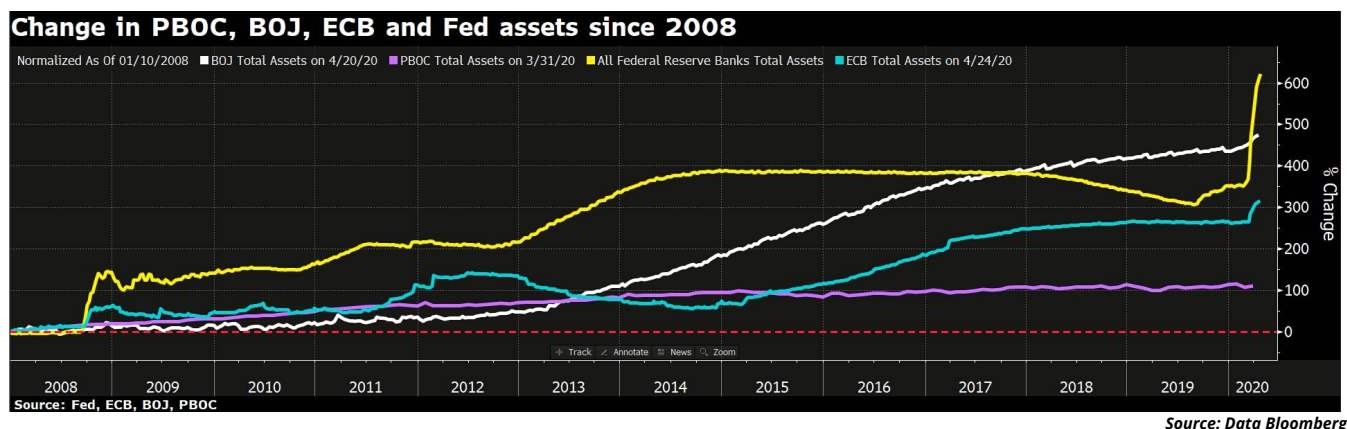
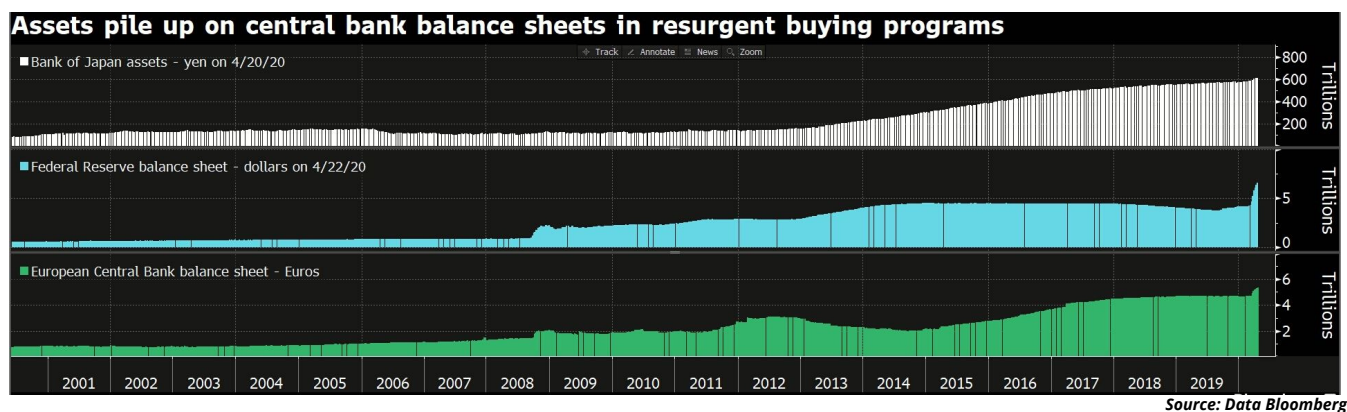
Outre Atlantique, l'épidémie de Coronavirus est arrivée plus tard, mais cela n'a pas empêché les Etats-Unis d'afficher l'une de ses pires NAPM (ISM) de production de son histoire. Il fallait revenir au 30 juin 1949 pour assister à une telle chute. Le NAPM Employment reste quant à lui très corrélé à ce dernier et le suit à un niveau record. La dernière fois que ce type de configuration est apparue, il a fallu au moins 3 trimestres pour revenir à la normale, ce qui laisse augurer une reprise en U plutôt qu'en V.

ISM PRODUCTION /EMPLOYEMENT



La phase récessive que subit les Etats-Unis est sans précédent sa violence est telle que même la Fed a dû appuyer sur le bouton une nouvelle fois pour mettre en marche la planche à billets. Elle surveille de très près l'évolution de l'économie américaine pour que ses artères de liquidité ne se retrouvent pas thrombosées à un moment donné.

Dans l'extrême urgence les banques centrales ont agi pratiquement toutes de manières synchronisées. Les programmes de soutien par l'achat de dettes gouvernementales et même d'entreprises a permis de calmer le "*liquidity crunch*" sur le crédit au mois d'avril. De ce fait les bilans des banques centrales évoluent en territoire record avec a la clé des trillions de \$, de yen, et d'euros supplémentaires. Depuis 2008, les banques centrales ont quasiment multiplié leurs détention d'actifs par 3 comme le montre les graphiques ci- dessous.



