

## Lettre n°17

### Des motifs d'espoir ?

« *Toute vie est une aventure naviguant entre inattendu et inespéré* ». François Cheng

Après l'inattendu du Covid, l'inespéré d'un redressement boursier rapide et le propos de **François Cheng** en exergue, extrait de la page 34 de son beau livre « *De l'Âme* » trouve une illustration improbable. Encourageant, le brin d'optimisme des gouvernants, Allemagne, France, Grande Bretagne, un moindre recul redouté des PIB en cette année 2020. Selon le FMI, la baisse du PIB américain ne devrait être que de -6.6% cette année et en Allemagne, le gouvernement anticipe une baisse limitée à 5.8%, étonnamment comparable au 5.7% enregistré en 2009. Encourageant, l'amélioration des indices de confiance PMI manufacturier aux Etats-Unis comme en Chine ou en Allemagne. Encourageante, l'efficacité des mesures d'indemnisation du chômage partiel car le taux de chômage est à 6.3% en Allemagne. Encourageante, la hausse des levées de fonds lors des introductions en bourse cette année, \$70 milliards aux Etats-Unis, soit plus que l'année dernière sur la même période. Encourageant, l'accord du Club de Paris pour un report des intérêts sur la dette d'une trentaine de pays africains, après les \$160 milliards de financements promis par la Banque mondiale et les \$80 milliards d'aide d'urgence octroyée par le FMI. Encourageante, la baisse de la mortalité en dépit d'une résurgence des cas de Covid. Encourageante, l'émulation dans la course au vaccin avec plusieurs laboratoires en phase III. « *L'espérance nourrit l'espérance* » écrivait **Sénèque**. Essayons de voir comment se présente la rentrée sous les angles budgétaire, monétaire, consommation, entreprises et boursier.

**La rentrée monétaire et budgétaire** : le point fort, deux tabous tombent.

*Sous l'angle monétaire*, le total de bilan des banques centrales est passé de \$3000 milliards en 2007 à \$21000, une illustration du rôle central pris par ces institutions dans la politique économique et le sommet annuel de Jackson Hall, la réunion des banquiers centraux, a de nouveau répondu aux attentes des investisseurs. La **FED** a renoncé à faire d'un taux d'inflation de 2%, l'objectif premier de sa politique. En d'autres termes, une période durable d'inflation inférieure à 2% peut être suivie d'une phase d'inflation supérieure à 2%. L'emploi prime dans la définition des objectifs, la courbe de Phillips définissant la relation emploi-salaires/inflation est oubliée. Ces dernières années, il est vrai, chacun a pu observer des taux de chômage bas sans augmentation de salaires, sans tension sur l'inflation. Du discours de Powell, chacun peut anticiper une longue période de taux bas. Madame Lagarde a renchéri en annonçant une « révision stratégique » de la politique de la **BCE** et on peut anticiper l'annonce en décembre d'un nouveau programme d'injections. Rien de surprenant à ces évolutions car, comme nous l'avons souvent souligné, la priorité dans un monde endetté, c'est le maintien des taux bas, clé de la solvabilité des Etats et des entreprises. Rien de surprenant au regard d'un taux d'inflation américain qui depuis 2012 n'a dépassé 2% que 15% des mois, au regard d'un taux d'inflation négatif de 0.2% en Europe en août et d'un taux d'inflation japonais qui, en huit ans de politique monétaire très expansionniste n'a jamais atteint 2%.

