



FFM GESTION

Genève, le 8 avril 2021

« Bien que nos résultats financiers fassent encore l'objet d'une finalisation et d'un examen détaillés, nous nous attendons à déclarer une perte avant impôts pour le 1T 2021 d'environ 900 millions de CHF. Cela comprend une charge de 4,4 milliards de francs au titre du non-respect par un hedge fund américain de ses appels de marge. »

Credit Suisse, trading update

Madame, Monsieur,

Eh bien voilà, cela fait officiellement un an que cette pandémie a un impact réel sur nos vies. Depuis, nous avons pu déjeuner sporadiquement dans les restaurants, prendre un avion ou deux et, pour les happy few, recevoir des vaccins. Dans l'ensemble, cependant, ce fut une période plutôt terne faite de confinement, de fermetures de magasins et de vacances en famille sans famille. Au moment où nous écrivons ces lignes, nous passons par la troisième vague de la pandémie.

Dans une intrigue digne des meilleurs films, les pays qui ont le plus mal géré la première phase, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, sont ceux qui s'en sortent le mieux dans la phase de vaccination, alors que l'Europe est très en retard.

Tout cela est assez décourageant. Il semble que peu de progrès soient réalisés, la France est de retour en confinement total pour un mois complet et, ici en Suisse, le processus de vaccination est douloureusement lent et fastidieux. Le seul endroit où l'esprit est à la fête semble être le marché boursier. L'indice S&P 500 vient de franchir de nouveaux records, atteignant 4 000 points, il y a quelques jours, alors que même les indices européens se portent bien.

Cette dichotomie entre la morosité de notre vie quotidienne et l'exubérance des marchés boursiers a amené de nombreuses personnes (dont certaines parmi vous) à se demander si nous traversons, encore une fois, une bulle boursière.

Il faut être prudent pour répondre à cette question car les bulles ne sont évidentes qu'après coup, c'est-à-dire après qu'elles aient éclaté. Tant qu'elles se poursuivent, toutes sortes de justifications permettent de légitimer la bulle. Notre réponse ne peut donc être au mieux qu'une approximation, mais c'est quelque chose auquel nous avons beaucoup réfléchi.

Nous pensons que cette question comporte deux volets. Le premier est celui que nous avons mentionné dans les rapports précédents : les bulles font naturellement partie des marchés et se produisent tout le temps, pratiquement chaque année. Généralement, elles surviennent dans une infime partie du marché où les attentes sont élevées, puis croissent de façon exponentielle, puis meurent d'une mort naturelle, parce que trop de capital a été injecté dans le secteur et la plupart des entreprises font faillite. Parfois, une entreprise peut en sortir victorieuse et c'est peut-être à ce moment-là que l'investissement pourrait se faire (par exemple Amazon en 2003).

Nous avons déjà donné des exemples de ce type de bulles, comme l'engouement pour l'impression 3D de 2013 ou le boom et l'effondrement du cannabis de 2018. Si nous devions nous aventurer à pointer du doigt une bulle actuelle, ce serait l'engouement pour les SPACs, que nous avons évoqué dans notre dernière lettre. Nous n'allons pas nous répéter mais, fondamentalement, les SPACs sont des sociétés « chèque en blanc » introduites en bourse dans le seul but d'acheter une autre société (publique ou privée) dans les deux ans qui suivent. Au cours des trois premiers mois de 2021, le montant de l'introduction en bourse via les SPAC (environ 90 milliards de dollars) a été supérieur à celui de l'ensemble de 2020, qui était déjà une année record. À titre de référence, le montant levé via les SPAC en 2013 était un maigre milliard de dollars.

Alors oui, une bulle à coup sûr, même s'il semble que la fièvre soit déjà passée, puisque les dernières introductions en bourse de SPACs n'ont trouvé quasiment aucun acheteur et ont dû être retirées. Mais encore une fois, alors que 100 milliards de dollars (pour utiliser un chiffre rond) peut sembler être beaucoup d'argent, vous devez vous rappeler qu'Apple vaut actuellement plus de deux mille milliards de dollars. Dans l'ensemble, bien que ce chiffre soit impressionnant, 100 milliards de dollars ne représentent plus qu'une goutte d'eau dans l'océan. La bulle des SPACs ne sera donc sans doute pas, à notre avis, la bulle qui tuera le marché, mais plutôt juste une autre de ces minuscules bulles qui se produisent naturellement. De toute évidence, les retours sur investissement dans les SPACs devraient s'avérer médiocres, car il n'y a pas beaucoup de grandes entreprises à acheter et le simple nombre de SPAC recherchant les mêmes rares bonnes entreprises feront augmenter les prix d'achat à des niveaux qui n'auront guère de sens économique. Nous suivrons cette saga dans les mois à venir.

Alors, bien sûr, parfois (rarement), une bulle devient suffisamment grande pour avoir un impact sur l'ensemble du marché et ce sont ces bulles qui resteront dans les livres d'histoire économique. C'est le deuxième point que nous souhaitons faire sur les bulles : lorsqu'une bulle devient suffisamment grosse, il faut se demander si c'est une bulle productive ou destructrice. Nous avons eu un exemple pour chacune de ces bulles au cours des trente dernières années, la bulle Internet / télécom de 1995-2000 (une bulle productive) et la bulle des matières premières et de crédit de 2003-2007 (une bulle destructrice).