La vraie question à se poser est: pourra-t-on avoir des marchés financiers libres de réagir de manière indépendante un jour sans hyper-interventionnisme de la part des banques centrales?

II - Fixed Income

La mise en place rapide d'une politique monétaire globale et synchronisée en réponse au Covid-19 a permis de calmer le cataclysme que le marché de la dette a connu fin mars/début avril. L'économie continue d'être en quarantaine avec les conséquences que l'on connaît maintenant sur le marché de la dette.

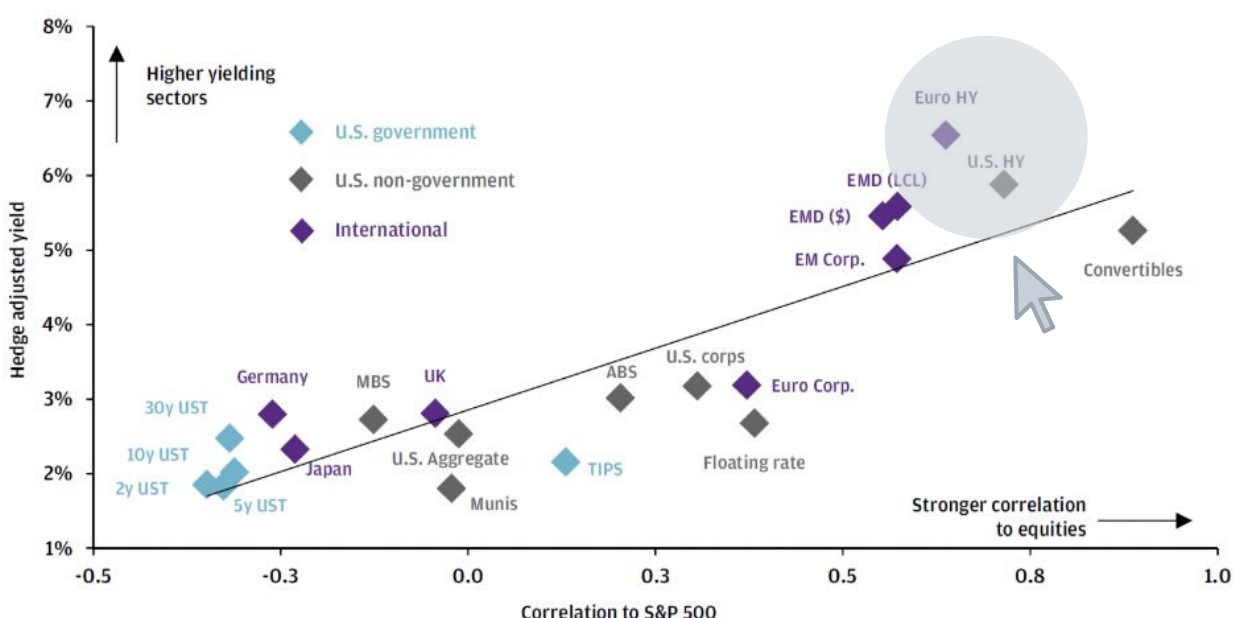
Nous continuons de privilégier les émetteurs de très bonnes qualités et entreprises leader dans leur secteur. Il est toujours important de ne pas courir après du haut rendement en période de fin de cycle économique, qui plus est quand on vit un événement comme celui actuel, car le levier financier des entreprises (HY) devient rapidement insoutenable engendrant des dégradations de rating en cascade de la part des agences de notations.

Rappelons que la problématique principale n'est plus de savoir si le déconfinement va avoir lieu ou pas mais d'estimer à quelle vitesse nous reviendrons à un niveau d'activité de tous les jours.

