

Lettre 43

Les krachs boursiers

« *L'histoire ne se répète pas, elle bégaie* »

Karl Marx

L'histoire des marchés boursiers ces 120 dernières années a supporté de nombreuses secousses économiques et politiques et a enregistré de multiples krachs mais, en termes réels, selon les travaux de la London Business School, la performance annuelle moyenne des actions, en termes réels, a été de 5,2% pour le monde et même 6.6% pour les Etats-Unis, une performance très supérieure à celle des obligations, respectivement 2.1% dans le monde et 2% aux Etats-Unis.

Les krachs, un des moments de « *l'exubérance des marchés* » dont parlait Greenspan dès 1995, ont eu diverses causes, financière en 1929 ou en 2008, pétrolière en 1973-74 et à nouveau en 1980, militaire lors des deux grandes guerres mondiales, pandémie en 2020, technologique en 2000.

Autant de causes à examiner pour évaluer la possibilité ou la probabilité d'un nouveau krach, sachant on le verra que l'histoire ne se répète pas.

- *Les guerres* :

Entre 1914 et 1918, les actions dans le monde ont baissé de 31%. Les performances les plus mauvaises ont été enregistrées par les pays battus, l'Allemagne notamment, - 66%. A l'inverse, le marché japonais, à l'abri de la guerre, s'est alors apprécié de 66%.

Entre 1939-1945, à nouveau la baisse a été plus marquée dans les pays détruits, le Japon (-96 %) et l'Allemagne (-88%) quand les Etats-Unis (+22%) et le Royaume-Uni (+34%) ont enregistré des performances réelles positives.

Plus précisément, aux Etats-Unis, le marché a initialement baissé de 63% entre avril 1939 et avril 1942 puis s'est apprécié de 94% entre avril 1942 et septembre 1945. En termes réels, après inflation, la baisse a en fait été de 81%.

Lors de la guerre du Golfe, l'invasion du Koweït le 31 juillet 1990, du plus haut au plus bas, le marché américain a perdu 17% en 10 semaines, entre juin 1990 et septembre 1990, mais il a retrouvé le niveau d'avant crise en 7 mois. Les marchés ont monté le 17 janvier 1991, jour des premières offensives américaines. Le marché européen a perdu 22% et, comme souvent, a mis plus de temps à récupérer le niveau d'avant crise puisque 8 mois après, seuls les trois quarts de la perte avaient été effacés.

D'autres crises internationales ont aussi impacté les marchés mais d'une moindre ampleur et brièvement. On peut citer la guerre de Corée (-12% à New York entre mai et juillet 1950 puis +38% entre juillet 1950 et janvier 1953), la crise des missiles à Cuba en octobre 1962 avec

une baisse de l'indice américain de 7% et une récupération en deux semaines, la guerre du Kippour en octobre 1973, avec un recul du S&P500 de 16% et une récupération difficile à apprécier à cause du choc pétrolier concomitant.

Une leçon à retenir : partout, le rebond des marchés a été très rapide après les guerres. Près de 170% d'appréciation entre 1919 et 1929 dans le monde, près de 400% entre 1949 et 1959 et, sans surprise, les performances les plus brillantes ont été enregistrées dans les pays détruits. Ainsi, au Japon, entre 1949 et 1959, l'appréciation a été de près de 1600%.

En résumé, les marchés appréhendent les menaces de guerre mais se redressent souvent avant la fin même des conflits.

Que penser aujourd'hui du risque de guerre ?

Si on a pu compter 9 millions de morts durant la 1^{ère} guerre mondiale, 49 millions durant la seconde, entre 1945 et la chute du mur de Berlin en 1989, il y a eu 40 millions de morts dans 160 conflits mais il s'est agi de conflits régionaux, souvent même des guerres civiles.

