



Lettre n°4

Les cinq aléas et la certitude

« *Quand les malheurs arrivent, ils ne viennent pas en éclaireurs mais en bataillons* » William Shakespeare – Hamlet.

Réitérer le conseil de prudence développé dans nos notes précédentes, tel est le propos de cette note qui met en exergue cinq aléas même si nous sommes convaincus de la détermination et de la capacité des Etats et des banques centrales à éviter une récession durable. La crise actuelle diffère de celle de 2008. Hier une crise du système financier, aujourd'hui un arrêt imposé de l'activité de production et une chute de la consommation. Hier des banques sous assistance, aujourd'hui des banques courroies de transmission de l'aide étatique et des injections opérées par les banques centrales. Hier, en 2009, un recul du PIB de 2.9% en Europe, aujourd'hui, la volonté de prévenir ce risque.

Les cinq aléas

L'aléa sanitaire

C'est le plus difficile à appréhender. L'idéal, ce serait la mise au point rapide d'un vaccin, on évoque une trentaine de projets avancés. L'inquiétant, ce serait, l'éventualité d'une réapparition du virus en Chine ou ailleurs en Asie. L'inquiétant serait la propagation aux Etats-Unis car, cela surprend dans la première économie mondiale, le nombre de lits d'hôpital/1000 habitant est faible, 2,8 à comparer avec 6 en France et 12 en Corée du Sud. Impossible à prévoir cet aléa, mais si tel était le cas, la crise économique serait durable, le nombre de défauts d'entreprises s'aggraverait et les marchés boursiers seraient impactés. On peut conjecturer que les autorités chinoises, bien conscientes du risque, font tout pour le prévenir mais on ne sait jamais.

L'aléa économique

Nul ne peut évaluer l'ampleur de la récession. Les seuls chiffres dont on dispose, ceux de la Chine sur les deux premiers mois, montrent un recul de 80% des ventes automobiles sur les deux premiers mois, des ventes de détail en baisse de 20% et une production industrielle à -14%. Très instructif sera le chiffre du PIB chinois pour le premier trimestre que nous connaîtrons début avril. Il devrait, pour la première fois être négatif et hypothéquer l'objectif d'une croissance annuelle de 6% car le rebond pronostiqué par les autorités chinoises sera contrarié par la faiblesse de la demande internationale. Très important sera l'ampleur du recul du PIB aux Etats-Unis car avec \$2500 milliards, les américains sont les premiers importateurs du monde. Dans l'intervalle, les Etats occidentaux multiplient les mesures budgétaires de soutien et ainsi, le déficit américain pourrait-il atteindre 10% du PIB, chiffre dont l'ampleur résulte de l'erreur de Trump d'avoir accepté un déficit de 5% en haut de cycle quand ses prédécesseurs privilégiaient des excédents pour avoir des réserves en cas de crise.

L'aléa financier

Ce serait la défiance des investisseurs à l'encontre des actifs des pays endettés. Dans l'OCDE, la dette publique est à 1.1x le PIB et la dette privée à 1.5x le PIB et malgré les taux bas, les frais financiers sur cette dette s'élèvent à 2% pour les Etats et 4% pour le secteur privé, ménages et entreprises. Pas très rassurant car la croissance potentielle est au mieux égale à ces chiffres. Emblématique du doute est l'évolution de la dette grecque à 10 ans. Il y a encore quelques semaines, elle était proche de 1% mais à la veille du plan de la BCE, plus de 4%. Une évolution similaire était constatée sur les dettes italienne, anglaise, américaine et française, même si les supposées alternatives, l'effondrement du Bitcoin l'atteste, n'emportent pas l'adhésion.

En dépit d'injections massives, \$700 milliards par la FED, Euros 750 milliards par la BCE, même plus d'Euros 1000 milliards si on ajoute les sommes annoncées la semaine dernière, les banques centrales peinent à tenir les taux longs proches de zéro, l'objectif étant de limiter le coût des efforts budgétaires à consentir et d'éviter que les « spreads » des économies les plus fragiles de la zone Euro s'écartent comme en 2011/2012. Mais la dette à 10 ans de l'Italie est à 1.8% quand celle de l'Allemagne est à -0.6%. L'effort de la BCE, 6% du PIB d'Euros 12500 milliards de la zone Euro, est un palliatif à l'arrêt vraisemblable de l'activité pendant un mois. Innovations bienvenues, la BCE n'a pas l'obligation d'achats équivalents de dettes de chaque pays, elle peut se concentrer sur la Grèce ou l'Italie et elle peut franchir la limite de 33% de rachat de dette d'un pays et acquérir des dettes d'entreprises non financières.

Paradoxalement, il y a à la fois doute sur l'efficacité et inquiétude sur les excès d'injections. La hausse des taux longs, concomitante de la multiplication des appels de marge et de l'appréciation du \$, expliquent la baisse de l'or réputé être une valeur refuge. La question est celle du risque de fuite devant la monnaie car la dette publique des pays d'Europe du Sud, France y compris, avant même l'engagement des dépenses, est 15 à 35 points de PIB supérieure au pourcentage de 2010. La £ est au plus bas car les tergiversations du gouvernement anglais font craindre une diffusion rapide du virus.

L'aléa des nationalisations

Beaucoup de cours de sociétés semblent attractifs et longue est la liste des groupes abusivement dévalorisés mais, dans l'hypothèse d'une nationalisation, la perte pour l'actionnaire minoritaire pourrait être lourde. Souvenons-nous hier de la nationalisation de General Motors par Obama. Les Etats voudront protéger leur champion national et achèteront à un cours bas. L'Allemagne a évoqué la possibilité de nationalisations, la France réfléchit, d'autres également. L'aérien n'est pas seul en cause, on peut penser également à des fleurons industriels temporairement impactés. L'Etat fera très souvent une plus-value car la crise sera temporaire mais l'actionnaire minoritaire aura été privé d'une possibilité de rebond.