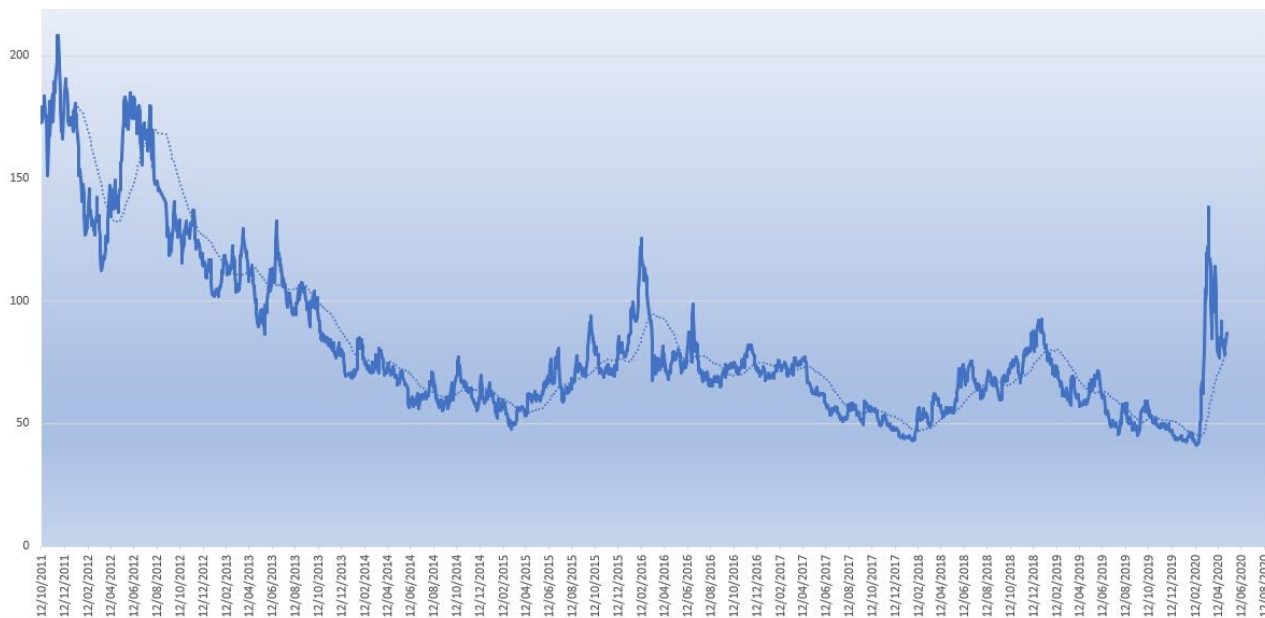
Notamment aux Etats-Unis où le consommateur américain a non seulement un rôle primordial dans le PIB US mais également dans le PIB mondial. Le risque donc est que le compartiment High Yield pour certains secteurs ne retrouvent jamais leur niveau de demande d'avant crise et que les taux de défauts explosent dans les rating proche du Junk Bonds.

Nous savons que le compartiment High Yield est hautement corrélé aux marchés actions, surtout les ratings sous BB- qui présentent une probabilité de défaut plus élevée. Les secteurs que nous sur-pondérons aujourd'hui sont les secteurs des utilities, technology, et de consommation non discrétionnaire.

EXHIBIT 2: Correlation of fixed income sector vs. S&P 500 and yields

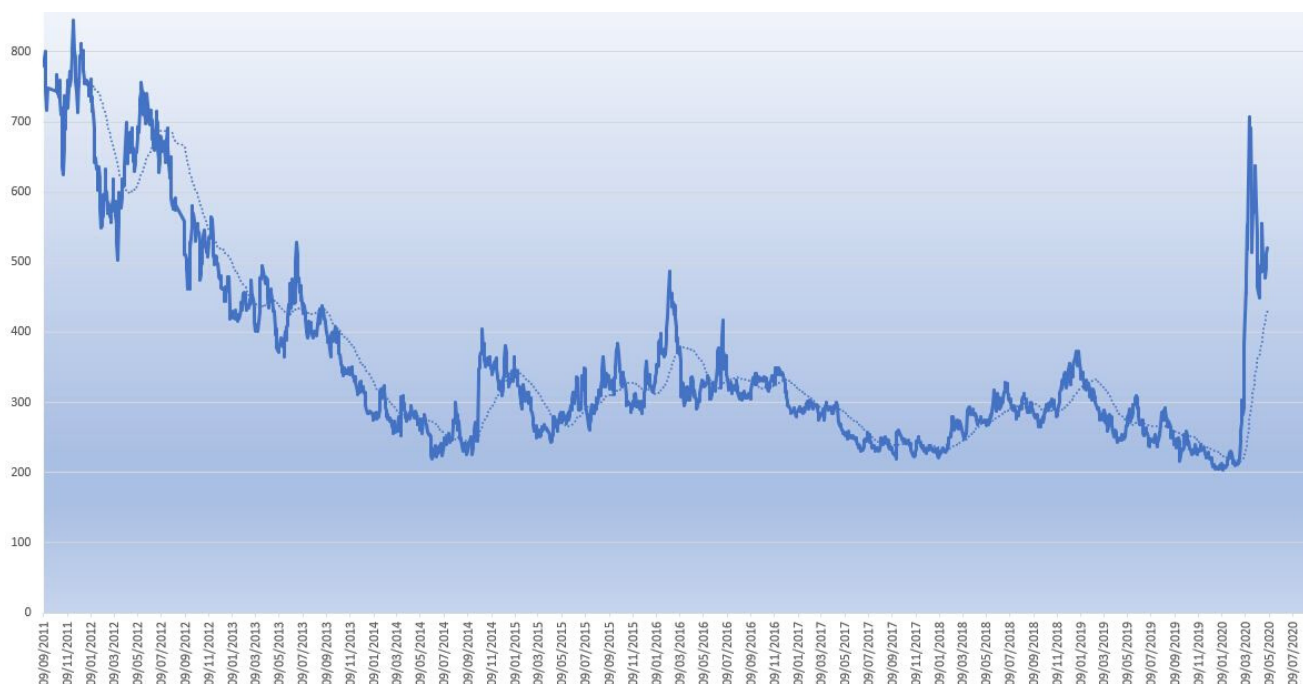


Itraxx Main EUR 5y



La volonté des gérants de se tourner vers l'Investment Grade se reflète clairement dans l'Itraxx Main 5y (graphique ci-dessus) ce qui confirme notre scénario d'allocations. A l'inverse, le Xover 5y Euro s'est resserré mais pas avec la même amplitude puisque ce dernier reste au-dessus de son range des 5 dernières années traduisant l'aversion des investisseurs pour le risque sur ce type de segment, preuve que le compartiment High Yield aura une convalescence bien plus longue que celui de l'Investment Grade.

