

Notes

Bilan S1 et perspectives à fin d'année

Le premier semestre de l'année 2020 restera à jamais marqué par le retour des grandes peurs face aux épidémies, peurs et épidémies qui ont envahi sans coup férir le village planétaire qu'est devenue la terre depuis la chute du mur de Berlin et l'effondrement de l'URSS qui l'a suivie. Face à cet événement les Etats ont réagi de manière variable, la plupart d'entre eux en Occident optant pour un confinement. Confinement relativement sévère et particulièrement long dans le cas de la France.

Pas besoin de boule de cristal pour anticiper la traduction économique des choix opérés, à savoir :

- l'effondrement de la production et la montée des faillites,
- l'envolée des destructions d'emplois et la chute historique de la consommation des ménages.

Or, bien avant l'arrivée de la déferlante épidémique, au début de cette année, nous réitérions nos messages de prudence. Souvenez-vous, le contexte économique et politique nous paraissait singulièrement dégradé... Les entreprises aux structures capitalistiques déjà fragilisées et excessivement endettées allaient en plus devoir affronter et surmonter des problèmes variés : ceux de leurs modèles de croissance, de chaîne de valeur. Sans oublier celui de la transition écologique, dans un contexte de pressions issues de la prise en compte réglementaire de la responsabilité sociale et environnementale de l'entreprise.

A cette époque, dans un horizon déjà obscurci, nous réaffirmions alors la nécessité de rechercher particulièrement la résistance des placements à la performance comme affirmé en 2019. Mais nous y ajoutions aussi la nécessité d'une vigilance renforcée. Le manque de transparence, malgré la multiplication des règles et des lois sur les bilans des entreprises et des États emprunteurs, nous laissait craindre le risque d'accident de crédit ou le risque en tant qu'actionnaire.

Aujourd'hui, l'Environnement mondial post confinement est profondément marqué par des incertitudes plurielles. Le pouls du monde bat au rythme du nombre de nouveaux cas de contamination identifiés et des « espoirs » régulièrement suscités par l'arrivée potentielle d'un vaccin. Un monde marqué par l'effondrement en bourse des industries traditionnelles comme le secteur pétrolier, ou encore le secteur automobile ; la finance elle-même n'a pas été épargnée.

Pourtant le coronavirus n'aura été que le révélateur au grand public de tendances déjà inscrites dans la réalité depuis quelques années :

- Tout d'abord, le multilatéralisme contesté et son corollaire, le manque de crédibilité des organismes internationaux. Tendance qui ne peut que s'accroître et s'étendre. La dépendance à la Chine et ses usines, révélée au grand public par l'épidémie, a en effet profondément marqué tous les esprits. La Chine est, d'après le FMI, le premier exportateur au monde avec 13,4% des exportations mondiales loin devant les États-Unis qui ne pèsent que 8,8%.

Autres tendances révélées :

- Les excès d'endettement des États, des ménages et des entreprises. Ainsi le total de l'endettement de l'économie française s'élevait déjà à 280,3 % du PIB fin 2018 selon Eurostat.

Autres tendances encore parmi d'autres :

- La fragilisation des structures capitalistiques des entreprises.
- Le conflit exacerbé entre les deux grandes puissances que sont la Chine et les États-Unis.
- Mais aussi, le statut de, entre guillemets « parasite » de la Russie, accusée de bien des maux et en particulier d'ingérence dans les élections des pays démocratiques et de manœuvres de désinformation les fameuses « fake news ».
- On peut citer également la faiblesse devenue structurelle de l'Union européenne après les multiples crises subies dont la grande crise financière de 2008, et la réduction de sa capacité à peser sur le devenir du Monde en perdant l'un de ses partenaires les plus importants, la Grande-Bretagne.

C'est dans ce contexte de pandémie, révélant des tensions exacerbées que les agents économiques doivent prendre des décisions qui vont affecter leur futur. Les plans d'investissement et de consommation des entreprises et des ménages tout comme les plans budgétaires des États sont pris dans une incertitude totale sur ce que sera demain, avec le risque de mauvaise allocation des ressources disponibles. Sans retour de la confiance, difficile en effet d'envisager de prendre des décisions aussi engageantes.

La récession mondiale déclenchée par l'apparition d'un virus nouveau, perçu comme particulièrement meurtrier dans des pays assez peu préparés, devrait rapidement s'apparenter à un schéma dépressif dans bon nombre de pays.

