

23 07 20

ARTICLE DE PRESSE

DECRYPTAGE

Article librement disponible sur internet : <https://bourse.lefigaro.fr/actu-conseils/dorval-am-une-reprise-boursiere-moins-irrationnelle-qu-on-le-dit-20200709>

Le décryptage de cet article de presse est un décryptage d'us et coutumes dont **TOUS** les prestataires sont ou ont été (**y compris moi-même**) peu ou prou des acteurs. La société Dorval est des plus honorablement connue et reconnue.

L'objectif des décryptages que je mettrai en ligne est de faire évoluer l'encadrement réglementaire pour libérer l'ensemble des acteurs financiers de certaines incohérences réglementaires et concurrentielles.

Dorval AM: une reprise boursière moins irrationnelle qu'on le dit

CLUB DES PROS: François-Xavier Chauchat, membre du comité d'investissement, cadrage macroéconomique et allocation d'actifs chez Dorval AM dresse le bilan du premier semestre et nous livre ses perspectives pour le second semestre.

Par [Hervé Rousseau](#)

Publié le 09/07/2020 à 08:34, Mis à jour le 09/07/2020 à 08:48

La forte remontée des indices boursiers depuis la fin du mois de mars a surpris beaucoup de monde. *Elle suscite des craintes de déconnection entre les marchés financiers d'un côté, et une réalité économique et sociale dégradée par la crise du Covid-19 de l'autre.*

Etant de structure COMPTABLE et non-financière, les indices boursiers sont TOUJOURS déconnectés des réalités et faisabilités financières. Il appartient donc au professionnel d'avoir une approche éthique d'utilisation de ces indices comme indicateur ou référence économique ou financière. Sur ce thème, voir : www.agencedecotationihr.com

Ce paradoxe il n'y a aucun paradoxe puisque la formule de l'estimation des indices ne tient compte d'aucune réalité financière est encore accentué aujourd'hui par l'évidence que le virus est toujours là, avec des records de nouveaux cas au niveau mondial. Un certain nombre d'observateurs non professionnels parlent de bulles ou d'irrationalité. Pourtant, quand on reprend le film des évènements, la logique de la reprise boursière semble plutôt lisible. Quelle reprise ? Celle de la valorisation comptable des indices présentée comme une hausse boursières ou celle d'une hausse des cours généralisée et étayée par des volumes échangés significatifs ?

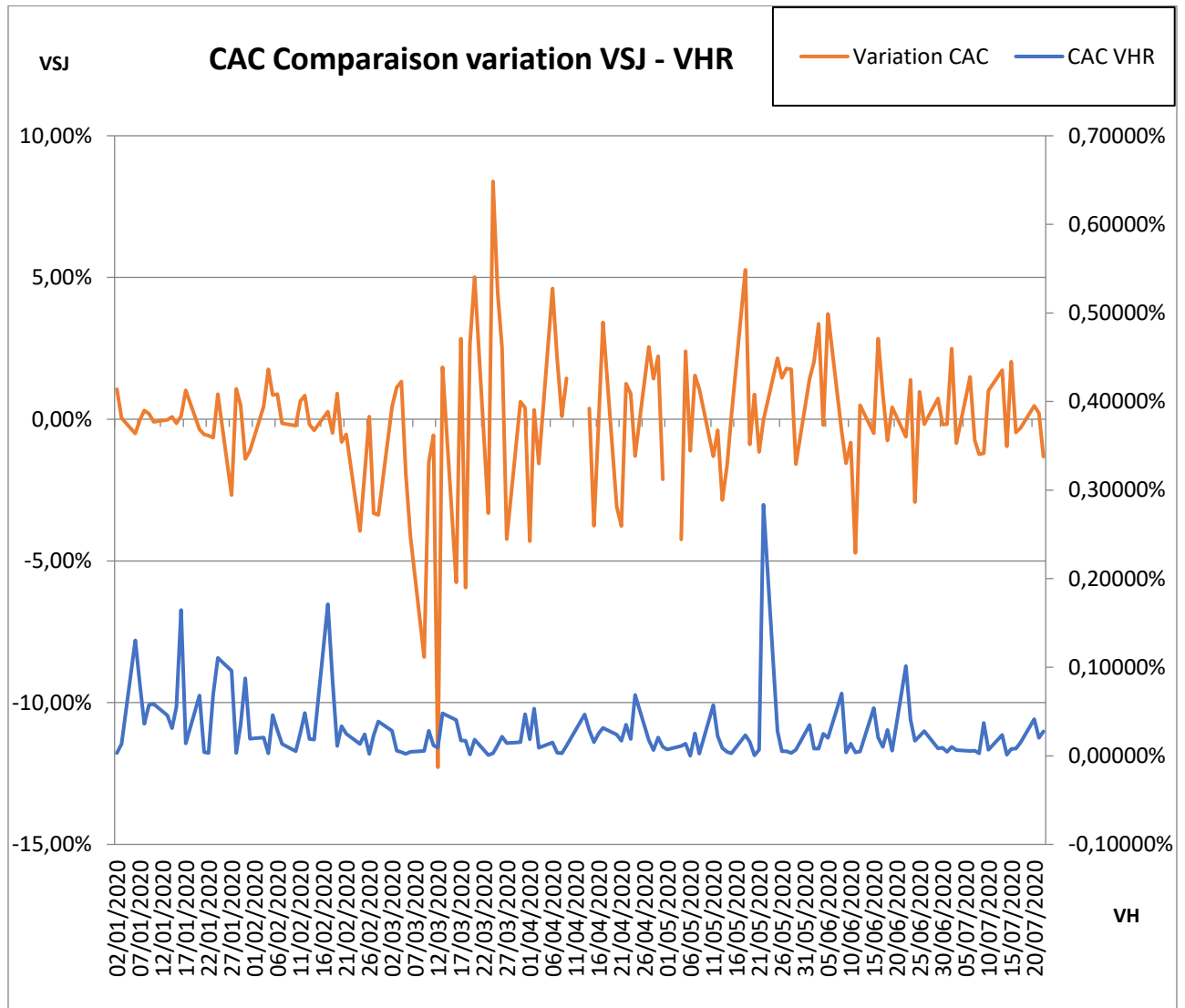
Ci-dessous un simple graphique qui compare la variation spéculative du jour (Mark-to-Market) du CAC 40 corrigée par la faiblesse des volumes échangés (site <http://www.agencedecotationisr.com/agence-de-cotation-boursiere/cac-40.php>)

