

Lettre n°30

Que penser des ambivalences de la crise et des intermittences de la reprise ?

Une crise atypique et une reprise pour l'heure intermittente. Une relance forte à chaque déconfinement mais fréquemment interrompue, des redémarrages riches d'espérances mais semés de désillusions. Et comme l'écrivait *Charles Baudelaire* dans son poème *Élévation* « *Derrière les ennuis et les vastes chagrins/ Qui chargent de leur poids l'existence brumeuse, / Heureux celui qui peut d'une aile vigoureuse/ S'élaner vers les champs lumineux et sereins.* »

Pour se représenter l'ampleur de la crise en 2020, retenons un chiffre, la baisse du PIB mondial. Elle a été de \$3000 milliards, c'est-à-dire, peu ou prou, l'équivalent du PIB de l'Allemagne sur une année et, selon le FMI, s'il n'y avait pas eu de crise, le PIB mondial à la fin 2021 eût été de \$12000 milliards supérieur à ce qu'il sera.

Afin de mieux cerner les ambivalences de cette crise, on analysera 9 évolutions surprenantes :

Une crise atypique au niveau budgétaire : en moyenne, dans les pays développés, des Etats-Unis au Japon, en passant par l'Europe, les déficits budgétaires ont atteint 12% des PIB, un niveau incomparablement supérieur aux 8% enregistrés en 2009, ou aux 4% de déficit au lendemain de la crise de 2001.

En d'autres termes, jamais les Etats n'ont été à ce point dispendieux pour sortir les économies de l'ornière de la crise pour tenter de les réinstaller rapidement dans le sillon de la croissance. Meilleur exemple de cette révolution culturelle sur l'utilisation du déficit budgétaire, l'Allemagne : en 2008-2009 le déficit budgétaire n'avait pas excédé 3,3% du PIB, en 2020 9,5% du PIB. L'orthodoxie est oubliée.

Une crise atypique au niveau de l'investissement car le recul à l'échelle mondiale a été modéré. La cyclicité de l'investissement par rapport aux crises précédentes a été très inférieure. À la contraction inévitable du 2e trimestre 2020 a succédé un début de reprise dès le 3e ou le 4e trimestre.

Rien à voir avec la crise de 1929 ou d'autres crises car les garanties apportées par les banques centrales ou les Etats aux dettes des entreprises ont servi d'amortisseur.

Aujourd'hui les indicateurs PMI de confiance sont très élevés et les carnets de commandes s'améliorent. En février de cette année, un tassement de la production industrielle est constaté en Chine et en Inde mais, partout ailleurs, aux Etats-Unis, en Europe, au Royaume-Uni, au Japon, en Russie et au Brésil, on observe une accélération de la production manufacturière.

Une crise atypique au niveau sectoriel : la crise est un accélérateur des mutations du capitalisme. Sans elle, jamais les développements du numérique, du e-commerce, du télétravail, les investissements en faveur de la transition énergétiques n'auraient été si rapides.

Un exemple saillant avec l'industrie pétrolière. Sous la pression des investisseurs, sous la contrainte financière des restrictions de crédit, les grandes compagnies pétrolières multiplient les dépréciations d'actifs sur des champs pétroliers et accélèrent leurs investissements dans les énergies renouvelables. Conséquences à redouter de cette crise, des réductions de capacités dans l'offre de certains secteurs, le textile et certains pans de la distribution, l'immobilier de bureau, la restauration... et donc, des reconversions d'emplois à prévoir.

Une crise atypique au niveau des entreprises : crise rime usuellement avec faillites d'entreprises, crise raisonne avec hausse des défauts. Rien de tel à ce jour. Aux Etats-Unis et en Europe, les taux de défaut sur les obligations « high yield » à hauts rendements ne sont, selon l'agence de notation Moody's qu'à 7%. Certes, ils évoluaient entre 2 et 4% entre 2012 et 2019 mais, rien à voir avec les 14% enregistrés en 2009 ou les 12% de 2001. De même, au sein de l'OCDE, c'est-à-dire des pays développés, les prêts non performants ne sont qu'à 2%, loin des 5% constatés en 2009 ou en 2001.

Une crise atypique au niveau monétaire : suite à des d'injections monétaires des banques centrales sans commune mesure avec les crises précédentes, les taux longs ont touché des points historiquement bas, niveau d'autant plus insolite que, jamais depuis 1945, l'endettement public n'avait été aussi important.

La remontée récente des taux longs est la résultante de trois facteurs principaux : la forte remontée des prix du pétrole et des matières premières qui font craindre un surcroît d'inflation temporaire, la perspective de l'utilisation d'un stock d'épargne sans précédent et les politiques budgétaires toujours très généreuses, exemple récent du plan de relance américain et d'un déficit attendu à \$3000 milliards.