L'aléa des dividendes

La tentation est d'acheter des actions à dividendes élevés surtout si les sociétés disposent d'un « free cash-flow » et si, dans le passé, elles n'ont jamais coupé leurs dividendes. Mais, à circonstances exceptionnelles, décisions exceptionnelles. Qui en voudrait à une société de réduire son dividende si elle invoquait sinon la survie, tout au moins le souhait de ne pas distribuer ses bénéfices pour profiter d'opportunités ?

La certitude : « Ce qui ne me tue pas me rend plus fort » Nietzsche dans Ecce Homo.

La certitude, c'est la détermination des gouvernements d'écourter la récession, de conjurer le risque de faillites et d'éviter une explosion du chômage avec un chômage partiel financé par l'Etat, comme l'avait fait l'Allemagne en 2009 pour 1,5 million de salariés. Les moyens mis en œuvre par les Etats sont inédits : des taux zéro, des garanties de crédits et des aides directes.

Les taux zéro

La BNS et la BCE avaient déjà des taux négatifs, la Banque du Japon un taux zéro. En quelques jours la FED, la Banque d'Angleterre et l'Australie ont ramené leurs taux respectifs à 0.1% et 0.25%. Dans le même temps, les taux réels à long terme restent bas car il y a un excès d'épargne sur la demande née du vieillissement démographique et de la moindre intensité capitalistique de nos économies. Taux courts et longs bas, une aubaine que les gouvernements entendent saisir.

Les garanties

Elles représentent l'équivalent 6% du PIB des Etats-Unis, \$1000 milliards peut-être même \$1300 milliards, 16% du PIB en Allemagne, Euros 500 milliards, plus de 10% en France, en Grande Bretagne et en Espagne, respectivement Euros 300 milliards, £300 milliards et Euros 200 milliards pour permettre aux entreprises de franchir le cap de cette période difficile.

Les aides directes

Elles atteignent 2 à 4% du PIB selon les Etats : en faveur des entreprises, la suspension de paiements de cotisations sociales, des paiements différés de TVA. Le plan de la France, Euros 45 milliards, c'est ainsi plus de 1.7 point de PIB. En faveur des ménages, l'idée américaine de distribuer probablement des chèques de \$1000 à tout ou partie des habitants car l'Etat Providence est moins développé qu'en Europe, 28 millions de personnes n'ont pas d'assurance maladie et l'indemnisation chômage est moindre qu'en Europe. Autant de mesures de distribution ciblée d'argent, « l'Helicopter money », autant de nouvelles dettes qui seront absorbées par les banques centrales.

On pourrait déplorer l'absence d'un plan mondial ou d'un plan du G7 mais peu importe car on a une addition simultanée de mesures similaires dans les pays occidentaux. Cumulées ces aides excèdent \$3000 milliards, près de 4% du PIB mondial, plus pour les pays qui en bénéficient mais le chiffre est à mettre en rapport avec l'hypothèse pessimiste de l'OIT, l'Organisation Internationale du Travail, d'une perte de 25 millions d'emplois et \$3400 milliards de revenus. Les Etats dépensent pour conjurer le risque décrit par l'OIT. L'effet de reflation va être massif et l'effort ne sera pas interrompu avant la certitude d'une reprise.

Conclusion

Sans vouloir être prophète, il y a de nombreuses raisons d'escompter, à l'horizon des douze prochains mois, des niveaux boursiers sensiblement supérieurs aux indices actuels et de penser un redressement des cours boursiers aussitôt l'infléchissement constaté de la courbe des patients atteints du coronavirus, mais à court terme, on réfléchira à ces cinq aléas avant d'investir et nous sommes à disposition pour en discuter.

Terminons avec le **docteur Rieu dans la Peste de Camus** « *On apprend au milieu des fléaux qu'il y a dans les hommes plus de choses à admirer que de choses à mépriser* » et cinq notes positives :

Sous l'angle politique, ceux qui pensaient la supériorité du modèle autoritaire pour gérer la crise devront reconnaître la rapidité de réaction des démocraties, capables de conjurer le chaos par un sursaut collectif, plus rapides dans la révélation du mal et aussi efficaces avec le confinement, Taiwan, le Japon et la Corée du Sud ont été aussi réactifs que la Chine et trois régimes autoritaires auront du mal à sortir de cette crise, l'Iran, le Venezuela et la Turquie.

Sous l'angle commercial, on ne peut nier la réalité d'un monde global et l'illusion d'un repli sur soi mais reconnaissons-le, « **La mondialisation est une interdépendance sans solidarité** » selon la belle formule d'**Edgard Morin** et il faut privilégier la coordination au repli.

Sous l'angle économique, cet arrêt de la croissance met à mal l'idée de décroissance préconisée par certains courants écologistes.

Sous l'angle monétaire, la zone Euro pourrait sortir renforcée si, dans les prochains jours, est acceptée l'idée d'une « corona bond », esquisse d'une mutualisation d'une partie de la dette européenne et solution pour contourner les limites de Maastricht.

Sous l'angle scientifique, les vaccins, un temps décrié par certains, retrouvent les faveurs.

Enfin, aux amateurs de livres, on conseillera le Décaméron, histoire de confinement, écrit par Boccace, lors de la Peste noire.

Genève, le 20 mars 2020



Bruno Desgardins
Directeur de la Gestion

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.