



JVR INVEST  
GET HIGHER

**Juillet-Août 2020**

# Newsletter





## Le Mot du CEO

Chers Lecteurs,

Pendant que nous écrivons ces lignes une augmentation des nouveaux cas du COVID est en train de se produire en Espagne et des microrégions commencent à être à nouveau confinées. Le Portugal a été aussi affecté et les Etats-Unis, le Mexique ou le Brésil n'arrivent pas à contenir l'expansion de la pandémie.

Ici à Genève les vols au départ de l'aéroport se résument à 40 vols journaliers... Des hôtels de luxe, des vraies institutions comme Le Richemond ferment ses portes dû au manque des clients.

L'Organisation Mondiale de Santé OMS vient de confirmer la transmission aérienne du virus ce qui ratifie le besoin de portage de masques de protection. Nous devrions nous demander pourquoi cette information n'est pas arrivée plus tôt. Au même temps les Etats-Unis abandonnent cette organisation et ont exprimés leur mécontentement.

Des échantillons d'eaux résiduelles à Milan et Barcelone au mois de décembre 2019, 40 jours avant le premier patient officiel ont révélés des traces du COVID.

Toutes ces informations ne sont pas rassurantes et nous avons l'impression d'un volontarisme excessif pour ne pas faire couler une économie qui est complètement décorrélé des marchés boursiers et qui continuent à monter. Nous avons inclus à votre demande une vision des marchés actions américaines et européennes dans cette Newsletter.

Le COVID est en train de bouleverser nos habitudes de consommation, c'est déjà un fait, et malheureusement nous pensons que cette situation peut perdurer.

Nous vous envoyons notre Newsletter pour les mois de Juillet et Août et nous vous souhaitons des bonnes vacances protégées et en toute sécurité.

Joaquin Vispe-Roman



## I - Point Macroéconomique.

Ça y est c'est officiel, le Business Cycle Dating Committee a déterminé qu'un pic d'activité économique avait été identifié en février 2020 outre-Atlantique. Ce pic marque la fin de la phase d'expansion dans laquelle s'inscrivait les Etats-Unis depuis juin 2009 et également le début d'une récession. L'expansion aura duré 128 mois, soit la phase la plus longue de l'histoire des cycles économiques US dont le début du suivi a commencé en 1854. Le dernier cycle d'expansion record remonte à mars 1991 et avait duré 120 mois.

Il sera difficile même avec une boule de cristal de savoir quand réellement l'économie américaine sortira de cette récession. Historiquement, il faut entre 6 mois et 18 mois pour identifier et valider une sortie de récession. Mais en tous cas les marchés semblent bien sûr d'eux de ce point de vue. Avec une reprise "risk on" depuis les creux de mars de l'ordre de 44%, on voit bien que l'impact de la politique budgétaire et monétaire a réduit le prix du risque à 0.

Mais le diable se cache souvent dans les détails, et ce que l'on constate c'est que la reprise a surtout bénéficié aux secteurs défensifs ce qui suggère qu'une amélioration des conditions économiques sera plus que nécessaire pour envisager des nouveaux plus hauts sur les marchés.

La dynamique des investisseurs est drivée par les espoirs de trouver un vaccin. Mais la grande difficulté réside dans le fait que ce virus n'est pas immunisant pour l'hôte. De ce fait on peut considérer que le Covid 19 peut être mis dans la même catégorie que le VIH qui mobilise depuis 30 ans énormément de chercheurs et d'argent afin de trouver un vaccin et qui pour l'instant ne présente même pas un embryon d'efficacité. Si l'on se retrouve dans la même situation que le virus du Sida il est peu plausible qu'un vaccin efficace voit le jour cette année ou bien l'année prochaine.

Le véritable enjeu serait plutôt d'avoir un protocole efficace qui permette de traiter l'infection virale à n'importe quel stade de l'évolution de la maladie ainsi que les différents stades de surinfections.



Si l'on regarde le Risk Appetite Index (RAI) on remarque qu'il y a eu un violent changement de sentiment juste avant le début des vacances estivales alors que dans le même temps l'indice S&P 500 papillonnait au-dessus de l'important seuil des 3000pts. Et pour cause, d'un côté, les différents clusters de redémarrage Covid ont jeté un froid et une certaine angoisse en vue d'un nouveau lockdown possible et de l'autre côté une masse de liquidité générée par les banques centrales qui pousse tout le monde à prendre du risque quasi nulle.