Le graphique ci-dessous démontre l'amplitude des effets des valorisations comptables mark to market dans les variations quotidiennes du CAC 40. L'indice CAC 40 est bien un indice boursier de structure comptable et non de réalité financière.

À gauche, les variations comptables officielles du CAC 40 (en rouge) pouvant aller de +10% à -15% qui alimentent quantité de dérivés de produits et raisonnements présentés à tort comme ayant une réalité financière ; à droite, les Variations financières Humainement Responsables© dites VHR © du CAC 40 (en bleu) qui pondèrent, en parfait respect du principe juridique "d'égalité des porteurs", les variations des actions du CAC 40 par la faiblesse des volumes échangés qui peuvent passer de + 0,70% à -0,10%. Je vous propose de constater que les variations VHR (Variation Humainement Responsable) ont toujours été très stables en pleine crise, là où les Variations Spéculatives comptables du Jour dites VSJ © ont été des plus volatiles et destructrices. Et pour cause, les variations comptables relevant de la seule utilisation de la règle comptable mark-to-market (dite valeur de marché)*, reconnue par l'ensemble des autorités financières et comptables comme litigieuse dans son application financière, génèrent une volatilité de plus de 90% du CAC 40. Volatilité qui sert, entre autres, aux dérivés des marchés dérivés .

* la règle comptable mark-to-market (dite valeur de marché) consiste à prendre le cours de fermeture du jour comme référence de valorisation COMPTABLE pour l'ensemble des mêmes actions. Il est évident que cette approche comptable des plus simpliste doit faire l'objet d'un retraitement financier professionnel.

Et pour cause, le seul enseignement du cours de Bourse de fermeture étant qu'il n'y avait plus d'acheteur à ce cours, prendre ce cours et lui donner directement ou indirectement un rôle de prix ou de support de valorisation comptable est absurde. À titre "pédagogique", pourrait-on dire (faire croire) à tous les possesseurs d'un billet d'un jeu quelconque qu'ils auraient gagné le même montant que le (les) dernier(s) gagnant(s) du jour ?



Un krach boursier en mars, mais la crise financière a été évitée

D'abord sceptiques puis brutalement saisis par l'évidence de la pandémie, les investisseurs ont paniqué comme rarement entre la mi-février et la mi-mars. S'il y avait eu cas de « panique », les marchés auraient été fermés. D'autre part, les volumes échangés ne corroborent pas le terme de « panique ». En seulement un mois, le CAC 40 a perdu 40% de sa valeur Valeur ou valorisation ? Précision : la valeur étant une notion économique d'approche des réalités, il est utile de

rappeler que le CAC 40, étant un indice de structure comptable ne tenant compte d'aucune réalité économique ou financière, relève d'une valorisation comptable. Valorisation comptable qu'il convient de retraiter selon une approche professionnelle pour avoir une perception de prix ou de valeur économique. Voir graph ci-dessus un record de baisse en si peu de temps. Au-delà des seuls marchés des actions, ce sont tous les marchés financiers (obligations, change, marchés monétaires, options, etc.) qui ont vu **leur liquidité s'écrouler et leur volatilité s'envoler**. Ne pas confondre liquidité et fluidité. En l'occurrence, c'est bien le manque de fluidité (incohérence régulatrice entre les volumes à l'achat et à la vente) qui est à la base de la volatilité.

Mes commentaires ayant pour objectif d'attirer l'attention sur certains points techniques professionnels, je laisse au rédacteur la responsabilité du scénario des explications ci-dessous.

