

Lettre n°24

Esquisse 2021

« *Si dur qu'on veuille nous faire le présent, l'avenir sera beau* » Victor Hugo dans la préface d'Hernani

A l'aube de 2021 et pour faire le point sur la situation économique mondiale, définir une stratégie boursière et dessiner des perspectives, recourons aux questions formulées par Emmanuel Kant : que puis-je savoir ? Que dois-je faire ? Que m'est-il permis d'espérer ?

Après avoir senti l'ampleur du choc subi par l'économie mondiale en 2020, avant de ressentir dans certains secteurs en difficulté les affres de l'adaptation à un monde nouveau, il est malaisé d'être serein mais, en première approche, les augures semblent favorables. Des indicateurs macro-économiques aux prévisions de résultats des sociétés, de la politique à la géopolitique internationale, les facteurs de confiance sont multiples et incitent à envisager une poursuite de l'appréciation des marchés financiers.

Grâce à plus de \$20 000 milliards injectés par les Etats et les Banques centrales, presque l'équivalent d'un quart du PIB mondial, fin 2021, le PIB de la planète devrait avoir retrouvé le niveau de 2019.

Que puis-je savoir ?

- Une crise atypique :

Ne nous arrêtons pas à l'ampleur du recul des PIB. Les chiffres sont les pires depuis la Deuxième Guerre Mondiale mais ils ne sont pas comparables à ceux des précédentes récessions. Les crises de 1974 et 1980 découlèrent du quadruplement puis du doublement des prix du pétrole, la crise d'octobre 2007 résulta de l'éclatement de la bulle boursière, la crise du début des années 2000 provint de la percée de la bulle technologique, celle de 2007/8 ressortit d'une crise financière née des « subprimes ».

Avant l'apparition de la Covid, l'économie mondiale poursuivait son plus long cycle de croissance depuis 1945, dix ans aux Etats-Unis, moins en Europe. Hors Chine, la croissance mondiale, par rapport aux années 80 et, pire encore, par rapport aux années 60, n'avait certes rien de flamboyant mais, si elle était dopée à l'endettement, il n'y avait pas de prémisses de crise. Début 2020, les systèmes bancaires étaient mieux capitalisés qu'en 2008, les taux de chômage étaient au plus bas de plusieurs décennies, les taux d'inflation étaient faibles et les déficits budgétaires avaient été abaissés partout sauf aux Etats-Unis à cause de la politique de Donald Trump.

Les risques étaient plus sociaux qu'économiques, plus politiques que monétaires, car l'aggravation des inégalités, le déclassement des classes moyennes des pays développés, la stagnation de leurs revenus, l'aggravation de leur endettement suscitait des mouvements sociaux (Gilets jaunes en France) ou amenait au pouvoir des populistes, Trump aux Etats-Unis, Johnson en Grande Bretagne et le Brexit, Salvini et Di Maio un temps en Italie...

La crise actuelle résulte d'un arrêt momentané de l'activité et elle présente un coût budgétaire élevé avec en 2020 des niveaux de déficits budgétaires inconnus depuis 1945, de 18% du PIB au Brésil, 16% aux Etats-Unis et en Grande Bretagne, 14% au Canada, près de 13% au Japon, 8.5% en Europe et en Chine.

Pour sortir de cette crise, point de systèmes bancaires à assainir, de stocks immobiliers à écouler et de surendettement des ménages à résorber. Les Etats et les Banques centrales injectent beaucoup de liquidités mais la dette émise bénéficie de taux inférieurs à la croissance potentielle de moyen terme et sert, en partie, à financer des investissements dans la transition numérique, la reconversion énergétique et les infrastructures.

Topiques sont les chiffres américains, \$3400 milliards dépensés ou offerts en garantie en mars-avril, soit 16% du PIB, soit, en deux mois, plus du double des dépenses de relance déployés sur deux ans entre 2007 et 2009. A l'examen de ces mesures, on est rasséréiné car, aux Etats-Unis comme ailleurs en Europe, en Chine et dans le reste de l'Asie, on apprécie à la fois l'ampleur et la rapidité de ces mesures.