Sans jouer les prophètes, on peut s'en tenir à quelques constats. Dans son excellent livre, *Vers la guerre*, **Graham Allison** a essayé de montrer que quand une puissance ascendante menace de supplanter une puissance établie, le danger n'est jamais loin. « La peur inspirée à Sparte par l'ascension d'Athènes a rendu la guerre inévitable », écrit-il. 12 des 16 antagonismes apparus dans l'histoire ont débouché sur une guerre, le dernier en date étant la guerre de 1914 quand l'Allemagne défiait la puissance anglaise. Auparavant, on vit Charles Quint défier François I, l'Angleterre et la Hollande s'affronter à quatre reprises entre 1652 et 1680, Bismarck inciter la France à lui déclarer la guerre, les Etats-Unis contre l'Espagne en 1898. Tel est le fameux piège décrit par Thucydide, achevé par la victoire d'une Sparte affaiblie. Telle est la question qui ressort de la rivalité entre les Etats-Unis et la Chine, véritable « choc de civilisations ». Aujourd'hui, tout semble opposer la Chine et les Etats-Unis, la première affirme la suprématie de l'Etat sur l'individu quand l'américain se méfie du gouvernement et sanctifie les droits de l'homme. Xi a fixé comme objectif à la Chine de devenir la 1^{ère} puissance. Le budget militaire, 2% du PIB, \$146 milliards, représente en fait 314 milliards en parités de pouvoir d'achat, presque la moitié du budget américain. Les escarmouches en mer de Chine entre américains et chinois sont fréquentes mais les Américains n'ignorent pas que depuis 1945 ils ont fait match nul en Corée, perdu au Vietnam, avaient perdu d'avance en Afghanistan et en Irak et n'ont réussi qu'à faire reculer Hussein hors du Koweït.

Sans croire aux propositions de **Kant** pour *La Paix perpétuelle*, il est vrai que si entre 1500 et 1700, comme le note **Pinker** dans *Le Triomphe des Lumières*, les grandes puissances étaient en guerre plus de 75% du temps, depuis l'invasion de l'Irak en 2003, et hormis l'Afghanistan, ce n'est pratiquement jamais. Quand 9 pays possèdent plus de 10 000 ogives, chacune pouvant détruire une ville ; quand une centaine de ces ogives pourrait détruire 200 millions de personnes en un instant, quand la suie répandue dans l'atmosphère par les brasiers pourrait faire des ravages dans la couche d'ozone et refroidir la planète, donc diminuer les productions alimentaires pendant une décennie, le rapport à la guerre évolue. Les guerres aujourd'hui sont concentrées sur une zone allant du Nigéria au Pakistan et sont principalement des guerres civiles. Point important, le pourcentage de morts au combat a beaucoup baissé, 300/100 000 pendant la 2^{ème} GM, 1,2/100 000 en 2016.

Si les confrontations militaires, type 2^{ème} guerre mondiale, semblent plus improbables, la guerre peut emprunter d'autres chemins comme les cyberattaques, les attaques de drones... Les guerres ne sont plus limitées à des lignes de front, emploi de moins en moins de militaires et de plus en plus de robotique. De plus en plus, la quête de l'influence prévaut sur la capacité de détruire... et il est malaisé d'en évaluer les conséquences boursières.

- ***Le pétrole :***

Entre le 1^{er} novembre 1973 et le 10 mars 1974, le S&P500 américain a cédé 48%. Entre avril 1973 et septembre 1974, suite au quadruplement des prix du pétrole, le marché européen a perdu 38%.

Une crise pétrolière aujourd'hui ne saurait avoir le même impact qu'en 1973 car la facture énergétique ne représente plus que 3% du PIB. Dans l'histoire, il n'y a jamais eu de crise pétrolière autre que politique car on n'a jamais manqué de pétrole. En Arctique se trouve l'équivalent d'un tiers des réserves en pétrole de l'Arabie Saoudite, donc on ne manquera pas de pétrole.

Mais, une crise énergétique pourrait prendre d'autres formes car il y a eu, ces dernières années, insuffisance des dépenses d'investissement. Selon les chiffres de l'AIE, Agence internationale de l'énergie, en 2021, les investissements mondiaux dans l'énergie représentent \$1900 milliards et, de cet ensemble, les énergies renouvelables ne représentent que \$350 milliards. Un montant insuffisant selon l'AIE qui juge indispensable un triplement, d'une part pour assurer la transition énergétique, d'autre part, car le pic de la demande de pétrole devrait être en 2025 à 97Mb/jour. Le déclin de l'offre est perceptible dans plusieurs pays, au Nigéria, en Algérie, au Mexique, en Grande Bretagne et, en Russie, la production semble plafonner.

