

Lettre n°21

Les raisons de la confiance dans l'appréciation des marchés

« Après les ténèbres, j'espère la lumière », devise de Genève

La crise de la Covid est venue interrompre le plus long cycle de croissance de l'après-guerre, dix ans aux Etats-Unis entre 2009 et 2019, le coût global est élevé, les cicatrices sur certains secteurs seront indélébiles mais cinq facteurs entretiennent l'optimisme des marchés financiers.

La possible accélération de la croissance potentielle :

Deux idées ressortent, un moindre pessimisme sur l'année en cours et une plus grande confiance dans l'avenir. En juin, les prévisions internationales laissaient redouter un recul du PIB américain de 8.5% en 2020, la probabilité, aujourd'hui, est une récession de 3.7%. Pour la Chine, les attentes étaient, entre 0 et un chiffre négatif, aujourd'hui, elles sont positives, à 1.8% pour cette année. Il en est de même dans de nombreux pays de l'Asie du Sud-Est et d'autres régions.

A l'origine de ces révisions, la vigueur de la réaction des Etats. Globalement, le FMI évalue à \$12000 milliards les sommes dépensées pour amortir la crise, soit l'équivalent de près de 15% du PIB mondial, du jamais vu. De ces efforts budgétaires consentis par les Etats, une partie a servi à financer les mesures de chômage partiel et à offrir des garanties aux entreprises pour pallier des crises de trésorerie mais un pourcentage important est injecté dans des plans à plus long terme, développement des infrastructures, promotion des nouvelles technologies, transition énergétique, aide à des relocalisations.... Autant d'investissements susceptibles d'améliorer la compétitivité, d'élever le potentiel de croissance et qui profiteront en premier lieu aux pays de l'OCDE.

La mutation des entreprises :

Deuxième facteur de confiance dans les marchés financiers, la capacité d'adaptation des entreprises, l'accélération de la numérisation des sociétés, la réorganisation de l'organisation du travail, la réduction envisagée du parc immobilier, le rapprochement de certaines unités de production dans des contrées plus proches, les fusions de sociétés, dans le secteur bancaire par exemple, en Espagne, aujourd'hui, en Italie, prochainement, on ne compte plus les mesures susceptibles de permettre prochainement une amélioration de la profitabilité. Et la Bourse a raison de regarder au-delà d'une année 2020, misérable pour les bénéfices générés par les sociétés.

L'intégration renforcée de l'Union Européenne :

Troisième facteur roboratif, une intégration économique plus grande en Europe avec l'adoption du plan de relance de €750 milliards (mais pas encore la mise en œuvre), le financement communautaire d'une partie du chômage partiel avec le plan SURE d'indemnisation, l'extension du MES (Mécanisme européen de stabilité) à la protection du système bancaire, les injections de la BCE, €1350 milliards, la mise à l'index de la Pologne et de la Hongrie, prompts à bafouer la démocratie mais toujours prêts à bénéficier des mannes communautaires. Bilan du support monétaire de la BCE, de l'aide budgétaire de la Commission et des mesures décidées par chaque Etat, les risques de crise de solvabilité sont contenus et le risque d'une nouvelle crise financières des pays périphériques est conjuré.

Souvenons-nous, lors de la crise de 2011, le taux à 10 ans du Portugal dépassait 17%, aujourd'hui, il approche 0, la Grèce était engagée dans une restructuration conflictuelle, crise politique, multiples plans financiers de soutien, bras de fer avec l'Union, percée du parti d'extrême droite Aube Dorée, aujourd'hui, le taux à 10 ans est à 0.6%, loin des 37% du début 2012.

Reflet de cette meilleure intégration, l'écrasement de l'écart de taux entre pays très endettés et le parangon constitué par l'Allemagne. Entre l'Allemagne, fin 2020, endettée à hauteur de 75% de son PIB et l'Italie, endettée à près de 160%, l'écart de taux sur une obligation à 10 ans est inférieur à 1.2% !

La gestion optimisée de la dette :

Quatrième facteur de confiance, l'action des banques centrales, saluée en 2008 mais amplifiée cette année. En réponse à une augmentation de \$15 000 milliards de la dette mondiale en un an, en réponse à cette dérive de l'endettement de la planète de 3.2x le PIB à 3.65x, les banques centrales, américaine, européenne, anglaise, canadienne ont adopté des politiques d'injections monétaires hardies et inédites par leur ampleur.

Depuis le début de la crise, elles ont acquis plus de \$10 000 milliards de dettes publiques. L'effet recherché, une baisse des taux longs, le premier résultat, un taux à 10 ans américain à 0.9% à comparer avec un taux à 6.5% lors de la crise intervenue en 2000 et 1.9% début 2020, le second résultat, un encours d'obligations à taux négatifs au-delà de toutes les espérances, \$17 000 milliards.