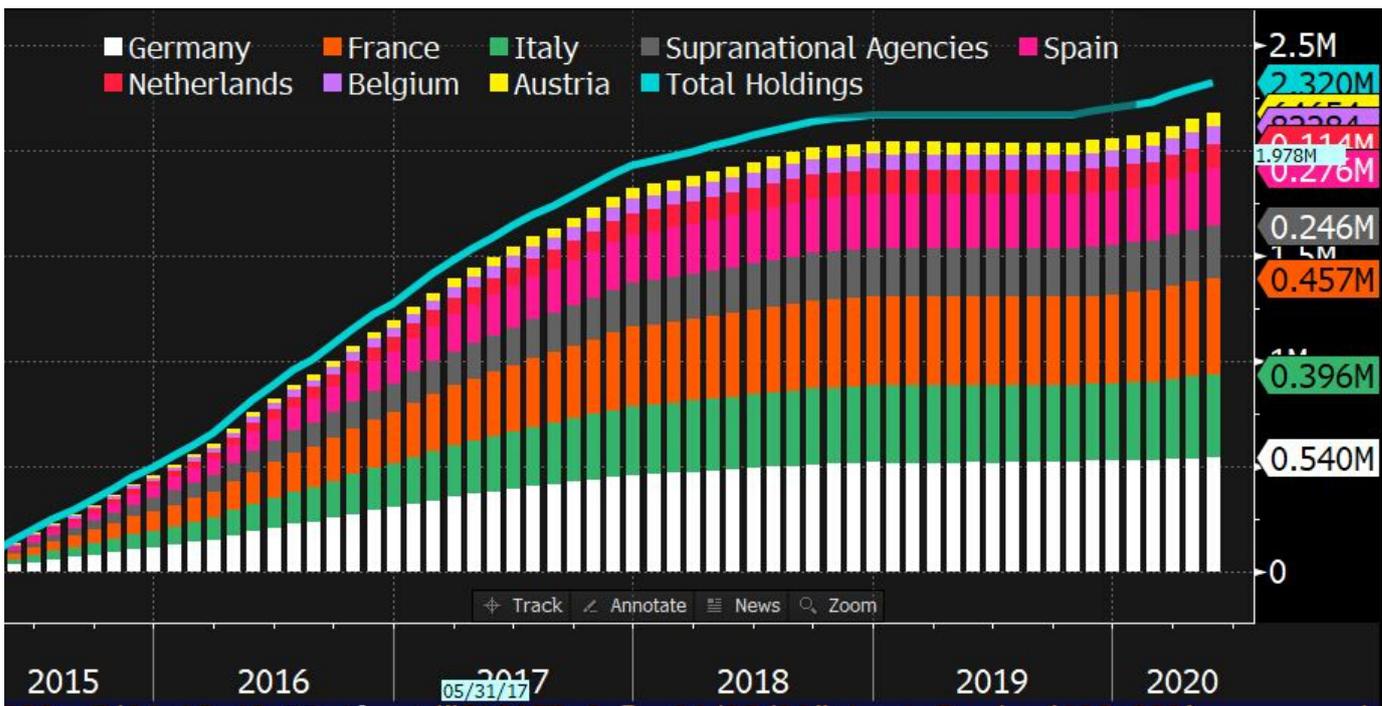
Par le passé, on a déjà eu des configurations similaires, mais avec des niveaux d'interventions plus faibles de la part des banquiers centraux et à chaque fois il y a eu une lutte entre les macro traders qui observent et ne rentrent pas dans le marché et les systématiques traders qui profitent de l'occasion pour capturer le retour à la moyenne des mouvements de swings.

Nous pouvons donc en déduire que les indices pourraient continuer à monter simplement parce que le décalage des global macro pourrait se réduire au 3e trimestre, ce qui correspondrait à un retour sur les plus hauts pour le S&P 500 avant le début des élections américaines.





Du côté des banques centrales, la BCE continue d'acheter des obligations souveraines à un rythme soutenu au travers de ses programmes PEPP et CSPP. L'Allemagne reste le pays le plus ciblé puisque les obligations souveraines allemandes constituent actuellement plus de 23 % des assets détenues par la banque centrale.





Du côté de la Fed, la donne est différente puisque après 3 mois de hausse sans précédent de son bilan, la dernière semaine de juin avait révélé sa plus forte baisse hebdomadaire depuis mai 2009. Mais pas d'inquiétude ce n'est, en aucun cas, dû à un ralentissement ni une baisse du QE. La Fed continue d'injecter presque toutes les semaines 15.8 milliards en bons du Trésor. Cette baisse est principalement due à la chute de 32 milliards des lignes de MBS et à une chute des swaps de liquidité qui ont diminué de 49.5 milliards.