*Sous l'angle budgétaire*, les Etats poursuivent le déploiement des mesures annoncées, l'équivalent de 13% du PIB aux Etats, Unis, 12% au Japon, 9% en Allemagne, 6% en Grande Bretagne et près de 5% du PIB en Chine. L'idée évoquée dans une de nos notes d'avril, fait son chemin, celle d'un distinguo entre dépenses courantes et dépenses d'investissement. Dans un contexte de taux négatif, le paradoxe c'est le désendettement rendu possible par l'endettement s'il permet d'élever la croissance potentielle. **L'Allemagne** l'a bien compris, oublie la rigueur budgétaire, pour se projeter vers l'avenir et investir dans des secteurs porteurs, Euros 11 milliards pour les énergies renouvelables, Euros50 milliards pour la R&D et des montants substantiels pour les infrastructures. Le vice du déficit devient ainsi vertu ! En **Italie**, selon Unicredito, le paiement des intérêts de la dette mobilise 7% des recettes fiscales contre 30% dans les années 90 et le gouvernement en profite pour relancer au mépris de l'endettement actuel. Début juin, une émission d'Euros 14 milliards à 10 ans a été

souscrite huit fois malgré la perspective d'une dette publique à 160% du PIB en fin d'année. Et, on pourrait multiplier les exemples. Selon **Olivier Blanchard**, ancien économiste du FMI, la dette publique est une mauvaise chose mais elle n'est pas une catastrophe. Il ne faut pas se focaliser sur le ratio dette publique sur PIB, c'est à dire un flux sur un stock mais il faut considérer le service de la dette sur PIB qui en 2019 était à la moitié de son niveau de 1995.

**La rentrée des consommateurs** : le point de confort.

Pour l'heure, en Chine, comme en Europe ou aux Etats-Unis, la reprise de la consommation est timide mais le potentiel est là et il faut un déclic de confiance. La sortie du confinement avait laissé place à quelques dépenses mais la réalité, c'est, selon les pays, l'attentisme, l'appréhension de la fin des mesures d'indemnisation du chômage partiel et la constitution d'une épargne de précaution. Aux **Etats-Unis**, l'allocation spéciale de \$250 milliards pour accroître l'assurance chômage à 100% du salaire a duré 4 mois et celle de \$500 milliards pour verser un chèque de \$1200 à chaque américain et \$500 par enfant est intervenue au printemps. Seule une fraction de cet argent a été dépensé et la confiance des consommateurs n'est pas encore stabilisée même si le taux de chômage est retombé de 15% à 10.2% entre avril et juillet. Il est désormais comparable au taux d'octobre 2009, 10%, lequel était demeuré 2 ans à 9% mais il est très supérieur aux 3.5% de février. Dans **l'Union Européenne**, le taux de chômage en juillet s'est détérioré de 7.7% à 7.9% et, en Allemagne, la consommation a diminué en juillet après une hausse en juin, autant de facteurs d'incertitude à court terme.

En **Chine**, une reprise des ventes de voitures est enregistrée, les ventes immobilières des sept premiers mois sur un an sont en hausse de 0.4% mais la consommation, 40% du PIB, est encore en repli de 1.1% sur un an, ce qui est logique au regard du chômage et de l'épargne de précaution.

La confiance revenue, la consommation pourrait dynamiser la reprise. Songeons, en **France**, l'épargne supplémentaire sur l'ensemble de l'année 2020 est évaluée à Euros 100 milliards, près de 4% du PIB et, là réside un potentiel de croissance.

Pour restaurer la confiance des ménages, les inciter à réduire l'épargne, il faut peut-être des incitations fiscales à la consommation, exemples prime à la casse dans l'automobile, déductions pour les investissements en économie d'énergie, et une résorption rapide du chômage. Dans l'intervalle, **l'Allemagne** proroge la protection de 12 millions de travailleurs en chômage partiel jusqu'à fin 2021, contre un peu moins de 2 millions en 2009, mesure qui s'ajoute à l'indemnisation des 2.8 millions de chômeurs, et d'autres pays prendront sans doute des mesures similaires.

Motifs d'optimisme, un certain nombre de ménages sont bénéficiaires de la crise, profitent aux Etats-Unis de la baisse des taux hypothécaires, de l'appréciation de la bourse voire de l'indemnisation du chômage partiel. Aux Etats-Unis, selon le WSJ, la moitié des nouveaux chômeurs, grâce à la prime de \$600 et avant même le chèque de \$1200 gagnaient plus qu'avant. Le stock d'épargne sur les comptes courants aux Etats-Unis, cette année, est passé de \$2500 à \$3500 milliards. Il n'excédait pas \$600 milliards en 2008. L'Union Européenne a moins accru les dépenses publiques que les Etats-Unis mais les pays peuvent compter, comme amortisseur, les Euros 4000 milliards de dépenses de protection sociale, la moitié des dépenses mondiales.