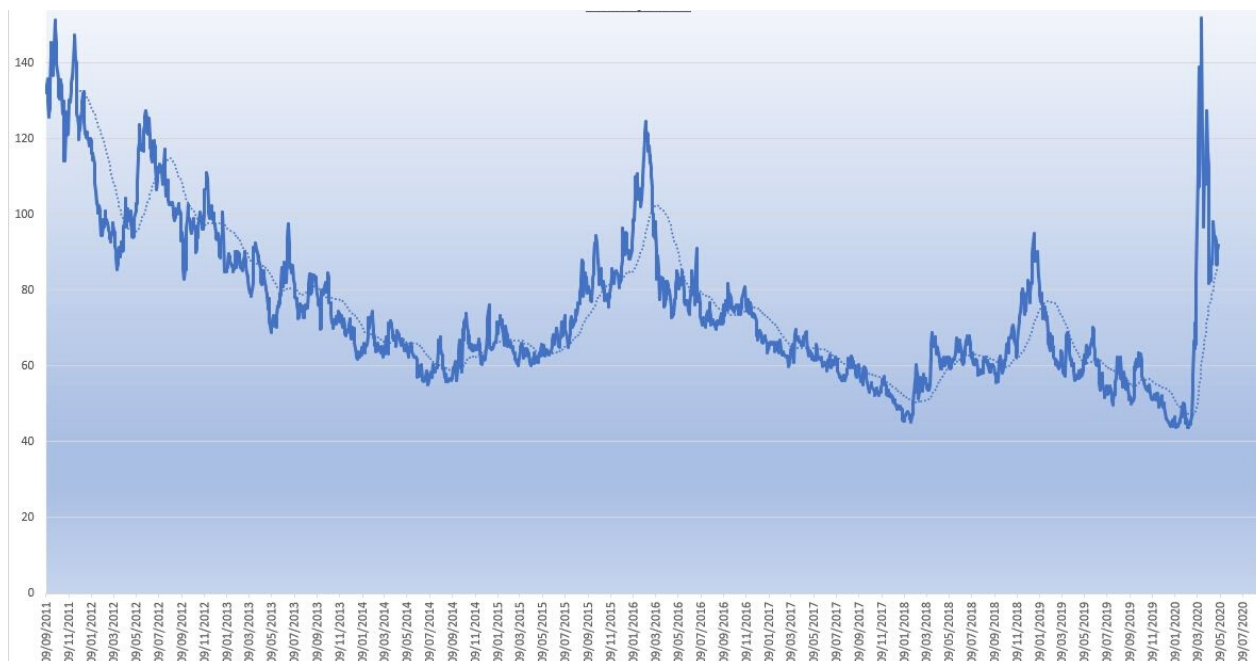
Itraxx XOVER EUR 5y





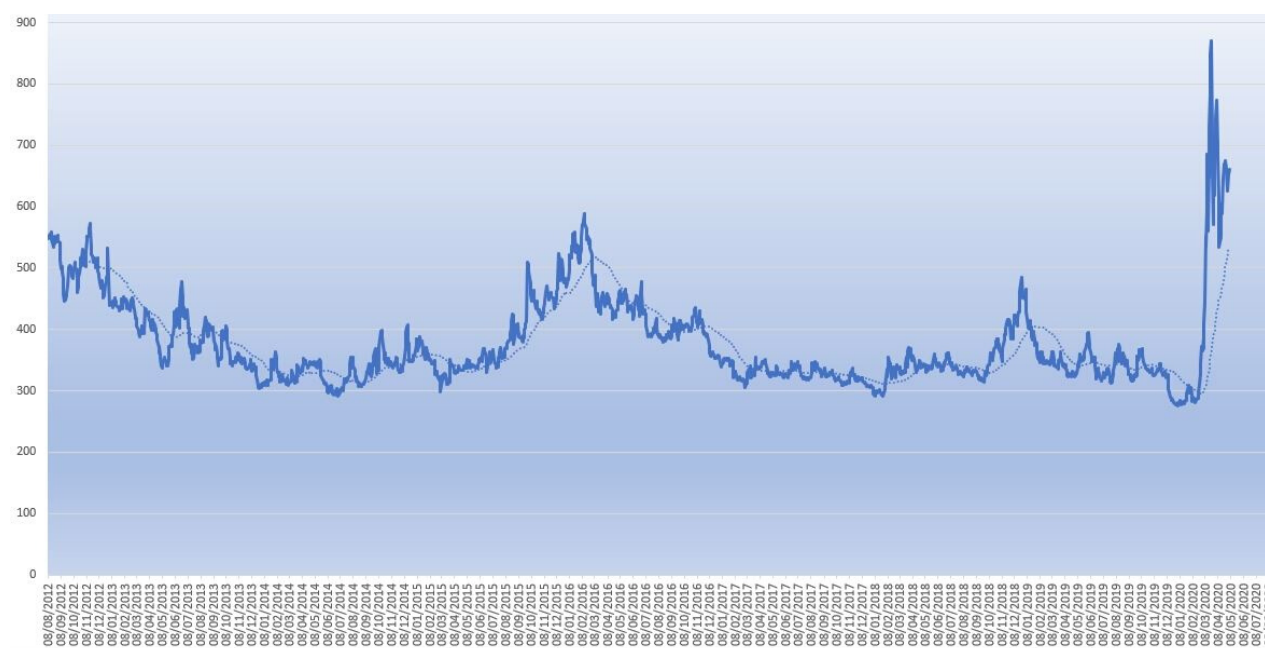
JVR INVEST
GET HIGHER

US CDX Main 5y



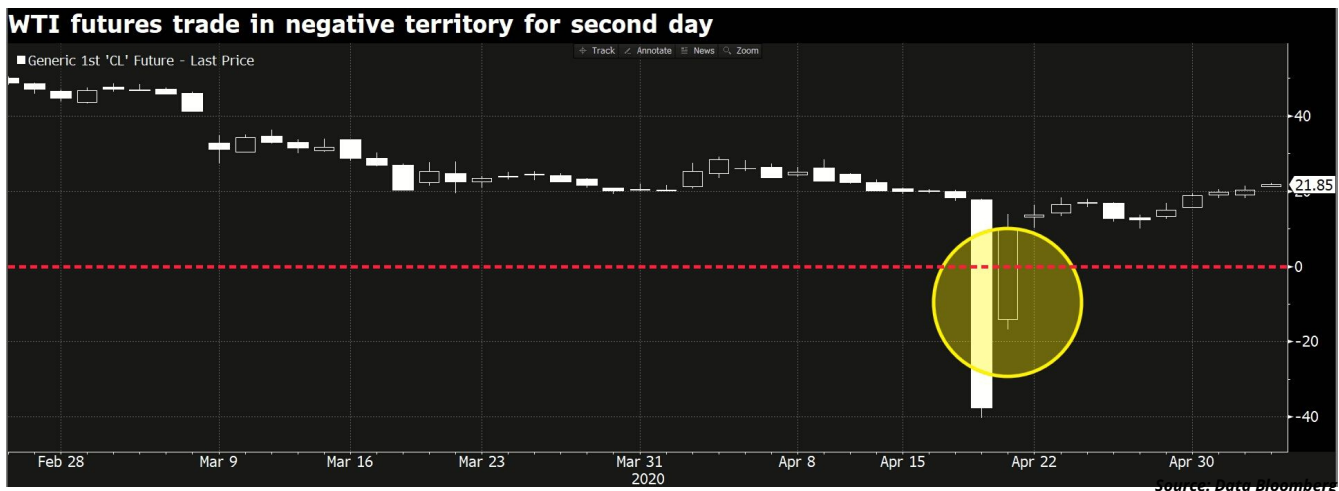
Un scénario similaire est identifiable sur outre-Atlantique avec un CDX Main 5y qui a reflué proche de ses niveaux de septembre 2019 tandis que la catégorie High Yield reste sous pression malgré l'intervention de la Fed depuis peu.

US CDX HY 5y



III- Energie

Les conséquences de la situation historique que nous vivons actuellement sont inconnues pour le moment. On en découvre certaines au fil des jours, comme par exemple l'entrée en territoire négatif du WTI sur son roll mensuel entre avril et juin. En effet, le "super contango" a généré de l'appétit chez traders physiques qui se sont empressés d'acheter des barils pas cher pour les stocker et les revendre sur le mois de juin. Malheureusement, les capacités de stockage étaient déjà quasi saturées, et les traders