En 2000, la bulle Internet / télécoms a éclaté en mars. Puisqu'il s'agissait d'une bulle uniquement basée sur les marchés boursiers, les effets négatifs sur l'économie réelle ont été minimes. Bien sûr, des emplois ont été perdus, mais le reste de l'économie mondiale a continué à croître. De nombreuses personnes et entreprises, qui avaient investi d'énormes sommes d'argent dans l'infrastructure technologique du monde entier, ont perdu presque tout cet argent, mais l'infrastructure était mise en place et était très utile.

Vous avez peut-être entendu parler du terme « fibre noire » et ce terme a son origine en 2000. Les acteurs des télécoms ont déployé toute cette fibre optique dans le monde entier pour qu'Internet soit disponible partout. C'était un avantage net pour l'économie, mais le montant investi était si important que, jusqu'en 2020, il y avait encore de la fibre optique inutilisée (d'où le terme « fibre noire »), posée durant le boom, vingt ans plus tôt.

Ainsi, après mars 2000, les cours des actions de ces sociétés ont baissé d'environ 80 à 90%, beaucoup ont fait faillite, certaines se sont avérées être des escroqueries (MCI Worldcom et Enron viennent à l'esprit) et de nombreux investisseurs ont tout perdu. Mais, comme nous l'avons déjà dit, le reste de l'économie a continué à bien se porter et à croître. Il est d'ailleurs intéressant de noter qu'un portefeuille d'actions non exposées au secteur technologique a très bien fonctionné de 2000 à 2003.

Cette bulle, comme la plupart des bulles basées dans le marché des actions, s'est avérée être un avantage net pour l'économie réelle : les investisseurs ont perdu beaucoup d'argent, mais les investissements autorisés par ces investisseurs ont créé une infrastructure technologique bien meilleure à travers le monde. Dans l'ensemble donc, un bel exemple de bulle productive.

La bulle des matières premières et du crédit de 2003-2007 s'est avérée très différente car si elle était, d'une part, une bulle d'actions traditionnelle centrée sur les secteurs des matières premières, de l'énergie et de la finance, elle était aussi et surtout une énorme bulle de crédit centrée sur le secteur financier (les fameux prêts subprime). Une bulle de crédit est beaucoup plus préjudiciable à l'économie réelle, car la dette de quelqu'un est l'actif de quelqu'un d'autre et, si elle n'est pas remboursée, elle peut déclencher une réaction en chaîne pernicieuse qui se répercute dans tout le secteur financier. Les gens cessent de faire confiance aux intermédiaires financiers tels que les banques et tout le système financier s'effondre. Le fait que cela ne se soit pas produit en 2008 est purement dû à un seul homme, Ben Bernanke, alors président de la Réserve fédérale (la banque centrale américaine). Nous sommes arrivés très, très près d'un effondrement total et, ici en Suisse, UBS aurait fait faillite si la Banque nationale suisse n'avait pas repris son portefeuille de dette subprime de 80 milliards USD (sur lequel elle a gagné beaucoup d'argent, au final).

L'implosion du crédit de 2008 a eu des effets négatifs durables, en particulier en Europe, où les gouvernements ont basculé trop tôt vers des politiques d'austérité fondées sur des hypothèses totalement erronées (exactement les mêmes qui ont prolongé la Grande Dépression) et ont condamné l'ensemble du continent à une décennie économique perdue qui n'est pas encore complètement terminée. Alors que l'excédent de fibre optique est un point positif pour l'économie, les maisons vides à travers le monde ne le sont pas, et c'est un excellent exemple de bulle destructrice. C'était comme si quelqu'un avait conçu une arme qui détruirait l'économie tout en laissant l'infrastructure intacte, quelque chose tout droit sorti de l'esprit d'un méchant dans un film de James Bond.

Alors, qu'en est-il aujourd'hui, sommes-nous dans une situation similaire ? Est-ce que c'est comme en 2000 ? Ou, pire encore, est-ce comme en 2008 ? Aux deux questions, nous devons répondre « non ». Côté actions, il y a, en effet, des poches de bulles (les SPACs). Du côté de la dette, les institutions financières sont si étroitement réglementées depuis 2009 qu'elles sont incapables d'atteindre des niveaux d'endettement qui pourraient causer des dommages. Oui, certaines entités non réglementées, telles que les hedge funds, peuvent atteindre des niveaux d'endettement dangereux (dont ce family office de 15 milliards USD qui vient de tout perdre ces derniers jours, plus à ce sujet plus tard) mais les montants ne sont pas suffisamment importants pour impacter l'économie globale.

Certains investisseurs, dont certains d'entre vous d'ailleurs, s'inquiètent de la dette publique, en particulier du très important ratio dette publique / PIB. Paradoxalement, ces ratios sont très élevés parce que les États ont décidé d'appliquer des politiques d'austérité au moment même où le secteur privé devait reconstruire son bilan (en 2009). Étant donné que les secteurs public et privé ont économisé en même temps, le PIB a à peine augmenté, le chômage est resté élevé et, mathématiquement, la dette publique par rapport au PIB a augmenté.