Des mesures de soutien récompensées par des rebonds de la croissance au 3ème trimestre en proportion du repli brutal du 2ème. Aux Etats-Unis, par exemple, le PIB a cru de +33% au 3ème trimestre après -31% au 2ème trimestre et ainsi 11 millions d'emplois ont été créés en l'espace de 7 mois. Du jamais vu.

Des mesures de soutien susceptibles d'élever demain le potentiel de croissance et de générer des gains de productivité. Une autre partie de la dette émise apporte des garanties à des entreprises en mal de trésorerie et à des salariés aux prises avec le chômage partiel. Grâce à ces mesures, on voit, aux Etats-Unis par exemple, qu'en dépit d'un taux de chômage à 6.7%, le revenu sur un an ne diminue pas. Au 2ème trimestre, nonobstant une multiplication par quatre du chômage en 2 mois, de 3.5% en février à 14.7% en avril, la distribution de chèques de \$600/semaine/personne a permis une hausse du revenu des ménages de 10%. Ainsi, à la sortie du premier et du deuxième confinement, la consommation a pu enregistrer des chiffres flatteurs. Les entreprises ne sont pas oubliées et ainsi, le taux de défaut a été limité à 6.2% en 2020.

En Europe, n'en déplaise aux Cassandre, les faillites sont en baisse par rapport à 2019 et il n'y a pas, à ce jour, d'aggravation des créances douteuses. En France, la contraction du pouvoir d'achat sur un an est limitée à 0.3%. En Allemagne, le chômage partiel a permis de limiter à un point la hausse du chômage, aujourd'hui à 5.9%. Même en Espagne, pays touché par le recul du tourisme, l'aggravation de plus de 20% sur un an du chômage est amortie par des garanties de salaires à 70% et une exonération de charges sociales des entreprises. En Italie, rien à voir avec 2012, car après une tension ponctuelle sur le taux à 10 ans, à 3% en mars, ils sont à 0.55%, un niveau exceptionnel pour une dette proche de 160%.

Au Japon, entre la fin 2019 et le 2ème trimestre 2020, le taux d'épargne est passé de moins de 5% du revenu disponible à 23%, représentant alors 15% du PIB et une manne pour une consommation prochaine alors même que le gouvernement lance un 3ème plan d'aides à hauteur de 2.8% du PIB.

En Chine, la croissance devrait approcher 8% cette année après 1.8% en 2020. Les indices de confiance, Caixin pour les moyennes entreprises ou l'indice d'activité du secteur des services se sont redressés, respectivement à 53 et 56. Le gouvernement ambitionne de poursuivre le développement de la consommation en pourcentage du PIB et de pallier la moindre croissance des revenus par la dynamique du crédit à la consommation : 130 millions d'emprunteurs en 2019, soit 50% de plus en un an, et un encours prévisionnel de près de €400 milliards en 2024. En guise de clin d'œil à Trump, on rappellera ce proverbe chinois : « Quand souffle le vent du changement, il y a ceux qui construisent des murs et ceux qui construisent des moulins à vent ». Les moulins d'aujourd'hui c'est ce qui a trait à la technologie et on pense au programme « China 2025 ».

En Asie, Vietnam, Taiwan et Corée du Sud sont les plus performants, les deux derniers profitant de l'essor des nouvelles technologies, notamment dans la 5G.

Dans beaucoup de pays, l'industrie, comme la construction, ont retrouvé le chemin de la croissance mais ne laissons point accroire une vision candide et partager une perception angélique de cette sortie de récession. A l'instar de toutes les crises, elle accélère des mutations et provoque des déclassements. S'il y a des gagnants, dans le e-commerce, la santé..., il y a évidemment des perdants dans la restauration, les loisirs et hôtellerie. Les entreprises « zombies » ne pourront être éternellement soutenues mais les secteurs les plus touchés représentent en moyenne 4% du PIB.

A ce jour, les chiffres de la Banque Mondiale permettent d'escompter un rebond de l'économie mondiale de 4% en 2021 après une contraction de 4.3% en 2020.