n'ont pas eu d'autres choix que de revendre dans l'urgence leurs achats de contrats amenant le cours du pétrole sous la barre du 0 pendant un instant.



La situation que nous vivons ne devrait pas perdurer dans le temps et nous maintenons notre avis neutre/positif sur l'Or noir à moyen terme avec un target entre 30/35\$ pour le Brent et 25/30 pour le WTI. En effet, la Chine qui a été en confinement bien avant l'Europe et les Etats-Unis recommence à mettre ses capacités de raffinage en marche contrairement à son homologue américain qui lui se retrouve à un bas niveau quasi historique.

China Shandong refinery utilization

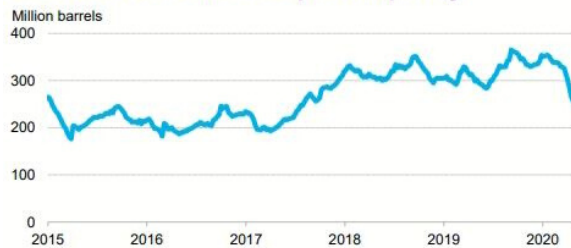


U.S. refinery utilization



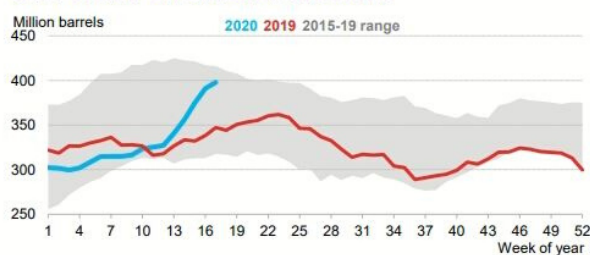
Les capacités de stockage devraient donc commencer à diminuer également après avoir atteint un record mi -avril. On remarque très clairement la pentification de la courbe de stockage par rapport à sa courbe de saisonnalité.

