

CONTEXTE MACRO-ECONOMIQUE : Enseignements ... à distance rapprochée

Si sous d'autres latitudes les joies de la vie se combinent chroniquement avec ses duretés, l'année 2020 aura été pour les pays chanceux que nous sommes une année à tout le moins pesante, au lourd tribut sanitaire, avec ses stress sanitaires et économiques, nous contraignant à l'isolement et au renoncement à des joies grandes et petites, imposant des pertes de revenu présentes et futures. La moindre des choses, en regard de ce coût exorbitant, est que nous en retenions des enseignements. Nous vous en proposons trois ici, et, vu le cadre financier de cette publication, nous chercherons à en cerner l'impact en termes d'investissement. Bien sûr, l'absence de recul, ou en termes de prophylaxie, la distance rapprochée invite à une certaine prudence dans l'analyse.

Fragilité

Le premier enseignement est celui de la fragilité de nos sociétés. Un « bête » virus, et plus encore si nous le transmettons avant de savoir que nous en sommes porteurs, peut « congeler » les pays les plus développés. Et cette congélation n'est pas d'abord le fait d'une mise à l'arrêt décidée par les pouvoirs publics mais de notre peur à nous, qui nous a tétanisés, même là où l'autorité ne nous imposait pas le confinement (Voir Goolsbee et Syverson, *Fear, Lockdown, and Diversion: Comparing Drivers of Pandemic Economic Decline* 2020, NBER, June 2020).

Qu'est-ce que cela signifie sur le plan économique ? La réponse est simple : la sagesse voudrait que nous investissions pour réduire notre fragilité. Cela passe par consacrer plus de moyens à l'identification des dangers – qu'une pandémie puisse se déclarer, ce n'est pas vraiment une surprise –, et qu'on renonce à des avantages immédiats en vue d'être plus « résilients ». Cela passe par la diversification des fournisseurs et des canaux de distribution, quitte à perdre des économies d'échelle, par des politiques de prévention mieux financées et, au besoin, plus contraignantes, ou par l'inversion des politiques managériales de compression des stocks.

Cela signifie-t-il une perte permanente d'efficacité économique ? Non. Nous sommes ici face à ce que les économistes appellent un dilemme de prisonnier. Collectivement, nous savons que ce que coûterait une politique « *anti-fragile* », reprenant ici le titre d'un ouvrage de Nassim Taleb paru en 2012, est moindre que le coût d'une crise due à cette fragilité, mais individuellement, nous ne sommes pas financièrement incités à nous rendre moins fragiles. Aujourd'hui, il y a une certaine prise de conscience à la fois du coût de notre fragilité, de la nécessité d'une politique coordonnée de la puissance potentielle de l'action publique. Tout en pensant que 2022 ressemblera à 2019, il s'agit là d'une belle perspective, également sur le plan de l'investissement.

Politiques publiques

Un deuxième enseignement a trait aux politiques publiques. Tout en étant convaincu – formuler le contraire aurait été

étonnant – de l'intérêt pour la société de l'analyse économique, il faut voir celle-ci a conduit à des recommandations, dans le champ des politiques publiques, qui ont été invalidées par les événements de 2020.

Ainsi, la Banque centrale américaine a modifié de manière substantielle son objectif, au profit du bien-être économique de la population, à considérer au-delà du seul taux de chômage, et la Banque centrale européenne va aussi procéder à un aggiornamento de sa politique, et il y a lieu de s'attendre à une évolution dans la mesure de l'inflation. Aussi étrange que cela puisse paraître, nous mesurons mal la variation des prix, alors que c'est là l'objectif officiel central de la BCE !

La crise de la Covid-19 amène aussi à jeter un autre regard sur la manière de préserver les intérêts des générations futures au travers des plafonds assignés aux déficits publics annuels. Réduire le trou du budget en ne réparant pas le trou à la toiture, voilà qui est idiot, et pourtant ce à quoi nos élus sont incités par la mesure officielle du solde budgétaire. Il ne s'agit pas d'appeler à ouvrir les vannes de l'endettement public à tout-va mais de privilégier une analyse qualitative à la fixation de contraintes quantitatives potentiellement contre-productives.

