

Lettre n°5

A crise inédite, vigilance accrue

« *Les hommes avancent dans le brouillard* » Milan Kundera – Les Testaments trahis

Depuis 1945, on compte trois crises insolites, celle de l'énergie en 1974 avec l'incidence d'un quadruplement du prix du pétrole, la crise financière de 2008 avec la faillite de Lehman Brothers et cette crise sanitaire. Songeons, il y a moins de deux mois, chacun dissertait sur le plus long cycle de croissance de l'histoire. Amorcé mi-2009, il semblait pérenne même si on pouvait déplorer un affaiblissement structurel de la croissance potentielle, si on pouvait regretter la modestie des gains de productivité, si on pouvait s'alarmer de la dérive de l'endettement, si on pouvait s'inquiéter de la dépendance à des politiques monétaires sans cesse expansionnistes et si on pouvait percevoir un effritement du taux de marge.

On savait le monde exposé à des risques, le feu nucléaire, un conflit entre la Chine et les Etats-Unis, un bouleversement climatique, des cyberattaques et la diffusion d'un virus à l'échelle internationale. La CIA, dans un rapport, avait recensé les menaces et Bill Gates, lors d'une conférence, avait évoqué en 2015 le spectre de la propagation d'un virus. Mais tout cela relevait de scénarii noirs que la nature humaine, optimiste, occulte volontiers, jusqu'au jour où.

Nous y sommes. D'aucuns incrimineront l'impéritie des différents gouvernants, leur incurie, leur incapacité à réagir, qui à fournir des masques, qui à mettre à disposition des tests, qui à vaincre les réticences pour profiter des potentialités de la géolocalisation, qui à valider la chloroquine, qui à tarder à fermer les frontières ou décider du confinement. La critique est facile mais nous retiendrons l'extraordinaire réactivité économique des gouvernements comme des banques centrales, la rapidité de l'aggiornamento sur la gravité de la situation, l'ampleur des moyens financiers mis en œuvre pour garantir les prêts aux entreprises privées et soutenir l'activité. Les chiffres donnent le vertige mais le défi est inédit. Rappelons-nous, il y a quelques semaines, Trump jugeait que \$2.5 milliards suffirait à gérer le mal, ces derniers jours il n'a eu de cesse de faire voter un plan de \$2000 milliards, près de 10% du PIB américain. Le FMI avait juste jugé bon d'abaisser d'un ou deux dixièmes ses prévisions sur la croissance mondiale de l'année 2020, aujourd'hui, il parle d'une récession. Boris Johnson ironisait sur le confinement avant de s'y rallier. Il n'y a pas lieu de moquer les gouvernements ou les organismes internationaux, mais, comme le notait Milan Kundera en 1995, les hommes avancent dans le brouillard.

Notre prudence affichée dans les notes précédentes n'a d'autres raisons. Nous ne sommes pas devant une incertitude mais face à l'inconnu. Que les économies européennes puissent être confrontées cette année à un recul du PIB de 5 à 9% selon les pays, que les Etats-Unis puissent afficher également une croissance négative de quelques points et un taux de chômage supérieur au record de 10%, atteint en 1982, que la Chine puisse être en récession sur un trimestre, que nombre de pays émergents soient en proie à des sorties de capitaux massives, à des chutes de leurs devises de plus de 20% cette année, à une insuffisance de moyens pour gérer la propagation du virus est sans pareil. Aucune économie n'offre un espace de résistance. Désormais très endettée, la Chine ne peut plus, ne veut plus jouer le rôle du sauveur, comme en 2009 avec la mise en œuvre d'un gigantesque plan de relance budgétaire, et elle préfère, avec raison, user de l'arme fiscale et de soutiens ciblés aux entreprises.

Dans la ligne de notre note de la semaine dernière, nous restons convaincus que la crise sera surmontée et qu'un rebond interviendra en 2021. On peut regretter l'absence d'un plan commun à l'échelle du G20 ou à l'échelle de l'Union Européenne mais on doit constater la concomitance des politiques. Aucun gouvernement ne lésine sur les dépenses de soutien, entre 1.5% du PIB en Italie et 3% en Grande Bretagne. Même l'Allemagne oublie son orthodoxie budgétaire et en une semaine est passée d'un plan de soutien d'Euros 500 milliards à Euros 1000 milliards, soit 30% du PIB sous forme de prêts, de garanties et de mesures de financement du chômage partiel. Les banques centrales ont compris que, sans leurs interventions, sans leur