La transition énergétique, chacun commence à le pressentir, nécessitera un prix de l'énergie supérieur aux cours actuels et cela risque de grever le pouvoir d'achat ou/et de diffuser des pressions inflationnistes, possiblement préjudiciables à l'appréciation des marchés.

- ***Les crises financières systémiques :***

Lors de la crise de 1929, entre le point haut du 9 juillet 1929 et le point bas du 6 janvier 1932, l'indice américain, le S&P500, a baissé de 86%, le PIB a baissé de 30%, le taux de chômage est passé de 7% à 25% et un tiers des banques ont fait faillite aux Etats-Unis.

Point notable de différence avec aujourd'hui, la diffusion internationale de la crise a été lente. Partie des Etats-Unis en 1929, la crise n'a touché l'Autriche avec la faillite de la Kreditanstalt qu'en mai 1931 et la France qu'en 1932. Aujourd'hui, la diffusion internationale d'une crise intervient en 48 heures.

A l'époque, la FED n'a pas compris le besoin d'injecter des liquidités, le New Deal a été initié seulement en 1933 et n'a pas empêché le pays d'affronter à nouveau des difficultés puis une récession en 1937. Aussi, les marchés ont-ils alors connu plusieurs rechutes, -40% pour l'indice américain entre juillet 1932 et février 1933, -34% entre juillet 1933 et mars 1935, -54% entre mars 1937 et mars 1938. Il a fallu attendre 1955 pour retrouver en termes réels le pic d'avant la crise.

Entre mai 2007 et février 2009, nouvelle crise financière, celle des « subprimes » aux Etats-Unis, le marché européen a abandonné 53%.

Que penser de l'avenir ? Point n'est notre conviction de l'impossibilité d'une nouvelle crise financière mais, comme on l'a vu en 2020, la combinaison de politiques monétaires d'injections de liquidités et de politiques budgétaires de soutien ont changé la donne. En 1929, la FED n'avait pas injecté de liquidités, en 2020, très rapidement, en quelques semaines, la FED a injecté \$700 milliards et a lancé divers programmes de soutien pour \$1950 milliards, incluant des achats mensuels de \$120 milliards, toujours à l'œuvre. La BCE a mobilisé €1350 milliards pour un plan d'urgence et €1350 milliards pour des refinancements à long terme.

Parallèlement à ces politiques monétaires, le soutien budgétaire, les plans de relance ont été massifs. Aux Etats-Unis, comme en Grande Bretagne, le déficit budgétaire a dépassé 13/14% du PIB. Plus important, est aujourd'hui l'efficacité de la coordination internationale entre plusieurs Etats ou différentes banques centrales.

Aujourd'hui, dans un monde d'acteurs étatiques et privés endettés, la thématique d'une nouvelle crise financière tourne autour de la confiance. En une année, entre 2019 et 2020, la dette publique mondiale est passée de 83% du PIB à 98% du PIB. C'est vrai des pays développés endettés à hauteur de 122% du PIB et des pays émergents. En apparence, la dette de ces derniers n'est qu'à 64% du PIB mais elle était il y a un an de 54% et certains pays, comme le Brésil, sont dangereusement endettés à 99% du PIB. N'oublions pas, la plus faible latitude des pays émergents pour gérer leurs dettes, la sensibilité aux variations du \$, à l'inflation importée, aux mouvements de taux et aux sorties de capitaux.

Pour les pays développés, la dette globale atteint, selon le FMI, \$226 000 milliards et le bilan des grandes banques centrales équivaut à 60% du PIB.

Dans l'hypothèse d'une crise de confiance, non perceptible à ce jour, l'or et les cryptos offriraient des alternatives.

Dans une hypothèse de retour à l'inflation, les marchés baisseraient. Ainsi, entre 1966 et 1982, entre les débuts de l'inflation rampante et les deux chocs pétroliers, le marché américain a régressé en termes réels de 60%. Les grands perdants de cette période ont été – outre les obligations longues à taux fixe bien sûr – les entreprises à faible pricing power et les valeurs technologiques dont les cours n'ont rien fait alors que leur volume d'activité a connu une forte croissance. Le boom des marchés qui a suivi entre 1982 et 2000, plus de 500% aux Etats-Unis, en termes réels, a correspondu à une longue phase de désinflation et de baisse des taux. Dans cet intervalle, l'or a perdu 5%/an. Autant d'éléments à retenir pour définir des stratégies de placement.