5. Consolidated Statement of Condition of All Federal Reserve Banks

Millions of dollars

Assets, liabilities, and capital	Eliminations from consolidation	Wednesday Jul 1, 2020	Change since Wednesday Jun 24, 2020	Wednesday Jul 3, 2019
<b>Assets</b>				
Gold certificate account		11,037	0	0
Special drawing rights certificate account		5,200	0	0
Coin		1,475	+ 20	- 201
Securities, unamortized premiums and discounts, repurchase agreements, and loans		6,594,261	- 23,029	+2,845,806
Securities held outright (1)		6,126,948	- 16,245	+2,496,482
U.S. Treasury securities		4,213,220	+ 15,816	+2,117,827
Bills (2)		326,044	0	+ 326,039
Notes and bonds, nominal (2)		3,581,139	+ 10,215	+1,625,869
Notes and bonds, inflation-indexed (2)		270,206	+ 5,654	+ 153,690
Inflation compensation (3)		35,831	- 53	+ 12,230
Federal agency debt securities (2)		2,347	0	0
Mortgage-backed securities (4)		1,911,381	- 32,060	+ 378,655
Unamortized premiums on securities held outright (5)		314,324	+ 470	+ 183,565
Unamortized discounts on securities held outright (5)		-5,345	- 26	+ 7,529
Repurchase agreements (6)		61,201	- 9,000	+ 61,201
Loans (7)		97,133	+ 1,773	+ 97,028
Net portfolio holdings of Commercial Paper Funding Facility II LLC (8)		12,799	+ 1	+ 12,799
Net portfolio holdings of Corporate Credit Facilities LLC (8)		41,940	+ 1,323	+ 41,940
Net portfolio holdings of MS Facilities LLC (Main Street Lending Program) (8)		37,502	0	+ 37,502
Net portfolio holdings of Municipal Liquidity Facility LLC (8)		16,081	+ 1	+ 16,081
Net portfolio holdings of TALF II LLC (8)		8,753	+ 253	+ 8,753
Items in process of collection	(0)	46	- 27	- 53
Bank premises		2,193	- 9	+ 8
Central bank liquidity swaps (9)		225,414	- 49,549	+ 225,397
Foreign currency denominated assets (10)		20,984	+ 26	+ 67
Other assets (11)		31,355	- 2,273	+ 7,744
<b>Total assets</b>	(0)	<b>7,009,040</b>	<b>- 73,262</b>	<b>+3,195,842</b>



## II - Marchés Actions US

Avec un bond de plus de 44 % depuis le plus bas niveau de mars les indices actions US semblent avoir touché un niveau plafond. En effet, les nouveaux clusters de Coronavirus ainsi que les nouveaux confinements ciblés dans certaines régions du monde rappellent que l'économie reste fragile.

Effectivement le plus gros risque pour les marchés serait d'avoir une persistance du Covid-19 sans contre-mesures efficaces ce qui entraînerait une demande finale faible, une baisse des bénéfices pour les entreprises et un environnement du marché du travail faible. De plus, nous restons convaincus que la pandémie va modifier de manière durable le comportement du consommateur. Ce dernier représente 70 % du PIB aux Etats-Unis et sachant qu'il n'avait plus connu de problème sur le marché du travail depuis 11 ans, il semble correct d'estimer que la normalisation de son comportement va prendre beaucoup plus de temps que par le passé.

Toutes ces considérations devraient amener une reprise pour le second semestre plus chaotique qu'attendu et que la déception pourrait être au rendez-vous. Nous parions toujours sur une reprise larvée plus qu'en "V". Les prévisions de PIB et de bénéfices pour 2021 devront être les drivers déterminants de la tendance à venir. Seule une baisse de la mortalité due à une avancée dans un traitement viable et applicable dans le monde entier pourrait invalider notre hypothèse.



## II - Marchés Actions Européennes

Scénario identique qu'aux Etats-Unis, les institutionnels tendent à intégrer des scénarios trop optimistes sur une normalisation de l'activité économique en Europe. La BCE et Bruxelles ont réussi à masquer les symptômes d'une Europe bien malade grâce à leurs actions et discours.