détermination à maintenir les taux à zéro, les seules stimulations budgétaires pousseront les taux longs à la hausse et traduiront l'incertitude des investisseurs devant la solvabilité des Etats. Même les taux longs allemands s'étaient dégradés et on ne rappellera pas le niveau du taux à 10 ans du taux grec alors passé en quelques jours de 1% à 4%. Très vite la FED a abaissé ses taux à zéro, indiquant qu'elle achèterait pour \$700 milliards d'obligations publiques et privées, avant même d'annoncer que les achats seraient potentiellement illimités. La BCE n'a pas été en reste avec Euro 1000 milliards, plus de 8% du PIB de la zone Euro, la mise à disposition des banques de facilités à -0.75% pour leur permettre d'accroître les crédits aux entreprises, la possibilité inédite offerte aux Etats de bénéficier, sans justifier de mesures d'assainissement, à hauteur de 2% de leur PIB du mécanisme européen de stabilité, une poche d'Euros 410 milliards, 3.4% du PIB de la zone Euro.

Soulignons qu'un tel contexte économique, c'est pour beaucoup d'entreprises un arrêt d'activité d'un à trois mois, une perte de chiffre d'affaires annuel de 20%, un impact sur les marges beaucoup plus grave et, pour beaucoup, des pertes. La chute des marchés de 20 à 30% ces dernières semaines n'a donc rien d'aberrant. Le secteur le plus touché est l'énergie car, suite à la guerre des prix initiée par l'Arabie Saoudite avec l'accord tacite des russes, désireux d'en finir avec la concurrence du pétrole de schiste américain et suite à la chute de la demande mondiale, les prix du Brent sont tombés de \$65 en début d'année à \$23/baril. Sans surprise, avec 60% de la demande mondiale de brut assurée par les transports, un arrêt de l'activité, ce sont des surcapacités de 10-15% par rapport à une offre de 100Mb/j. Là encore, c'est du jamais vu, puisqu'en 2008, les surcapacités atteignaient 4 à 5 Mb/j. Reste à réfléchir à l'avenir. A 23\$, il n'y a guère que le pétrole saoudien, \$3/b pour l'extraction, qui soit compétitif mais ce n'est que 12% de l'offre mondiale et le pays a besoin d'un baril à \$80 pour assurer son équilibre budgétaire. Les compagnies pétrolières ont été promptes à réduire leur budget d'exploration de 20%, l'offre additionnelle va se raréfier, la demande augmentera à nouveau avec la reprise économique et les prix vont se redresser entraînant le cours des actions et permettant un redressement des actions des énergies alternatives pareillement massacrées car elles ont perdu leur compétitivité.

Les financières sont le deuxième secteur le plus maltraité. Beaucoup craignent un « remake » de 2008 et une faillite bancaire mais, depuis lors, les fonds propres ont été considérablement renforcés, les contraintes de crédit durcies et les grands acteurs américains ou européens semblent d'autant moins à risque que les Etats proposent leurs garanties sur les prêts aux entreprises. En fait, les risques sont portés par des acteurs financiers non bancaires, notamment des sociétés de « private equity » qui ont abusé des leviers d'endettement pour gonfler les rendements ou des « hedge funds » qui, depuis une dizaine d'années ont pris des parts de marché aux banques. Dans le secteur des biens de consommation discrétionnaires, 3^{ème} secteur le plus affecté en Bourse, la baisse de chiffre d'affaires peut approcher 60%, soit 20% sur l'année. La reprise ne sera pas en V et, dans de nombreux secteurs, les croisières, l'hôtellerie, l'aérien, elle sera lente. Dans l'industrie, 4^{ème} secteur le plus en baisse en Bourse, les chaînes de production souvent interrompues hypothèquent l'année mais nous gardons confiance pour l'avenir. Dans les listes d'achat sur lesquelles nous travaillons, ces quatre secteurs retiennent notre attention mais nous nous intéressons aussi à des secteurs résistants dans la baisse comme la technologie et la santé car beaucoup d'Etats vont accroître leurs dépenses dans la cybersécurité, le téléenseignement, la télémédecine, la recherche, les équipements et les soins.

Reste un dernier point, la dégradation attendue de la qualité du bilan des entreprises. Elles vont être aidées par l'Etat mais les dettes seront au bilan. Entre 2000 et 2007, le stock d'obligations BBB ne représentaient aux Etats-Unis que 39% du total, aujourd'hui 51%, demain sensiblement moins.

En conclusion, devant de telles inconnues, sur la diffusion du virus, ses risques de résurgence, la durée requise pour le maîtriser et relancer les économies, il est malaisé d'être précis sur l'ampleur de la récession et la chute des résultats. La volatilité en Bourse persistera aussi longtemps qu'un vaccin n'aura pas été trouvé mais préparons l'avenir. Comme le notait *Voltaire*, « **Le doute n'est pas agréable mais l'assurance est un état ridicule** ».

Genève, le 30 mars 2020



Bruno Desgardins
Directeur de la Gestion