**La rentrée des entreprises** : le point de réconfort.

On a pu récemment constater une amélioration des indices de confiance PMI manufacturier dans les grands pays, aux Etats-Unis à 56 en août, en Chine à 53 pour le Caixin, en Allemagne à 52. En Chine, en juillet la hausse sur un an de la production industrielle s'établissait à 4.8%. Sans doute très local mais néanmoins bon reflet des anticipations à l'échelle occidentale, un sondage de la Banque publique d'investissement en France auprès des entreprises de taille intermédiaire montre que plus de 70% des entreprises anticipent un retour rapide à la normale. Dans le même temps, un tassement est enregistré dans les pays à nouveau affectés par le virus, exemple l'Espagne ou les Philippines. On le voit, il suffira d'un endiguement de la propagation du virus pour libérer les acteurs économiques.

Sur les \$2000 milliards du plan d'aides américain, \$420 milliards ont été alloués sous forme de prêts aux grandes entreprises et \$360 milliards de prêts et d'aides aux petites et moyennes entreprises. En outre, bénéficiaires indirectes des injections de liquidités et des rachats de dettes par la FED et la BCE, les entreprises ont multiplié les émissions de dettes obligataires et accumulé des liquidités. Globalement les entreprises américaines ont levé, en obligations, \$2000 milliards cette année contre \$600 milliards l'année dernière sur la

même période et les sociétés classées « junk rate » ont émis cette année selon Refinitiv \$220 milliards. Les entreprises non financières du S&P 500 comptent \$1350 milliards de liquidités, un niveau jamais vu et, selon le cabinet Preqin, les « buyout groups » disposent de \$806 milliards de liquidités.

Certes les injections auront évité une aggravation subite des taux de défaut et des faillites mais la reprise économique risque d'être plus lente car défendre des entreprises condamnées est un calcul à court terme.

**La rentrée boursière** : le point relatif inconfort.

Evolution paradoxale, le nombre de sociétés cotées en bourse n'a cessé de baisser ces vingt dernières années, pratiquement une division par deux aux Etats-Unis mais la valorisation de la bourse rapportée au PIB n'a jamais été aussi élevée. La capitalisation de l'indice Wilshire 5000, l'indice américain le plus large, c'est près de \$37000 milliards, pour un PIB de \$22000 milliards, un ratio supérieur à celui de l'an 2000. Quelques mois après le point bas du marché, les marchés gagnants, Nasdaq, S&P500, marché chinois, concentrent un pourcentage élevé de valeurs liées à la technologie, 28% pour le S&P500, 40% pour le MSCI chinois. Les marchés perdants sont les pays émergents, les « Frontiers markets », privés temporairement des recettes du pétrole, du tourisme et des revenus de travailleurs migrants. Entre les deux, difficile d'évoquer, comme souvent dans la presse, un rattrapage pour les pays européens. Sans guère de valeurs technologiques, ils ne peuvent rêver aux performances du S&P. Même aux Etats-Unis si, à fin août les « sociétés de croissance » étaient en hausse de 25%, les « value stocks » baissaient de 11%. Notre recommandation d'achat sur l'Europe résulte des fruits attendus du plan de relance d'Euros 750 milliards, 5% du PIB, dont la mise en œuvre en 2021, complétera des plans nationaux ambitieux et les injections de la BCE, Euros 1350 milliards, soit quelque 10% du PIB de la zone Euro.