Malheureusement, il y a un gros écart entre mesure de soutien et mesure de relance et c'est cet écart qui fait toute la différence. Le niveau d'endettement des entreprises et des Etats est juste stratosphérique. De plus, le niveau des PER prospectif atteint des seuils record signe qu'il y a une déconnexion inhabituelle entre économie réelle et financière. Pour preuve, le niveau du PER du CAC40 s'élève à 19.1 contre une moyenne historique de 17.

D'ailleurs certains acteurs sont plus que rétifs à accepter le niveau de valorisation actuel en achetant du Vix ou du Vstoxx.

Normalement, pendant les phases d'accélération haussière des marchés, les indices de volatilité ont tendance à revenir en dessous de leur moyenne de long terme. Dans la configuration actuelle, c'est loin d'être le cas puisque le Vix comme Vstoxx gravitent au-dessus de leur environnement de pré-crise.

### VIX Index



### VSTOXX Index

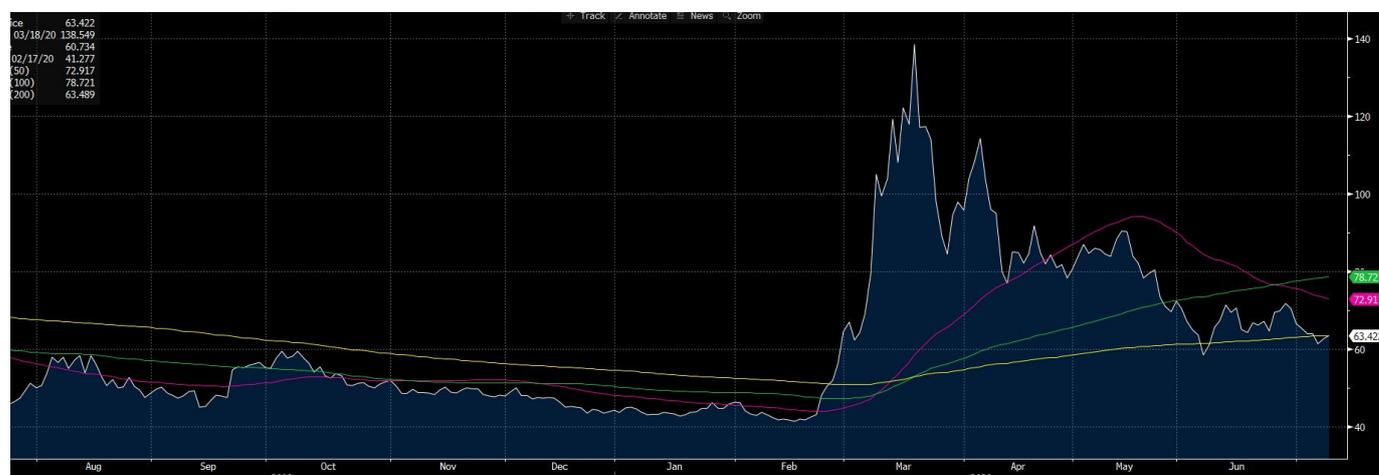


### III - Crédit

Le mois de juin a été plutôt favorable à la catégorie High Yield qui a récupéré aux alentours de 70% de ses pertes due à la pandémie aidé par un approvisionnement conséquent.