- Une Bourse contrastée :

Brillante aux Etats-Unis, étincelante dans certains pays d'Asie, terne ou négative en Europe, mauvaise dans de nombreux pays émergents, telle a été la tendance des marchés en 2020. Le Nasdaq s'est apprécié de 43% et la hausse du S&P500 en 2020 a été de 18%, plus du double de la moyenne observée sur un siècle. La Bourse chinoise a gagné 60% depuis le point bas de mars car c'est l'un des rares pays à afficher une croissance des bénéfices en 2020, 2%, en attendant +18% en 2021.

Certes, les résultats des sociétés du S&P ont régressé de 17% mais ils devraient se redresser de quelque 20% en 2021 et le marché a anticipé la brièveté de cette crise. Le PER du MSCI-Monde est ainsi de 21x, la valorisation du marché américain est à 23x les bénéfices attendus, l'Europe, en retard, à 17x, la Chine à 15x et au Japon, un tiers des sociétés du Topix 500 sont évaluées à moins d'une fois les fonds propres.

Que dois-je faire ?

A la lumière de ce résumé de la situation macro-économique, dont on trouvera tous les détails et tous les chiffres dans notre brochure mensuelle, la performance des marchés boursiers en 2020 ne constitue pas une bulle mais traduit la confiance dans le caractère temporaire du recul de l'activité dans de nombreux secteurs.

- Régionalement :

On donnera pour le moment la préférence aux pays développés, Chine, Taiwan et Corée du Sud inclus, par rapport aux pays émergents et, dans ce groupe, on privilégiera l'Europe aux Etats-Unis. Dans l'ensemble du monde émergent, on évitera les trois grands de l'Amérique Latine, Brésil, Mexique et Argentine. La crise est moins maîtrisée, les finances publiques sont ou peuvent être à risque et l'inflation importée, 4.3% au Brésil, suite à la dépréciation des devises, gêne la stimulation monétaire. En Asie, une région privilégiée, 30% du PIB mondial aujourd'hui, 50% d'ici 2050, il faut encore surpondérer la Chine portée par l'accélération de la reprise, investir à Taiwan et en Corée du Sud, favorisés par le dynamisme de la demande dans la technologie, garder le Japon, rester à l'écart des Philippines et de l'Inde.

- Sectoriellement :

Les secteurs liés à la technologie et au e-commerce bénéficient d'une accélération dans leur rythme de développement. La Bourse exagère parfois mais la tendance est incontestable. La technologie offre toujours des perspectives avec la diffusion de la 5G et l'émulation née de la compétition sino-américaine. Un exemple, Samsung, portée par le développement de la 5G a ainsi enregistré, en 2020, malgré la Covid, une croissance insigne de près de 30% de son résultat opérationnel à €27 milliards.

La santé continuera à bénéficier fondamentalement du vieillissement général à l'échelle de la planète, Afrique mise à part, et, conjoncturellement, de la généralisation des tests, de la prévention et de la télémédecine.

La transition énergétique profitera à une pléiade de sociétés spécialisées mais également aux Majors pétroliers car, riches de leur cash-flow et d'un faible endettement, ils investissent massivement pour combler leur retard.

Les secteurs « value », plus cycliques, très éprouvés, à l'instar des ventes automobiles à -15% en 2020 aux Etats-Unis, ont amorcé un redressement et nous maintenons l'exposition initiée au quatrième trimestre dans l'énergie, les matériaux et les valeurs financières.

- Profiter de la dynamique des cours des matières premières :

Pétrole, cuivre, maïs et soja, dans un secteur globalement mieux orienté sont parmi les matières premières à sélectionner.

Le prix du pétrole, à nouveau à \$55/baril pour le Brent, après être tombé ponctuellement à moins de \$10/baril au printemps, tire parti tout à la fois d'une discipline de l'offre et d'une reprise de la demande. Une offre régentée par l'OPEP+, l'OPEP, la Russie et quelques autres, réduite de 9.7Mb/j en avril, encore de 7.2Mb/j en fin d'année et à nouveau, suite à l'initiative de l'Arabie Saoudite, de 8.2Mb/j afin, sans doute, de complaire à la nouvelle administration américaine. Dans le même temps, après une chute de 100Mb/j en 2019 à 91.2Mb/j en 2020, on assiste à une reprise de la demande à 96.9Mb/j en 2021.