U.S. crude oil stocks: spare capacity



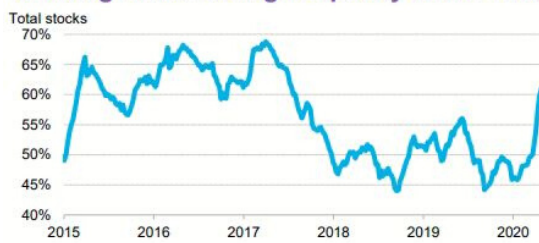
Source: EIA

U.S. crude oil stocks: seasonal



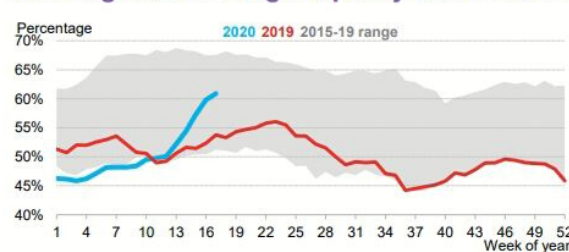
Source: EIA

Working crude storage capacity filled: historical



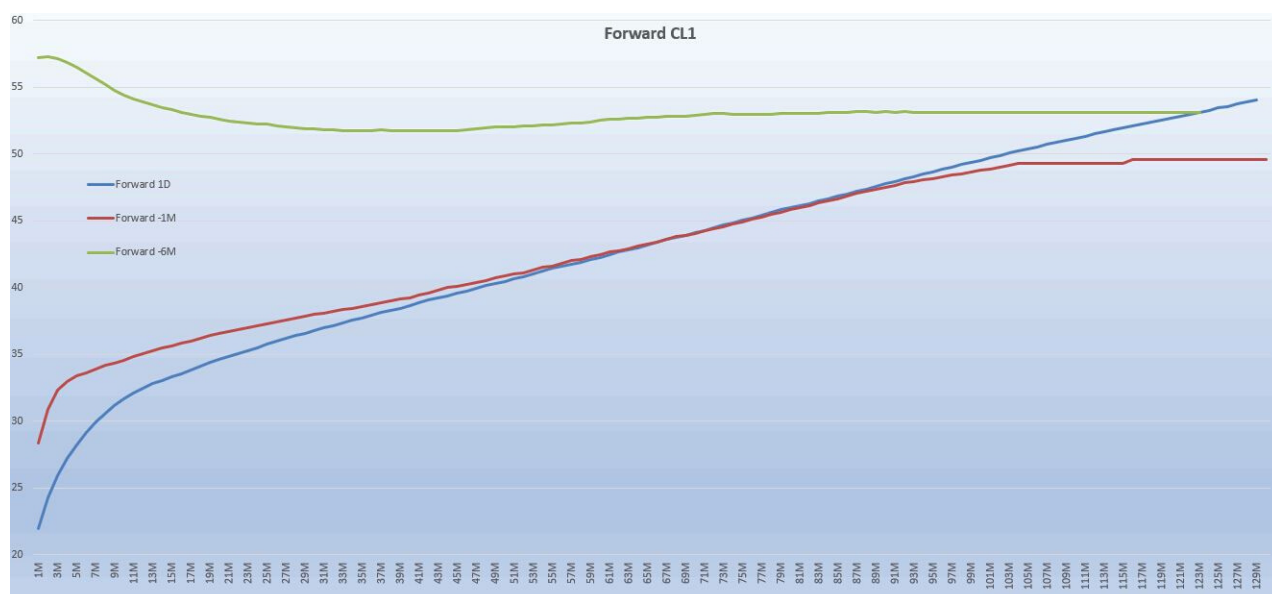
Source: EIA

Working crude storage capacity filled: seasonal

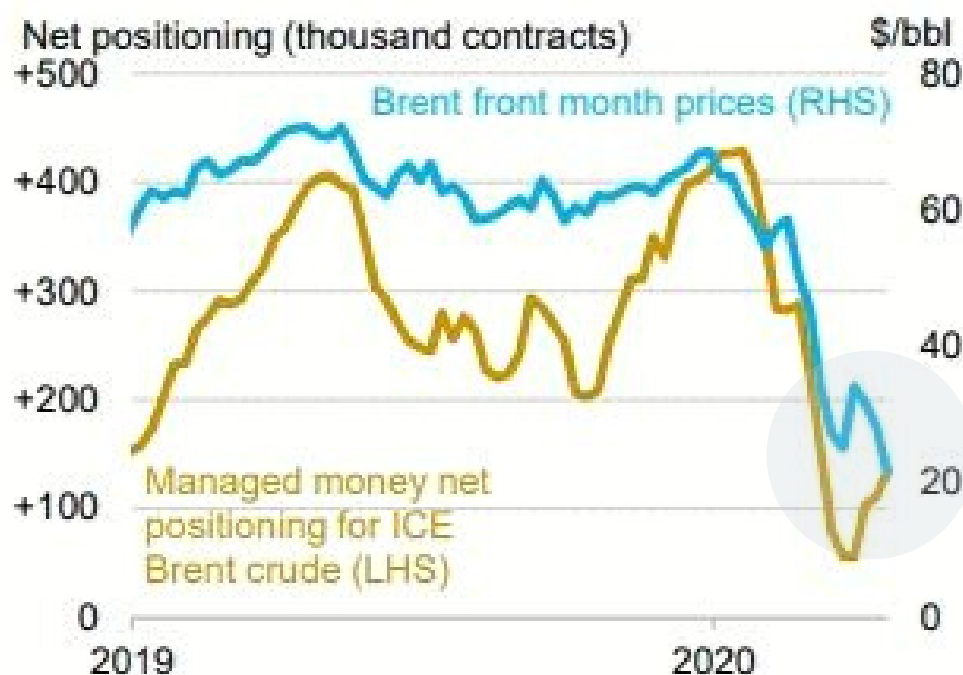


Source: EIA

Au regard de la situation actuelle les prochaines échéances May-Juin pourraient connaître la même configuration qu'au mois d'avril avec une