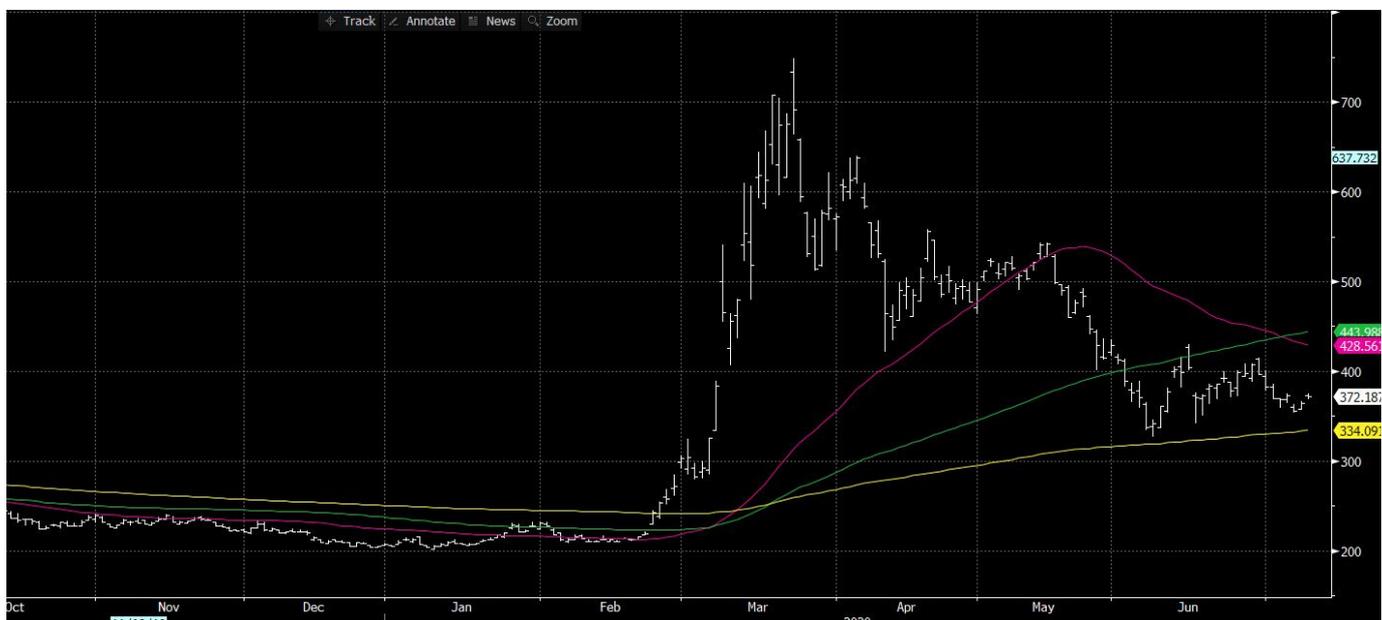
### Itraxx Main EUR



L'Itraxx Main est resté stable sans pour autant revenir sur ses niveaux d'avant crise dans un marché soutenu par un marché primaire dynamique et les achats de la banque centrale européenne.

Comme pour le marché actions, le soutien public aux entreprises accroît leur endettement dans un environnement récessif qui augmente leur levier et rend leur capacité de remboursement plus difficile. Il faut donc s'attendre une nouvelle vague de dégradation et de nombreux "fallen angel". Il y a environ 5 100 milliards € d'encours noté BBB au niveau mondial. Imaginons un instant que les dégradations concernent à peu près 10 % de ce montant cela nous donne un peu plus de 510 mds à risque pour le second semestre.

Si les agences commencent à dégrader les émetteurs concernés, la vague de décompression de volatilité pourra s'avérer douloureuse puisque ces derniers devraient subir des effets de réallocations provenant des assureurs, gestionnaires de fonds contraints et des banques. Le Xover pourrait dans cette éventualité repartir vers le niveau des 400 bps.



## IV - Matières Premières

Le cuivre se porte plutôt bien, effaçant ses pertes liées au coronavirus en moins de trois mois. Deux facteurs concordants expliquent ce phénomène. En effet, les perturbations liées à la pandémie ont resserré l'offre alors que la demande se redresse.

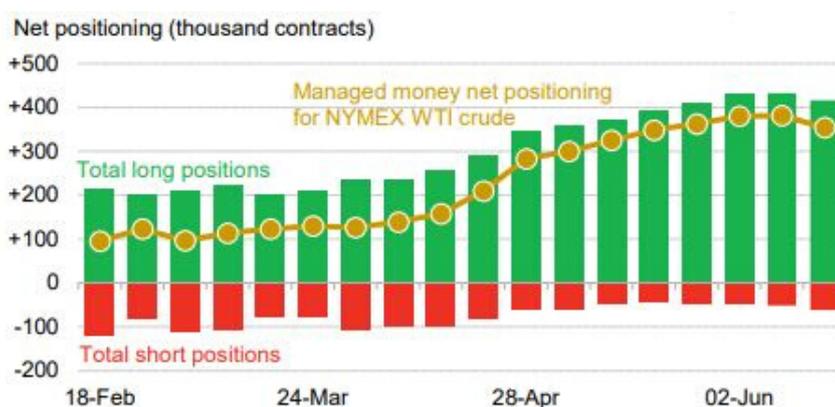
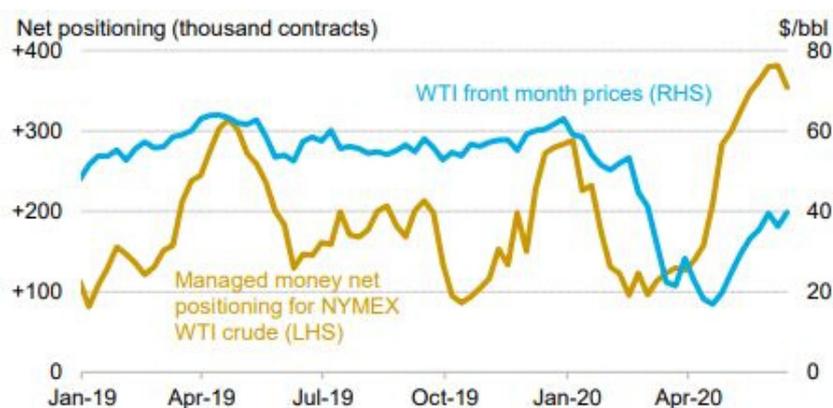
De nombreux travailleurs chiliens sont tombés malades dans les mines de cuivre qui représente un quart de l'approvisionnement mondial en cuivre alors que dans le même temps, la Chine reconstitue ses stocks en vue de sa reprise économique. Sur le LME, le cuivre a passé la barre des 6180 \$ la tonne métrique. Certains experts tablent sur une poursuite de la hausse du Cuivre vers 7000 \$ dû à une période de sous-approvisionnement structurel.