Le prix du cuivre, de \$4500/tonne en mars est passé à \$8130, favorisé par un tarissement de l'offre et un accroissement de la demande. Une offre, handicapée par la contraction des investissements ces dernières années et pénalisée par des grèves dans certaines grandes mines au Chili. Une demande, dynamisée par la croissance chinoise qui assure 50% de la consommation mondiale, stimulée par les besoins des énergies renouvelables, aussi bien les batteries électriques que les éoliennes ou le solaire, et anticipée par Mc Kinsey à 30 MT en 2030 contre 24Mt aujourd'hui.

L'agriculture, et tout ce qui l'entoure, engrais, stockage... profitera d'une demande soutenue car, d'ici 2050, la population mondiale passera de plus de 7.5 milliards à 9.5 milliards.

L'or, +25% en 2020, est à conserver. Des tensions sur les taux longs seraient préjudiciables à la poursuite de la hausse mais une dépréciation du \$ lui serait favorable. Tel est le scénario privilégié sur ce marché qui a gagné en liquidité car les etf, « Exchanged traded funds », principal vecteur d'investissement dans le métal jaune, représentent l'équivalent d'un an de production, soit 3300 tonnes.

Que m'est-il permis d'espérer ou de redouter ?

- Globalement :

Une nouvelle appréciation des marchés actions, une performance contrastée des obligations, mais souvent médiocre, une bonne tenue des matières premières, une dépréciation du \$, modérée mais contre un panier de devises, une absence de retour de l'inflation et une poursuite des injections monétaires et budgétaires.

A 22x le PER est élevé mais les taux officiels à court terme vont demeurer à zéro partout dans l'OCDE et cette situation est inédite.

La dette levée par beaucoup d'entreprises relève, souvent, plus de l'opportunisme, de la volonté de profiter des taux bas, que de la nécessité. L'endettement augmente mais les liquidités également et la capacité à saisir des potentialités d'investissements ou d'opérations financières n'en est que plus grande.

- La prudence sur les obligations et l'absence de craintes sur l'inflation :

Pas de risque d'inflation car les revendications salariales seront faibles, les capacités disponibles d'extraction de pétrole brut demeureront substantielles, les relocalisations seront marginales et la digitalisation de l'économie présente plutôt une incidence négative sur les prix.

Les banques centrales interviennent toujours massivement : la FED a déjà acquis \$2000 milliards d'obligations, près de 10% du PIB, et poursuit au rythme de \$120 milliards chaque mois. La Banque du Japon a accru son bilan de 25 points de PIB en 2020 à 140% du PIB. La BCE a accru son programme de rachats en décembre.

Conséquence de cette faible inflation et de l'absence d'un resserrement monétaire, les taux longs n'ont pas de raison de se tendre mais n'ont rien d'attractif pour les investisseurs. Difficile de se laisser tenter par des obligations grecques à 10 ans offrant 0.56%, même si c'est le taux le plus élevé dans la zone Euro. Difficile d'acheter une obligation anglaise à 10 ans avec un taux de 0.30% quand on anticipe une dépréciation de la devise et une hausse des taux longs et il en est de même avec les obligations en \$, 1.15% à 10 ans aujourd'hui, probablement plus dans quelques mois. Dans cet univers, seules des obligations asiatiques et notamment chinoises retiennent l'attention.

- La dépréciation du \$ contre toutes les grandes devises :

Parmi toutes les grandes devises, la défiance se portera à nouveau sur le \$. En cause, des taux réels négatifs, un important déficit des paiements courants et un déficit budgétaire, 16% en 2020, encore 11% en 2021, substantiellement plus élevé qu'ailleurs. Autant de facteurs qui avivent les dégagements. Parallèlement, les autorités chinoises, soucieuses de préparer un statut international au Yuan, laissent leur devise se réévaluer.