chute sous 0 moins probable durant le roll de la prochaine échéance. Le Contango présent sur les échéances 3/5 mois reste très pentu comme le montre le graphique ci-dessous.

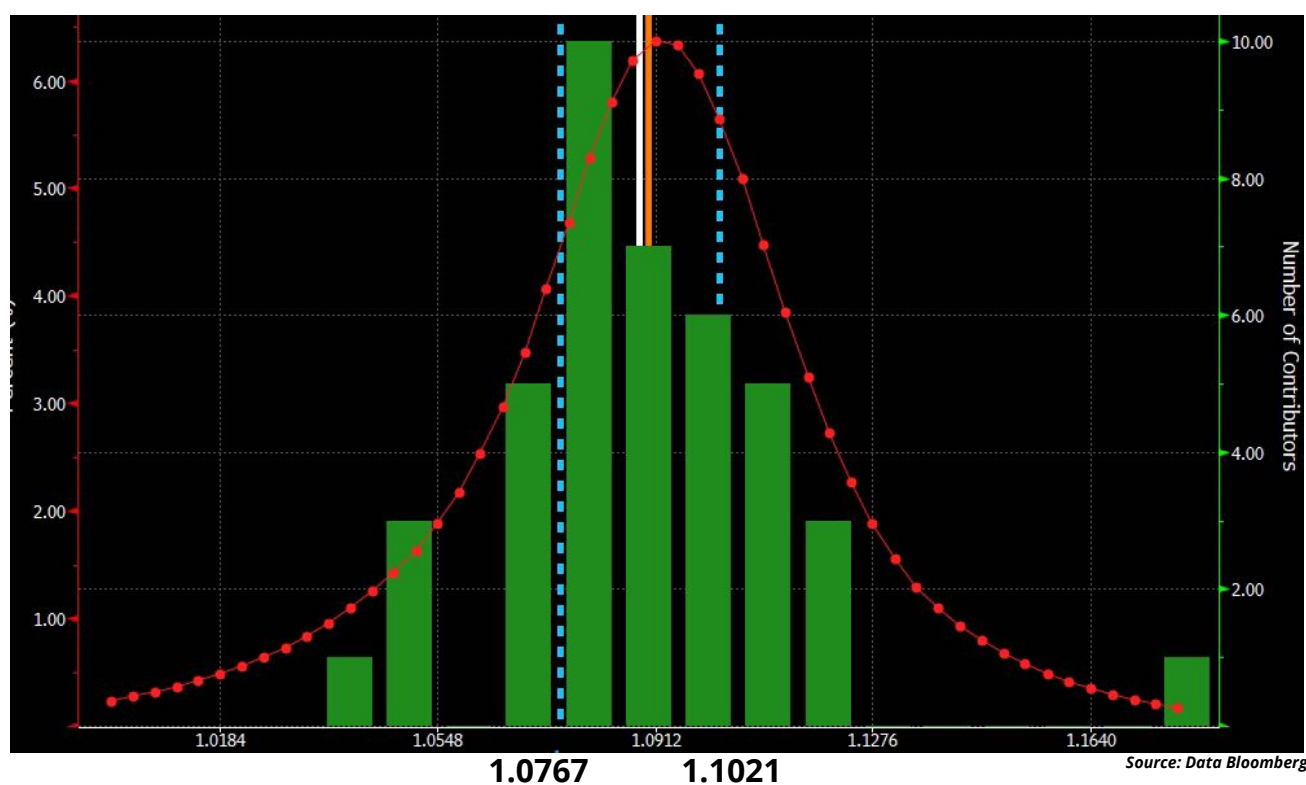


Mais il n'y a pas que les traders physiques qui pensent que le pétrole va remonter. Les money managers sont également en train de se positionner à l'achat aux cours actuels avec un switch haussier assez important à court terme comme le montre les deux graphiques ci-dessous, un sur le WTI et l'autre sur le Brent.