Il est particulièrement triste de réaliser que Keynes avait déjà exposé tout cela dans les années 1930 (« l'erreur de composition », comme il l'appelait alors) mais que nous avons commis exactement les mêmes erreurs soixante-dix ans plus tard.

Et oui, la dette publique par rapport au PIB continuera d'augmenter, car la pandémie a contraint la plupart des États à adopter des politiques budgétaires expansionnistes agressives. Ce n'est pas seulement une bonne chose, mais une nécessité absolue à un moment où une grande partie de l'économie est encore semi-fermée par ordre de ces mêmes gouvernements. La bonne nouvelle est que nous avons un modèle pour tout cela : le Japon. Ce pays a connu des taux d'intérêt extrêmement bas, des ratios dette / PIB extrêmement élevés (plus de 200%) et une croissance anémique du PIB au cours des vingt dernières années. Et pourtant, rien de terriblement mauvais ne s'est produit : sa monnaie est stable et son gouvernement est toujours en mesure d'émettre de la dette qui trouve des acheteurs consentants. Nous aborderons la question de la dette publique plus en détail dans une autre lettre, car cela prendrait trop de place dans celle-ci.

Si l'on regarde maintenant le dernier trimestre plus particulièrement, il semble bien lointain le temps où Donald Trump était toujours président des États-Unis. Ce n'est pourtant qu'en janvier dernier que son successeur Biden est arrivé. Beaucoup de choses se sont produites au cours des trois derniers mois, en particulier sur les marchés financiers. Cela a commencé avec des petits investisseurs spéculant à outrance sur des actions très spécifiques, telles que Gamestop, poussant les prix à des niveaux astronomiques. Cela a continué avec le Credit Suisse qui a dû fermer ses fonds d'affacturage après avoir subi une perte catastrophique suite à la faillite du financier australien Lex Greensill, qui était son partenaire. Cela s'est finalement soldé par une perte de 15 milliards de dollars par un family office sur des opérations sur actions à effet de levier. Là encore, le Credit Suisse a été touché, perdant près de 5 milliards de dollars sur ses prêts au dit family office.

De nombreux articles ont été écrits à propos de ces problèmes financiers, mais ce qui est vraiment ahurissant est de réaliser qu'Archegos, le family office susmentionné, gérait l'argent d'une seule personne, Bill Hwang, un ancien gestionnaire de fonds spéculatifs condamné pour délit d'initié (sans commentaire...) et qui avait réussi à transformer sa fortune de 200 millions de dollars en 15 milliards de dollars en investissant dans des actions tout en utilisant beaucoup d'effet de levier (certains soupçonnent qu'il serait en partie à l'origine de l'énorme hausse du cours de l'action de Gamestop en janvier). Apparemment, 15 milliards de dollars n'étaient toujours pas suffisants car il continuait à utiliser un levier de 5X lorsque tout a commencé à mal tourner en mars. Il a perdu jusqu'à son dernier dollar en l'espace de deux semaines et a réussi à infliger d'énormes pertes à Nomura et au Credit Suisse, qui faisaient parties des banques qui avaient fourni les prêts pour les transactions à effet de levier.

Enfin, s'il s'agissait d'une série télévisée, vous penseriez que l'intrigue a été très mal écrite ! Mais voilà, la réalité est souvent plus étrange que la fiction, en particulier dans le monde financier. Et cela illustre un point important de notre philosophie d'investissement : nous n'aimons pas investir dans des banques (ou des compagnies d'assurance, d'ailleurs). Il existe de très nombreuses raisons à cela, mais l'une des plus importantes est que vous ne savez jamais vraiment ce qui figure au bilan de la banque. On ne sait jamais d'où viendra le prochain accident. Sera-ce un trader voyou cachant

ses pertes ? Sera-ce un prêt irresponsable à une entité parce que tout le monde le fait ? Est-ce que ce seront des prêts qui tournent au vinaigre ? Il est tout simplement impossible de le prévoir.

Plus inquiétant, il semble qu'au Credit Suisse, ni le Chief Risk Officer, ni le responsable de sa banque d'investissement n'étaient plus conscients que nous de tous les problèmes potentiels. Les deux sont maintenant partis (il semblerait qu'ils n'aient pas eu le choix). Cela dit en passant, si vous aviez investi dans des actions du Credit Suisse lors de leur introduction en bourse, le 23 octobre 1989, vous auriez perdu 58% de votre investissement initial. Ah, oui, vous auriez reçu des dividendes, bien sûr et, si vous les aviez tous réinvestis dans l'entreprise, vous n'auriez « que » perdu 3% sur la même période. Pour référence, l'indice du marché suisse est en hausse de 538% (1162% avec dividendes réinvestis) sur la même période.

Pas de bulle particulière donc, mais il semble qu'investir dans les banques, tout comme fumer, est dangereux pour la santé. Restons donc attentifs à nos choix d'investissements.

Cordialement,

Julien Devaux

Chief Investment Officer

Wealth Management