Sur les futurs, les traders anticipent cette amélioration puisque ce dernier vient de repasser en Backwardation.



## V -Energie

On avait discuté lors de notre dernière lettre du nombre important de positions longues. Après le rallye de l'or noir, il semble que des prises de profits soient effectuées au-dessus du seuil des 40 \$. Des facteurs plus macro peuvent expliquer la réticence des investisseurs à maintenir leurs positions longues au-delà des 40\$. Le premier c'est que la demande devrait baisser d'environ 8.5 millions de baril par jour en 2020. Pourtant, la production baisse également à 3 millions de barils/jour. Des diminutions importantes dans l'upstream Capex couplée à la réduction agressive de l'OPEC+, devrait retirer un volume important créant un déficit de production pour le second semestre 2020.



Million barrels per day	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020
World demand	92.39	81.30	92.28	96.30	90.59
Non-OPEC liquids supply	66.54	61.44	59.31	59.97	61.80
OPEC crude	28.26	*25.70	*24.02	*24.43	25.59
OPEC NGLs/others	5.35	5.27	5.17	5.13	5.23
World supply	100.14	92.40	88.49	89.52	92.62
<b>Balance</b>	<b>+7.75</b>	<b>+11.10</b>	<b>-3.79</b>	<b>-6.78</b>	<b>+2.03</b>



L'or noir semble rencontrer une importante résistance aux alentours 40.5 \$. Les vendeurs tentent de reprendre la main diminuant sensiblement le momentum de l'indice. A court terme, et au regard de l'incertitude autour d'une seconde vague de Covid et des nouveaux lockdowns dans certaines régions du globe il n'est pas impossible que l'on revoie le seuil des 35\$ à court terme. L'objectif moyen terme reste pour le moment inchangé à 49 \$. Ce niveau correspondrait à un prix d'équilibre entre les nouvelles données offre/demande attendue pour le second semestre.

## VI -Forex

L'Euro a grandement bénéficié de la phase "risk-on" sur les marchés actions tout au long du mois de juin, remettant en cause progressivement les attentes des analystes ainsi que leur objectif.



Nous assistons à une translation de la tendance centrale vers 1.125/1.13 pour les prochaines semaines sachant qu'une réunion crucial pour la tendance future de la paire se tient le 17/18 juillet concernant le plan de relance de Bruxelles. Regardons d'un point de vue technique ce que l'EURUSD pourrait faire dans les prochaines semaines.



**JVR INVEST**  
GET HIGHER



Sur le plan technique la rupture de la résistance oblique descente de moyen terme met un terme à la consolidation dans laquelle s'inscrivait l'Euro depuis janvier 2018. Un objectif se dessine maintenant à la hausse à 1.1671. Cette extension haussière est confirmée sur le RSI qui a encore un potentiel haussier avant de rentrer dans la zone de sur-achat. Mais la neutralité de certains indicateurs de tendance indique clairement que les traders forex sont attentistes pour le moment et attendent la venue d'un nouveau trigger (réunion du 17-18 juillet) avant de prendre position. Seule une réintégration du canal baissier pourrait invalider le scénario haussier énoncé plus haut avec un premier objectif bas à 1.0925.

## 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 de l'année 2020 est modifiée :

Asset Class	Négatif	Neutre	Positif
Actions USA			
Actions Europe			
Actions Emergents			
Bonds, Obligations			
Or			
Pétrole			
Real Estate			