Conclusion : « Le passé n'est jamais qu'un triste souvenir, le présent est affreux, s'il n'est point d'avenir. Un jour tout sera bien, voilà notre espérance. Tout est bien aujourd'hui, voilà notre illusion » poème sur le désastre de Lisbonne. Voltaire.

- **Un risque identifiable** : il s'agirait d'une mutation du virus invalidant l'efficacité des vaccins car le pourcentage d'individus acceptant la vaccination deviendrait alors faible et la crise se prolongerait. Mais telle n'est pas, à ce jour, l'analyse des scientifiques.

- **Une crise grave, particulièrement pour les pays émergents** : hors Chine, la progression du PIB en 2021-2022 dans les pays émergents sera limitée à 3.5% et, à la fin 2022, la crise aura coûté à ces pays six points de croissance par rapport aux attentes de début 2020. Plus de 120 millions de personnes dans le monde retombent dans la malnutrition et des retards interviendront dans les campagnes de vaccination.

La hausse de la pauvreté affecte également les pays riches et, aux Etats-Unis, selon le Congrès, 2.3 millions de personnes glissent en dessous du seuil de pauvreté. Partout, les jeunes sont les plus confrontés à la précarité.

- **Mais pas d'alarmisme** : les analyses indiquant un recul du PIB de tel ou tel pays au niveau de l'année 2015, voire pire, sont à considérer avec circonspection. C'est factuellement exact, concrètement erroné. Un -11%, par exemple pour le PIB anglais, va chercher loin dans le temps un PIB équivalent en valeur mais il n'y a pas eu de destruction comme lors d'une guerre, les créations de richesse intervenues chacune de ces dernières années ne sont pas gommées, sauf si dans certains secteurs, le tourisme par exemple, les habitudes évoluent.

- **Beaucoup de consommation différée** : les chiffres de consommation ont été faibles mais les revenus ont peu ou pas baissé, les taux d'épargne ont augmenté grâce aux chèques versés à deux reprises aux Etats-Unis et à la prise en charge par les Etats européens du financement d'une partie du chômage partiel.

- **La nouvelle dette supporte un taux non dirimant** : la dérive de l'endettement, à taux zéro ou négatif doit être analysée comme une opportunité et non comme un risque car les Banques centrales ne décideront pas de hausses de taux avant 2023 ou 2024. Néanmoins, il ne faut pas trop injecter car l'épargne est déjà abondante et car il faut prendre garde à une aggravation démesurée de l'endettement qui romprait le contrat de confiance entre les citoyens et les Etats.

- **Une vitalité confirmée du capitalisme** : c'est le point essentiel. L'accélération de la numérisation par les sociétés, le développement du e-commerce par les ménages, la diffusion du télétravail dans les entreprises, la mise au point de plusieurs vaccins, la rapidité de réaction des banques centrales, l'implication budgétaire des Etats, la rapidité d'action du G20 et du FMI, le premier pour suspendre le service de la dette des 73 pays les plus pauvres, le second pour mettre à disposition \$250 milliards, autant de facteurs roboratifs sur la capacité de réaction et d'adaptation des agents économiques. La critique adressée aux gouvernants est facile, parfois justifiée, les frustrations dans les secteurs pénalisés sont compréhensibles mais, les tâtonnements devant une situation inédite sont inévitables et, globalement, on peut sortir par le haut de cette crise.

Genève, le 14 janvier 2021

Bruno Desgardins



Bruno Desgardins
CIO
Switzerland

SingAlliance (Switzerland) SA
16bis rue de Lausanne
1201 Geneve
Switzerland
T: +41 22 518 85 85
E: info.switzerland@sing-alliance.com



SingAlliance Pte Ltd
20 McCallum Street
#18-01 Tokio Marine Centre
Singapore 069046
T: +65 6303 5050
E: info@sing-alliance.com

SingAlliance (Hong Kong) Ltd
1205, 12/F Bank of America Tower
12 Harcourt Road, Central
Hong Kong
T: +852 3611 7790
E: info.hongkong@sing-alliance.com

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.