Attention à la responsabilité professionnelle, les avocats, les médias et les épargnants ne vont pas toujours être dupes.

Les investisseurs ont soudainement réclamé des primes de risques sur tous les actifs, et beaucoup de gérants ont été forcés de liquider des positions parfois tout à fait saines. Comme en 2008, les investisseurs ont commencé à craindre une cascade de faillites. Bref, une grave crise financière menaçait.

Si cette crise financière n'a finalement pas eu lieu, c'est pour une raison tout à fait simple et puissante. Alors que la crise de septembre 2008 avait été provoquée par une erreur d'origine politique - le largage de Lehman Brothers par l'administration américaine - celle de 2020 a été empêchée par l'action politique. Banques centrales et autorités budgétaires se sont en effet coordonnées en un temps record à la fin du mois de mars pour garantir la plus grande partie des dettes, et protéger les revenus de ménages. Conscients que la responsabilité leur incombait entièrement, leurs mains n'ont pas tremblé, et l'expérience de 2008 a servi.

Une reprise boursière synchronisée avec l'économie depuis le déconfinement

La crise financière étant évitée, les bourses mondiales ont alors été capables de se redresser. Dans le temps du confinement, toutefois, la remontée des marchés des actions est restée concentrée sur les secteurs et les entreprises les plus résilientes, voire gagnantes pendant la crise (économie digitale, santé, grandes valeurs défensives, etc.). Ces secteurs représentant une part importante de la capitalisation boursière, particulièrement aux États-Unis où ils sont nettement majoritaires, la performance de certains indices a été parfois spectaculaire.

Pour les secteurs les plus cycliques et les valeurs financières, qui ont perdu jusqu'à 60% de leurs valeurs, il a en revanche fallu attendre plusieurs semaines pour qu'une véritable reprise se fasse jour. Cette deuxième phase, en place depuis le milieu du mois de mai, est parfaitement synchronisée avec une économie qui rouvre progressivement et où le pouvoir d'achat des ménages a été conservé. S'il fallait en effet une seule preuve du caractère inédit de la crise du Covid-19, c'est bien celle de la hausse des revenus des ménages américains en pleine «récession» forcée de la consommation. Les aides massives en sont bien entendu la cause.

Ces aides vont se faire progressivement moins fortes mais le potentiel de redressement de la consommation reste considérable, comme l'illustre le niveau record du taux d'épargne. Aux États-Unis, l'expression de ce potentiel va en partie dépendre de l'impact de la vague de cas actuelle dans le sud du pays, mais en partie seulement car le confinement y reste très limité. En Europe, la consommation a été très supérieure aux attentes au mois de mai (en Allemagne, les ventes au détail ont même été supérieures à l'année dernière). La dynamique de rattrapage va se poursuivre cet été, avec l'impact des mesures budgétaires (primes dans l'automobile, baisse de la TVA en Allemagne, etc.) et la poursuite de la réouverture des économies européennes.

Priorité à la reprise au deuxième semestre et sans doute encore en 2021

Malgré un mieux depuis la mi-mai, les secteurs et valeurs les plus sensibles au cycle économique restent nettement décotées. Cette décote devrait pouvoir se réduire au fur et à mesure que la reprise s'affirme. La relance est en tout cas devenue la priorité des politiques gouvernementales, en France comme ailleurs. Tout sera fait, en particulier, pour que la gestion de l'épidémie toujours présente soit nettement moins disruptive pour l'économie. La meilleure connaissance du virus, l'utilisation systématique des masques et la plus grande capacité de tests rendent cette gestion moins difficile. Aujourd'hui, les investisseurs surveillent particulièrement la situation au sud des États-Unis, où le nombre de cas a fortement monté mais avec un faible taux de mortalité (à ce jour) et un impact économique bien moindre qu'en mars.

Reste qu'une partie du terrain perdu ne sera pas reconquis facilement, en particulier dans les secteurs du tourisme, des loisirs, de l'aérien et de la restauration. La Banque de France estime que l'économie française tournait à 91% de son potentiel en juin, un chiffre qui pourrait atteindre 95% en fin d'année. Ce scénario est meilleur que celui qui était craint il y a un mois, et il pourrait encore être revu à la hausse. Il implique cependant que le niveau du chômage serait significativement plus élevé qu'avant la crise, et que les plans de relance et de soutien devront donc continuer.

Dans cette optique, une surpondération des valeurs cycliques, toujours très décotées, semblerait logique. Les débuts de cycle (les 18 premiers mois) sont en effet historiquement favorables en relatif à ces secteurs. Ce fut le cas en 2003/2005, en 2009/10 et à nouveau en 2016/17. Cette logique devrait pouvoir se répéter en 2020/21, avec une trajectoire qui dépendra en partie des nouvelles sur le front sanitaire.

Note: Les exemples cités reposent sur la base d'analyses propres à Dorval AM en date du 07/07/2020. Ils ne constituent pas un engagement ou une garantie. Cette dernière se réserve la possibilité de faire évoluer ses analyses.