Une crise atypique au niveau financier car jamais les taux d'épargne n'ont été si élevés dans le monde. Le taux d'épargne a augmenté de 11 points au Japon et au Royaume-Uni par rapport à l'année 2019, de 9 points aux Etats-Unis et de plus de 5 points ailleurs. En France par exemple, le taux d'épargne est passé de 15% à 22% du revenu brut disponible des ménages.

Une crise atypique au niveau de l'emploi et des salaires : en Europe et au Japon, la hausse du taux de chômage a été limitée, pour l'heure, à moins de 1,2 point. Ceci grâce aux mesures d'indemnisation du chômage partiel et aux interdictions de licenciement pour motif économique, en Italie par exemple jusqu'au 30 juin. Conséquence de la disparition dans le monde d'emplois de services mal rémunérés, on constate même dans plusieurs pays une augmentation des salaires en 2000.

Une crise atypique au niveau du recul de la consommation : le décrochage de la consommation a été sans précédent depuis la crise de 1929 et même parfois plus important. A la fin du 3e trimestre, la consommation au Royaume-Uni était en recul de 9 points par rapport au niveau d'avant crise, de 8 points en Espagne, de 7,8 points dans la zone Euro et de 6,5 points en Australie.

Inédite également, la composition de cette consommation car faute de pouvoir s'offrir des services, les consommateurs ont accru leurs achats de biens durables.

Au moindre relâchement des règles de confinement, les rebonds observés dans la consommation sont rapides et favorisés par la résistance des revenus, voire la hausse intervenue en 2020 dans certains pays, l'Australie, le Japon, certains pays européens et les Etats-Unis.

Une crise atypique au niveau boursier car jamais le redressement des cours n'a été aussi rapide. A cela plusieurs raisons, des investisseurs gorgés de liquidités peu employables dans les marchés obligataires à cause des taux zéro ou des taux négatifs, des investisseurs séduits par les performances des secteurs en croissance, des investisseurs confiants dans un rebond rapide des résultats.

De fait les valeurs de croissance ont été le principal thème d'investissement en 2020 et ont amorcé le redressement des cours et, à la différence de la bulle technologique du début des années 2000, il y a eu peu de déceptions sur les résultats.

Les valeurs cycliques ont pris le relais et, depuis le 4^{ème} trimestre 2020, constituent le moteur de la hausse des marchés. Ne serait-ce que depuis le début de cette année, aux Etats-Unis, dans le secteur pétrolier, Exxon est en hausse de 50% et Schlumberger de 32%, dans l'automobile, Ford gagne 52% et General Motors 42%, dans l'aérien, American Airlines fait un bond de 48%, dans les matières premières,

Freeport, spécialiste du cuivre, s'est apprécié de 43% et, dans le secteur financier, Wells Fargo gagne 43%. Si on avait pris pour référence le mois de novembre, l'amplitude des hausses aurait été supérieure et si l'on considère l'Europe, les tendances sont similaires.

Aujourd'hui, certaines valeurs cycliques recèlent toujours un potentiel d'appréciation mais on y ajoutera des valeurs défensives et on conservera certaines valeurs de croissance.

En conclusion, on retiendra 9 évolutions surprenantes : baisse des faillites malgré la récession, hausse de l'épargne malgré la diminution des revenus, baisse initiale des taux longs à des niveaux inédits en dépit d'une aggravation de la dette sans précédent depuis 1945, baisse du chômage dans certains pays grâce au subterfuge du chômage partiel, record de créations d'entreprises dans plusieurs pays en dépit de l'arrêt de l'activité dans de nombreux secteurs, forte appréciation de la Bourse malgré une chute des bénéfices, forte appréciation du cours des matières premières même si la demande, exemple le pétrole, est loin de retrouver le niveau d'avant crise, multiplication par douze du Bitcoin (\$5000 le 12 mars 2020) mais faible variation de l'or et enfin, augmentation substantielle du nombre d'actionnaires et des introductions en Bourse de sociétés malgré la crise.

Pour terminer sur une note optimiste, retenons les prévisions de l'OCDE pour la croissance mondiale cette année, une révision récente à la hausse à 5,6% avec une croissance escomptée de 12,6% en Inde, 7,8% en Chine, 6,5% aux Etats-Unis, 5,9% en France, 5,7% en Espagne et 3,9% dans la zone Euro en moyenne. Au regard du 3e confinement récemment décidé dans de nombreux pays, ces chiffres seront peut-être décalés d'un trimestre mais l'ampleur sera patente.

L'inflation, redoutée par certains, atteindra un point haut au milieu de l'année mais diminuera à nouveau ensuite car les effets de base auront été absorbés.

La normalisation des politiques monétaires commence en Chine, va se poursuivre en Asie du Sud-Est mais n'interviendra pas avant 2023 aux Etats-Unis et en Europe.

Autant de motifs de garder quelque temps confiance dans l'appréciation des marchés et, comme le roi s'adressant à *Hamlet* à la deuxième scène de l'acte I de la pièce de Shakespeare, aux dubitatifs on dira « *Pourquoi toujours ces ombres sur votre front ?* ».

Genève, le 23 mars 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.