Dans cet exercice de gestion des taux, les grands pays, endettés dans leurs devises, \$, Euro, Yen et Yuan, ont clairement l'avantage car les pays émergents sont affectés par la chute de leur monnaie, donc un renchérissement de la dette en devises et ils sont freinés dans la baisse de leurs taux d'intérêt par l'inflation importée.

En Chine, l'objectif est un assainissement des entreprises publiques et, ces dernières semaines, quelques entreprises, Brilliance Autogroup, Tsinghua Unigroup, notamment... ont ainsi fait défaut mais rien d'alarmant car le taux de défaut, 0.5%, est comparable à celui de l'Europe et inférieur aux 1.4% observés aux Etats-Unis. L'objectif à plus long terme est de donner confiance aux investisseurs étrangers dans leurs investissements en Chine car ils ne détiennent pas plus de 3% du marché obligataire chinois.

La disqualification des régimes populistes :

Cinquième facteur rassurant pour les marchés, les revers subis par les populistes, la fin de l'accordance entre la première puissance et des régimes illibéraux voire autocratiques. Sans la Covid, Trump aurait éventuellement été réélu et la délitescence de la démocratie aurait continué.

Sans la Covid, Bolsonaro, au Brésil, n'aurait peut-être pas échoué lamentablement aux élections municipales brésiliennes puisque 49 des 50 candidats soutenus par lui ont été battus, notamment à Rio et Sao Paulo où l'improbation a été élevée... La mauvaise gestion de la crise explique un taux de chômage record à 14.6% de la population active et une récession profonde.

Sans l'incurie initiale dans la gestion de la Covid, le Royaume-Uni de Boris Johnson n'enregistrerait pas les pires chiffres de l'Europe de l'Ouest : une récession à -11.5%, un déficit budgétaire à -19% du PIB, à comparer avec -11% en Espagne, pays peut-être le plus touché de l'Union Européenne. Les semaines passant, il expose son pays à une sortie de l'Union Européenne sans accord, soit un coût immédiat en 2021 de 2 points de PIB, selon les estimations de l'OBR, l'Office du budget britannique.

En Inde, Modi est aux prises avec une crise sans précédent car le PIB devrait baisser de plus de 10%, la dette publique dériver à 75% du PIB, les créances douteuses exploser à 9%. Le système bancaire va être fragilisé et, pour la population, toujours en croissance et peu protégée car souvent employée dans l'économie informelle, pour les agriculteurs confrontés à une réforme impopulaire, la crise va être bien plus prégnante qu'en Occident. En Turquie, l'impéritie d'Erdogan dans la gestion de l'économie ces dernières années est éclatante. Il avait voulu faire fi des réalités internationales, avait abaissé les taux d'intérêt mais la devise s'est effondrée, le renchérissement des importations a poussé l'inflation à plus de 12% officiellement. Récemment, il a dû changer le ministre de finances et le directeur de la banque centrale, remonter à 15% le taux d'intérêt et tenter d'enrayer l'amenuisement des réserves de change. Le risque est grand d'aggraver la récession, déjà à 6% cette année, car le crédit va être freiné. Pour garder le soutien politique des nationalistes, il multiplie les agressions sur la scène

internationale mais, dans la perspective des élections de 2023, des figures politiques s'affirment, le maire d'Ankara, Mansur Yavas, celui d'Istanbul, Imamoglu car, souvenons-nous, en 2019, Erdogan, aux élections municipales a perdu les grandes villes.

La restauration du multilatéralisme :

L'éviction de Donald Trump signe l'arrêt d'une politique unilatérale dirimante, l'échec de sa politique de droits de douane pour enrayer le développement de la Chine. La croissance de l'excédent commercial chinois et le différentiel de croissance en faveur de la Chine illustrent cet échec et les marchés financiers peuvent se reconforter de l'irénisme de Biden, avec un retour du multilatéralisme et moins d'imprévisibilité.

Conclusion : « Le pessimisme n'a jamais remporté la moindre bataille » Eisenhower.

La hausse des marchés boursiers n'est pas une anomalie mais la reconnaissance des potentialités offertes par cette crise sans précédent. L'évidence de l'opportunité s'est initialement manifestée pour les secteurs pharmaceutique et technologique (e-commerce...). Depuis quelques semaines, notre intérêt s'est porté sur des secteurs cycliques, industrie, transports, énergie, finances, car ils ont commencé à se réorganiser. Dans quelques jours, nous publierons une note sur les perspectives des différentes classes d'actifs.

Genève, le 7 décembre 2020


Bruno Desgardins
CIO

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.