Accélérateur de tendances, le coronavirus a fait basculer l'économie mondiale dans un monde qui doit trouver de nouvelles sources de croissance avec la fin des

modèles basés sur le tourisme de masse, dont l'une des conséquences est l'arrêt de l'expansion des infrastructures aéroportuaires et le dérèglement des conditions de la concurrence sous l'effet des politiques économiques menées par les Banques centrales et les Etats en réponse.

De plus nous assistons au bouleversement du risque financier puisque les banques centrales sont devenues de gros investisseurs en titres de dettes publiques, privées et même pour certaines d'entre elles d'actions, interférant par leur politique sur la formation du prix des actifs.

A cela s'ajoute l'utilisation des taux négatifs afin de faire payer à l'investisseur le droit de détenir un titre de créance potentiellement non remboursable puisque la Banque centrale n'a pas encore le pouvoir total d'empêcher un emprunteur de mettre la clé sous la porte.

Les politiques économiques menées expliquent la résistance des indices boursiers après l'épisode de panique provoqué par les décisions de confinement. Mais ils ne suffisent pas. Le retour du mythe de la « nouvelle économie », tout comme la nécessité de la lutte contre le réchauffement climatique et son cortège de normes propulsent le secteur technologique et les secteurs liés à la transition écologique vers de nouveaux sommets. Coronavirus oblige, le secteur de la santé « surfe » sur les espoirs de solution vaccinale.

Derrière des indices apparemment résistants se cachent de grandes disparités masquées par les excès des uns et des autres, tant à la hausse qu'à la baisse.

Attention donc au pouvoir d'illusion des indices renforcé par le recul qui ne fait que se confirmer de la gestion dite active au profit de la gestion reposant sur des ETF reproduisant via des algorithmes la composition des indices. La déformation des flux au profit des ETF et donc au détriment des choix de valeurs de gérants traditionnels ne facilite pas l'exercice de juste valorisation des entreprises entrant pourtant dans la composition des indices.

On soulignera que seules les entreprises liées aux technologies de l'information, la transition écologique, semblent avoir une visibilité suffisante pour que les investisseurs puissent anticiper progression des chiffres d'affaires et progression des profits pour les années à venir.

On notera également que le secteur du luxe ne semble guère affecté par les turbulences économiques qui frappent le tourisme de masse et ses secteurs associés, la restauration, l'hôtellerie et l'aérien.

Les marchés financiers résistent et performant parce qu'ils sont sous perfusion des Banques centrales et qu'ils vivent dans l'illusion que la multiplication des milliards d'euros, de dollars, de yuans etc. que la presse internationale annonce au gré des plans de relance communiqués par les différents gouvernements vont réussir à enrayer le risque de dépression.

Si on ne peut qu'espérer la réussite des actions engagées par les Etats et leur Banque centrale, rien ne nous interdit la lucidité. L'endettement derrière le soutien des banques centrales et les plans budgétaires des Etats ne pourra s'avérer supportable que si au moins deux conditions sont réunies :

1. La 1^{ère} c'est le retour de la confiance en particulier celle des ménages qui vivent dans l'inquiétude de la perte de leur emploi, du risque d'une charge fiscale accrue et de l'incertitude quant au devenir des systèmes de retraite. Pour cela, une première chose serait de mettre fin au climat anxieux qui semble s'installer dans nombre de pays en particulier européens avec la fin de l'été.
2. La 2nde, c'est de mener une réflexion profonde sur la notion de croissance de qualité afin d'assurer l'efficacité et la rentabilité du surplus d'endettement consenti en réponse à la récession. Ceci en termes de croissance économique, de revenus, d'emplois à haute valeur ajoutée mais aussi en termes d'accès à l'éducation et à la santé.

C'est pourquoi nos conclusions d'investissement restent très orientées à la prudence avec :

- La recherche des entreprises en capacité de survivre face à la crise de débouchés qui les guette, d'où l'importance de privilégier les bilans sains.
- La recherche d'entreprises capables de contribuer à une croissance économique de qualité.
- De manière générale, nous restons plus que jamais vigilants dans nos décisions d'investissement. Nous ne donnons plus la préférence aux placements en actions au détriment des placements sur les titres obligataires. Nous décidons de déterminer systématiquement pour chaque valeur identifiée s'il convient de privilégier le statut de créancier ou celui d'actionnaire.