Pour la première fois, depuis des années, nombreuses sont les entreprises à entrer en bourse aux Etats-Unis - ZoomInfo, Warner Music... - et en Chine avec l'emblématique Ant Group, filiale fintech d'Alibaba, Xpeng, le Tesla chinois. Aux Etats-Unis, on estime à plus de 200, le nombre de « start up licornes », donc des sociétés privées d'une valeur supérieure à \$1 milliard, l'ensemble pour une valeur supérieure à \$650 milliards et cela constitue un réservoir pour animer le marché et profiter de l'attrait de la technologie. Encouragées par un surprenant regain d'intérêt des particuliers pour l'investissement en bourse, les entreprises multiplient les levées de capitaux.

**Conclusion** : « *Et ce monde étrange continue de tourner* ». Paul Auster

En cette rentrée, nous restons donc surpondérés sur les actions et sous-pondérés sur les obligations dont la performance a été étonnante car, depuis le début de l'année, le taux à 10 ans des obligations d'Etat américaines est tombé de 1.92% à 0.68% et celui des obligations d'Etat allemande de 0.22% à -0.42%. Nous maintenons nos recommandations de positions longues en Euros, en or et en Francs Suisse (le PIB ne devrait pas baisser de plus de 5% en 2020), nos conseils de prudence sur le \$, la £, les devises de pays émergents en situation de déficit des paiements courants, Brésil, Turquie, Afrique du Sud. Seul le Yuan, à 6.83, s'apprécie contre \$ car le différentiel de taux joue en faveur de la Chine, comme l'excédent courant. Nous gardons également, notre optimisme sur un redressement progressif des prix du pétrole.

Sous l'angle budgétaire et monétaire, cette crise montre la nécessité de la vertu en période de prospérité. L'Allemagne, grâce à une dette publique inférieure et grâce à un coût de la dette moindre, peut dépenser plus pour favoriser la reprise et va accroître son avantage par rapport aux pays du Sud. Les autres pays n'ont d'autre choix que de laisser également s'aggraver leurs déficits et, heureusement, les risques associés à des niveaux d'endettement élevés sont faibles par rapport aux dégâts que provoquerait la réduction des déficits. Néanmoins, ne pas réduire les injections de liquidités en 2021 risquerait d'instiller une défiance des marchés sur les dettes, pourrait pousser à la hausse les taux, entretiendrait la survie des entreprises « zombies » et donc des pressions déflationnistes et aggraverait le fardeau de dettes à rembourser par les générations futures.

S'il faut tempérer l'optimisme ambiant, retenons deux chiffres. Les injections des banques centrales en 2020 vont totaliser \$10 000 milliards et pourtant le PIB mondial va régresser approximativement de \$4000 milliards. N'ignorons pas l'aggravation de la dette publique cette année, 10 points du PIB dans les grands pays émergents, 15 à 20 points dans les pays développés. Ne nous exposons pas à la dette mal maîtrisée de pays émergents comme le Brésil (bientôt 100% du PIB) car un décrochement des pays très endettés est à redouter. N'ignorons pas les difficultés durables de secteurs importants, le tourisme, la restauration, la culture. Ne sous-estimons pas une aggravation brutale du chômage avec la fin de l'indemnisation du chômage partiel car elle entraverait

la consommation. Ne négligeons pas les incidences négatives sur le commerce international d'une mauvaise gestion de la crise dans des grands pays comme l'Inde ou le Brésil avec des reculs escomptés du PIB de 10% et 6%. N'oublions pas les difficultés des jeunes dans le monde entier à trouver un emploi dans les prochains mois. En Chine, par exemple, en juin le taux de chômage des diplômés était déjà de 19.3% contre 6% pour l'ensemble des actifs et 9 millions de jeunes vont chercher un emploi en septembre. Et, on pourrait faire la même observation dans les autres pays. N'occultons pas l'aggravation de la pauvreté dans le monde. Tombé d'un tiers de la population mondiale en 1990 à moins de 10% en 1995, soit 750 millions, le nombre de personnes disposant de moins de \$1.9/jour, pourrait, selon la Banque mondiale, augmenter de 100 millions cette année. Autant de facteurs potentiels de déstabilisation et de troubles sociaux.

Genève, le 4 septembre 2020



Bruno Desgardins  
*Directeur de la Gestion*

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.