



ALFREDO PIACENTINI
CEO DECALIA ASSET MANAGEMENT

Un œil sur la place

Et si les marchés étaient trop optimistes?

Comme disait le dessinateur Reiser, «n vit une époque formidable!» Entendons-nous bien, non pas que nous soyons contents de vivre ce cauchemar, reclus, parfois malades, avec un nombre croissant d'incertitudes, préoccupés pour nos êtres chers, nos soignants, nos seniors, mais bien parce qu'aucun de nous n'a vécu une crise semblable.

Pourtant, tous ceux qui sont dans la finance depuis les années 1980 en ont vécu beaucoup: 1987, 1990, 1994, 1998 puis le début des années 2000, enfin 2008. Voyons d'abord en quoi cette crise est extraordinaire, quels sont ses effets sur l'économie et, enfin, pourquoi les marchés semblent la sous-estimer.

Pas la faute des banquiers

La première grande différence réside dans le fait que, une fois n'est pas coutume, ce n'est pas la faute des banquiers, ni celle du levier financier comme c'était le cas en 1929, 1987 ou 2008. L'activité économique va souffrir beaucoup, avec des prévisions de baisse potentielle de 30% sur les chiffres de la croissance au deuxième trimestre et entre au moins -5 et -10% de décroissance du PIB sur l'année 2020 pour les économies occidentales, selon le FMI. Et ce n'est là qu'une moyenne!

La chute sera bien plus rude dans certains secteurs, avec toutes les conséquences que cela implique sur l'emploi et bien au-delà de la période du confinement. Aux Etats-Unis, en l'espace des deux dernières semaines de mars, on a eu autant de nouveaux demandeurs d'emploi que pendant toute la crise de 2008, soit plus de 11 millions... A moins d'un miracle, la résorption ne sera certainement pas aussi rapide.

Avec un arrêt presque total de la consommation non essentielle, notamment dans le tourisme, le secteur

automobile, le luxe ou l'habillement par exemple, on peut être étonné de la résilience des marchés financiers face à ce tsunami économique qui va nous submerger.

Prépondérance des valeurs technologiques

Une raison réside certainement dans la composition des indices, notamment américains, où les titres technologiques et internet ont un poids important, pour ne pas dire prépondérant. Ces titres étant globalement considérés comme moins sensibles au confinement, voire favorisés, leurs «bonnes» performances sont un peu l'arbre qui cache la forêt... comblant une partie du trou laissé par les titres bancaires, les compagnies aériennes, les titres de l'énergie ou encore les croisières qui, eux, ont réellement souffert.

Ces derniers ayant perdu jusqu'à 80% de leur valeur, ils ont rebondi grâce aux mannes promises par les banquiers centraux dans un souci totalement fondé de protéger de grands employeurs ou des industries stratégiques, comme les avionneurs, par exemple.

La plupart des gérants d'actifs ont essayé de protéger les portefeuilles dans la baisse, notamment en vendant des indices et en gardant les positions en actions de qualité qu'ils avaient: mais voilà que le rebond inattendu des marchés s'est fait grâce aux titres qui avaient baissé davantage car affectés le plus par l'arrêt de l'activité industrielle. Ces gérants ont été pris dans un effet ciseau.

Les fortes baisses créent les meilleures opportunités, mais on peut légitimement craindre des surprises désagréables aux prochaines annonces des résultats des sociétés

Sans parler de ceux qui ont parié à levier sur une aggravation de la situation boursière fin mars et qui ont dû fermer depuis leurs positions en perte sèche, souvent obligés à la suite d'appels des marges de leurs banquiers. Ils ont donc dû racheter des indices, ce qui a contribué à la hausse d'avril. Ces éléments techniques expliquent en partie la discrétion entre le marché boursier et l'économie réelle. Mais il n'y a pas que ça.

Les institutions financières sont en bien meilleure santé qu'en 1929 ou 2008, les banques ont les épaules

plus larges, des bilans propres et bien moins à levier, Bâle III est passé par là. Et la réaction des instances monétaires et des Etats n'a jamais été aussi puissante et rapide: des trillions de dollars et d'euros comme s'il en pleuvait, des aides aux chômeurs et aux entreprises comme aucun politicien de gauche, et encore moins de droite, n'avait jamais pensé en distribuer dans ses rêves.

La facture avec les prochains bulletins d'impôts

Cela permettra aux entreprises de combler les pertes générées par l'inactivité de deux ou trois mois, aux ménages de compenser d'éventuels manques de revenus et surtout d'absorber le choc de l'augmentation des chômeurs le temps que le système les réintègre.

Ne vous en faites pas: on nous enverra la facture avec les prochains bulletins d'impôts. Dans un contexte d'endettement déjà très élevé des Etats, à part peut-être la Suisse, cela pèsera forcément à terme sur le contribuable. Mais ce facteur est secondaire pour le moment face à l'objectif du maintien de la confiance dans le système économique et d'un retour rapide à la «normale». Tout notre système se base sur la confiance: confiance qu'une dette soit honorée, qu'une obligation soit remboursée à l'échéance, qu'un loyer soit versé régulièrement, qu'un salaire soit payé par son employeur, etc.

Trou qui ne sera pas compensé

Mais alors le marché américain aurait-il raison, une fois de plus, en n'affichant qu'un -15% depuis janvier grâce au récent rebond? Ce n'est pas notre vision. D'abord parce que toutes les sociétés que l'on va aider, voire sauver devront rembourser ces prêts/aides. Leurs bilans en sortiront affaiblis, certaines sans pouvoir payer de dividendes avant d'avoir remboursé. Leur valeur intrinsèque sera forcément diminuée par l'augmentation de leur endettement.

Ensuite parce que la remise en route de l'économie ne peut pas être aussi rapide que son arrêt. Il faudra des mois pour que la chaîne de production et de consommation se remette en marche. Et ce qui n'est pas vendu aujourd'hui ne sera pas forcément vendu demain, on risque donc d'avoir un trou qui ne sera pas rattrapé.

Enfin parce qu'on n'en connaît pas assez sur le Covid-19 pour savoir comment il va évoluer dans la population ces prochains mois. Un vaccin prendra encore un ou deux ans et que les traitements efficaces manquent d'essais cliniques suffisants.

Il est certain que c'est dans les fortes baisses que se créent les meilleures opportunités, mais il faut être convaincu que le marché a déjà intégré toutes les mauvaises nouvelles, et on peut légitimement craindre des surprises désagréables aux prochaines annonces des résultats des sociétés. ■