Ce problème d'incitations perverses est aussi présent dans la question environnementale. La collectivité a tout à perdre aux dérèglements climatiques et à la perte de biodiversité mais il n'y a pas de responsabilisation individuelle des comportements sous forme de pollueur payeur. Et nous pourrions multiplier les exemples, nous contentant ici de citer le commerce international ou la concurrence fiscale internationale, où la quête de l'intérêt personnel ne sert pas l'intérêt général.

De meilleures incitations pour une meilleure promotion du bien commun, loin d'effrayer le mode de l'entreprise et de l'investissement, est une perspective stimulante. Forcément, cela ne fera pas l'affaire de l'actionnaire de l'entreprise qui pollue beaucoup ou paie aujourd'hui guère d'impôt mais, pour celui qui détient un portefeuille d'actions diversifié, les effets en retour positifs de telles réformes l'emporteront, et de loin, sur le statu quo.

Rationalité boursière

Un troisième enseignement découle directement du comportement des bourses qui ont été en apparence si « bizarrement bizarres », pour reprendre le titre de notre feuillet de début septembre. Très loin de leur rationalité théorique, les marchés étaient réputés sujets au court-termisme, ne pensant qu'aux dangers quand cela va mal et ignorant ceux-ci quand cela va bien. Certains marchés sont plus hauts aujourd'hui qu'avant l'annonce de la crise économique la plus terrible de l'après Seconde Guerre mondiale, et alors que la sortie de crise est encore pleine d'incertitudes. Et après avoir été dits favorables à la réélection de D. Trump, ils ont salué la victoire de son adversaire.

Les stratégies d'investissement dites quantitatives ont livré de piètres résultats cette année. Ce n'est pas surprenant : les modèles théoriques derrière ces stratégies sont construits sur des données historiques ... et 2020 aura été une année bien singulière. L'histoire se répète ... mais pas toujours !

La crise de la Covid-19 est terriblement violente, mais n'est pas d'une nature structurelle sur le plan macroéconomique. Ce faisant, les bénéfices ne doivent pas, tendanciellement, être amputés. S'ajoute à cela une orientation des politiques

publiques qui, à court terme, est résolument « investor-friendly ». Rachats d'actifs à risque par les banques centrales, crédit de faveur aux banques commerciales, impulsion budgétaire, sauvetage d'entreprises, assouplissement des exigences réglementaires, moindre intensité concurrentielle, l'artillerie lourde a été sortie pour au final aligner Main Street sur Wall Street.

Etienne de Callatay – etienne.decallatay@orcadia.eu

Contactez-nous :

ORCADIA Asset Management – Ecoparc Windhof
13, Rue de L'Industrie – L-8399 Windhof – Luxembourg
Tel.: +352 27 40 17 20 – info@orcadia.eu

Editeur responsable : Eric Lobet – Eric.Lobet@orcadia.eu

L'information reprise dans ce document a été produite à partir de sources pouvant être considérées comme fiables, mais il est toutefois impossible d'en garantir l'exactitude ou l'exhaustivité. Les opinions exprimées peuvent être modifiées à tout moment sans notification. Ce document ne peut être considéré comme un conseil en investissement, légal ou fiscal. Nous conseillons dès lors fortement aux lecteurs de contacter leurs conseillers avant de prendre une décision d'investissement basée sur les informations contenues dans ce document. Une performance passée n'est en rien un indicateur fiable pour les résultats futurs. La valeur des titres est susceptible d'être modifiée et ne peut dès lors être garantie. Ce document n'est pas une offre ou une sollicitation de vente ou d'achat, et ne peut dès lors pas être considéré comme tel. Aucune reproduction n'est autorisée, en tout ou en partie, sans autorisation préalable expresse d'Orcadia Asset Management.