- *La technologie :*

Les bulles sectorielles ne datent pas de 2000. Oubliés par beaucoup, la bulle des chemins de fer et de l'électricité aux Etats-Unis percée en 1901. Les entreprises liées au rail représentaient plus de 60% de la capitalisation boursière américaine en 1900 ! Vint ensuite la bulle des radios dans les années 1920...

Entre août 2000 et mars 2003, l'éclatement de la bulle technologique a entraîné l'ensemble des bourses à la baisse et l'indice européen a perdu 53%.

Aujourd'hui, si les valeurs technologiques semblent chères aux yeux de certains, si d'aucuns s'inquiètent du poids des GAFAM dans l'indice Nasdaq ou l'indice S&P500, l'environnement est différent de la fin des années 90. A l'époque, les investisseurs, faute de profits pour ces groupes, valorisaient des multiples de chiffre d'affaires futurs, donc aléatoires. Aujourd'hui les grands groupes de technologie sont riches de liquidités, disposent de positions dominantes et affichent des marges élevées. On rappellera que les 5 plus grandes entreprises américaines du numérique ont réalisé en 10 ans plus de 400 acquisitions dans le monde.

Demain, la chose à craindre serait un démantèlement de ces groupes ou même, la Chine offre un exemple, des attaques répétées du pouvoir. Autre risque éventuel, l'obsolescence technologique. Kodak et Polaroid ont ainsi disparu des Nifty Fifties des années 70. Après 2000, Sun Microsystems ou Lotus ont également disparu.

- *Les catastrophes écologiques :*

Après le tremblement de terre de Kobé au Japon en 1995, le marché a cédé 20% mais a effacé cette perte en 1 an.

Lors de la catastrophe de Fukushima, le 9 mars 2011, l'indice Nikkei a baissé de 18% jusqu'au 15 mars et n'a retrouvé son niveau d'avant crise qu'en janvier 2013.

Elles seront de plus en plus nombreuses mais il est impossible d'analyser à l'avance l'incidence boursière.

- *La pandémie :*

Entre le 19 février 2020 et le 18 mars 2020, le MSCI EuroStoxx a reculé de 35 %, tous les grands marchés ont reculé mais aujourd'hui, ils ont dans l'ensemble récupéré et le marché américain est même sensiblement plus élevé qu'en février 2020.

Comme le rappelle *Pinker* dans *Le Triomphe des Lumières*, au XXème, une centaine de scientifiques, auteurs d'inventions (vaccins, découverte des groupes sanguins...), ont permis de sauver 5 milliards de vies quand 70 millions de personnes sont mortes de famines, essentiellement dans des pays aux prises avec des régimes collectivistes de planification inadaptée.

Cette pandémie a montré la vulnérabilité des Etats mais a permis de réaffirmer les vertus de l'innovation, déjà souligné par Pinker, la capacité de mobilisation internationale, la rapidité des réactions. D'autres pandémies interviendront mais, entre relocalisations, réorganisation des stockages, les Etats ont appris.

Conclusion

Soyons modeste dans la prospective. *Popper* a souligné l'impossibilité d'avoir une représentation acceptable de l'avenir. La psychologie montre que l'être humain redoute les

perdes plus qu'il n'espère les gains. *Nissim Taieb* dans *Antifragile*, livre au succès planétaire, a montré que la prédiction scientifique est une illusion (exemple l'accident de Fukushima), l'interventionnisme politique est naïf (exemple en Chine, entre 1959 et 1961, 30 millions de personnes sont mortes de la famine), la planification est un mythe pour l'entreprise car l'évolution est trop aléatoire. L'essentiel de l'histoire est dû à des événements « cygne noir », des événements non prévisibles et donc nous vivons dans un monde difficile à anticiper.

En résumé de cette Lettre sur les krachs, on retiendra sept lignes de force :

Les guerres mondiales ont été moins dommageables pour les actions que les marchés baissiers en période de paix :

Les performances ont été bien plus négatives en 1929-1931 (-54 %) ou lors du choc pétrolier (-47 %) que lors de la Seconde guerre mondiale (-12 %). Les actionnaires du Royaume-Uni et du Japon ont aussi beaucoup plus souffert durant la crise de 73-74 (-71 % et -52 %) que durant la crise des années trente.