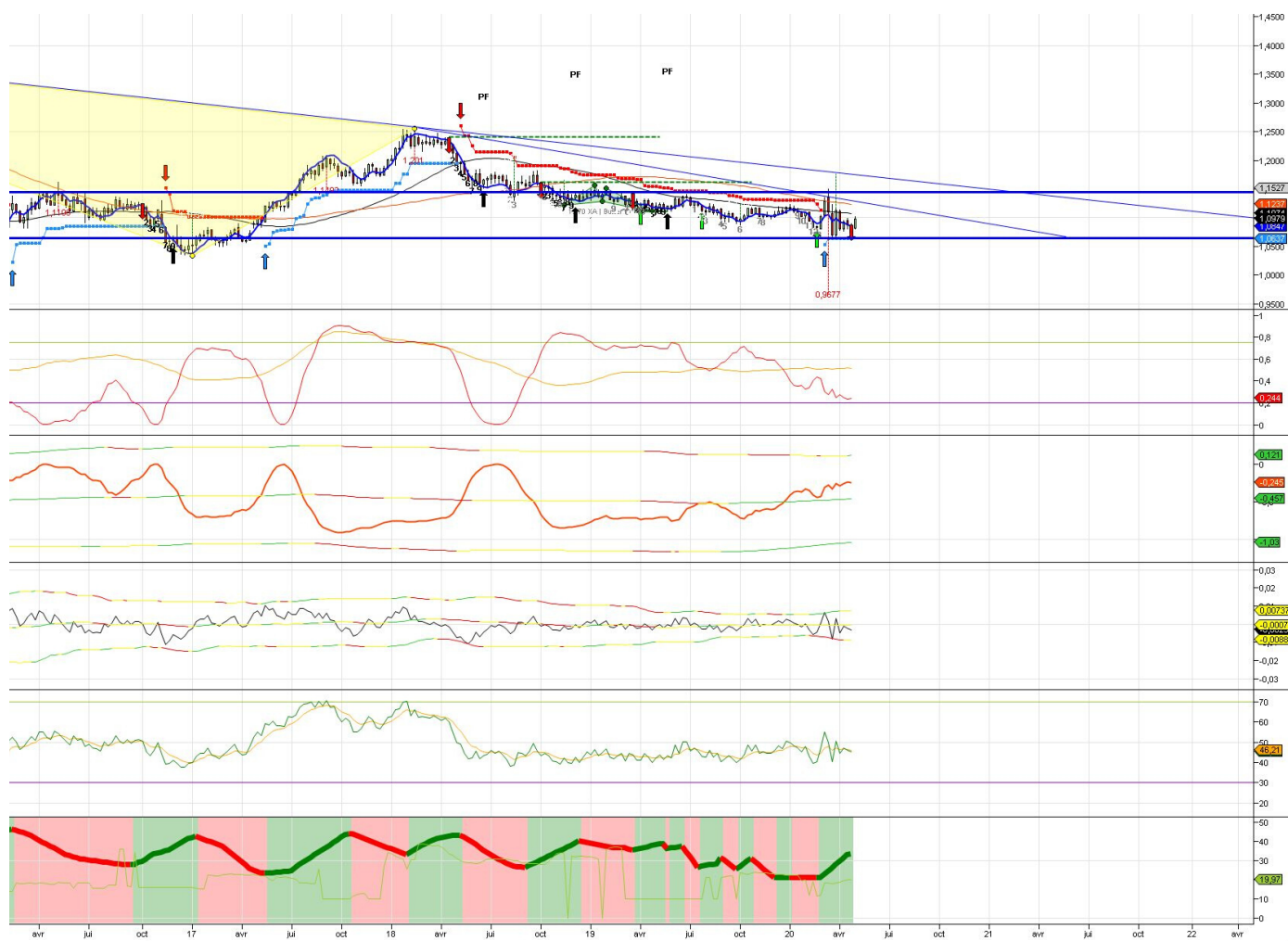


IV - Forex

La paire EURUSD connaît depuis deux mois une volatilité assez importante. De gros mouvements se manifestent au gré des actions des banques centrales et des annonces de statistiques économiques jamais vues. Dans ce contexte, le dollar devrait à court terme continuer de se raffermir avec une première cible à 1.0767 dans les prochaines semaines. Les conséquences des confinements successifs devraient pénaliser la croissance des pays confinés ainsi que les résultats d'entreprises. Si les statistiques du premier trimestre ont fait peur, nous estimons que celles du second pourrait définitivement battre des records.



Nous restons donc positifs avec dollar avec un point d'inflexion à 1.1065 qui invaliderait notre scénario de court terme.



Disclaimer

Cette newsletter est dirigée à des investisseurs qualifiés, ne constitue en aucun cas une proposition commerciale ou une incitation à l'achat des produits ci mentionnés. L'objectif de la newsletter est d'avoir un caractère d'information et d'aider aux investisseurs dans la prise de leurs décisions. Cette lettre ne peut pas être reproduite et divulguée sans l'autorisation de © JVRINVEST

Notre allocation tactique pour la première partie de l'année 2020 est modifiée :

Asset Class	Négatif	Neutre	Positif
Actions USA		KEEP CALM AND BE LIKE A TURTLE	
Actions Europe			
Actions Emergents		KEEP CALM AND BE LIKE A TURTLE	
Bonds, Obligations			
Or		KEEP CALM AND BE LIKE A TURTLE	
Pétrole			
Real Estate			