La performance des marchés actions est remarquable :

Nous avons analysé les krachs les plus significatifs mais on aurait pu aussi examiner le krach de 1987, l'incidence de la crise des pays émergents au milieu des années 90, mais ne nous noyons pas sous les chiffres et retrouvons le fil directeur du début de notre note, à savoir la surperformance incomparable des marchés actions sur longue période, l'effacement souvent rapide des pertes, même très substantielles, enregistrées par les marchés.

Les dividendes sont parfois une composante de la performance :

En termes réels et en moyenne, les dividendes ont apporté 1%/an aux Etats-Unis entre 1900 et 2004 et 0.5% en Grande Bretagne selon les calculs de Dimson, mais en Suisse, la contribution a été de -0.1% et en France de -0.4%. Ces chiffres sont instructifs car inférieurs à la croyance générale. Ils corroborent une idée souvent développée dans nos Lettres : on achète des actions pour leur potentiel de croissance et, sauf à de rares exceptions sectorielles, pas pour les dividendes, de surcroît, souvent taxés.

La forte croissance économique d'un pays n'est pas la clé de la performance boursière :

L'observation des marchés depuis 1900 illustre ce point et l'exceptionnelle croissance économique de la Chine, ces 30 dernières années le confirme.

Les meilleures performances boursières mondiales sur plus de cent ans émanent de pays à croissance modérée.

L'exceptionnelle performance du marché boursier américain entre 1981 et 2015, plus de 6.5%/an en termes réels, est déconnectée de la croissance réelle du PIB, 2.7%/an. Si l'appréciation des résultats n'a pas été totalement décorrélée de la croissance réelle, elle a été supérieure à celle du PIB, comme en témoigne la croissance du ratio résultat net/PIB. Deux raisons principales : l'évolution sur la période du partage de la valeur ajoutée en faveur du capital et au détriment du travail et l'essor, ces dernières années, des rachats d'actions.

La Suisse est le meilleur refuge de la planète.

Taïeb le note dans la conclusion de son livre **Antifragile**. Entre 1925 et 2000, si le marché suisse a baissé trois années de plus de 25%, 14 années, ses gains ont excédé 25%. Et, l'appréciation de la devise vient conforter l'analyse. Depuis 1900, le Franc Suisse est la devise qui s'est le plus appréciée dans le monde : \$1 contre CHF vaut aujourd'hui le sixième de la valeur représentée en 1900. Il n'empêche, si une approche défensive conduit à privilégier la Suisse, un profil d'investissement dynamique amènera à privilégier le marché américain car, selon les calculs du Crédit Suisse, sur longue période, 1925-2000, un investisseur en CHF a gagné 40% de plus sur le marché américain que sur le marché suisse.

Les krachs sont plus fréquents mais mieux gérés :

L'abondance des liquidités, l'interpénétration des marchés, la rapidité de circulation des informations, les fameuses conséquences du battement d'aile du papillon, rendent les marchés extrêmement sensibles à la moindre crise politique, financière, pandémique, militaire ou commerciale.

Depuis 2000, on compte trois krachs. Mais les outils de gestion des crises ont été perfectionnés et le capitalisme a fait montre de sa capacité à corriger les excès et à s'adapter rapidement aux mutations de l'offre ou de la demande.

Il est facile d'écrire des scénarii sur les risques et de prochains krachs mais il est impossible de prévoir le timing. **Nissim Taïeb** l'a bien montré dans ses ouvrages, un krach, par essence, c'est un « black swann », un cygne noir, un évènement survenu dans un moment d'euphorie.

La confiance dans le système :

Terminons sur une note optimiste. Si aujourd'hui les excès ont un nom pollution, inégalités, endettement et peuvent déboucher respectivement sur des crises environnementales, politique et financière ; l'innovation, la flexibilité des démocraties, l'agilité des banques centrales devraient pouvoir aider à dépasser ces enjeux.

L'arrêt de la croissance, ou pire la décroissance, n'est pas la solution au défi écologique, comme la démocratie ne l'est pas au défi des inégalités, comme le protectionnisme ne saurait l'être en réponse à la mondialisation financière. « **Souvent le génie est éveillé par le malheur** » écrivait **OVIDE**.

Genève, le 19 octobre 2021

Bruno Desgardins



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

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.