

Lettre 41

Les marchés. Entre craintes et attentes. Que penser ?

« Nous entrons à présent dans un monde d'impondérables où chaque stade de notre progression nous incite à nous remettre en question »

Churchill au retour de Yalta

Depuis le plus bas du 23 mars 2020, le S&P 500 s'est apprécié de 101% et depuis son plus haut d'avant crise, le 19 février 2020, la hausse est de 33%.

Certes les bénéficiaires se sont redressés, certes plusieurs grandes économies retrouvent le niveau de PIB d'avant la crise, certes l'hypothèse est retenue, à l'horizon d'un an, d'une maîtrise des incidences économique de la propagation des variants du virus, certes les injections de liquidités, les soutiens budgétaires ont été sans commune mesure avec les aides apportées après les crises de 2001 et 2008 mais, à l'évidence, à l'horizon d'un an, ces interventions budgétaires et monétaires auront disparu et on doit l'anticiper dans nos stratégies d'investissement.

Sans s'alarmer, il est indispensable de s'interroger sur la pérennité de ce mouvement boursier, de diagnostiquer les facteurs de risques et d'identifier les facteurs de confiance. Et, le mot de Churchill est un conseil utile pour aborder les marchés aujourd'hui.

Des craintes excessives :

- Les craintes liées à la Covid :

La Covid n'est pas encore maîtrisée mais un arrêt des économies, une nouvelle récession ne semblent plus à redouter.

A ce jour, les chiffres officiels de la mortalité consécutive à la Covid sont de 4.5 millions. Un chiffre, difficile à établir, et probablement sous-estimé, mais cela représente 0.06% de la population mondiale. Rien à voir avec l'épidémie de grippe espagnole à la fin de la première guerre mondiale, sa cinquantaine de millions de morts pour une population mondiale alors de 1.5 milliard.

5 milliards de doses de vaccins distribués dans le monde, c'est une performance remarquable en quelque 9 mois mais cela reste insuffisant pour assurer l'immunité collective. 76% des Espagnols vaccinés au début du mois de septembre, 70% des Français, 69% des Britanniques et des Italiens, c'est encourageant et, pour l'heure, mieux qu'en Israël, 68% et aux Etats-Unis, 60%, deux pays rapides dans le lancement de la vaccination mais le virus ne sera pas maîtrisé aussi longtemps que les pays émergents ne bénéficieront pas d'une large couverture vaccinale. Et, on en est loin. Dans l'intervalle, les variants entretiendront les craintes.

- Les craintes liées à l'inflation et aux taux longs :

En août, le taux d'inflation dans la zone Euro a atteint 3% et aux Etats-Unis 5.4% (3.6% en juillet, selon l'indicateur PCE utilisé par la FED) donc a été supérieur à 2%, l'objectif affiché par les banquiers centraux.

La BCE comme la FED ont d'ores et déjà affiché leur tolérance pour une inflation temporairement supérieure à 2% mais certains s'inquiètent d'un changement durable. Qu'en est-il exactement ? Que penser des différentes sources d'inflation ?

Crainte liée à la hausse des cours des matières premières : depuis le début de l'année, le prix du baril de Brent a augmenté de 41%, la tonne d'aluminium de 39%, la tonne de cuivre de 20%, le nickel de 17%. Et, dans les produits agricoles, suite aux mauvaises récoltes, le blé dur est en hausse de 65%. Hormis l'agriculture, sujette aux aléas climatiques, les matières premières devraient se stabiliser, surtout si le rythme de croissance économique des grands pays se stabilise ou s'infléchit.

Crainte liée aux ruptures dans les chaînes d'approvisionnement : chacun a entendu parler de pénuries dans certains secteurs, les semi-conducteurs, gêne pour l'industrie automobile, le bois et les matériaux, gêne pour la construction... mais **l'OMC** (Organisation mondiale du commerce) maintient ses prévisions d'une progression en volume de 8% du commerce international en 2021 après -5.3% en 2020.

En résumé, l'insuffisance de l'offre, les goulets d'étranglement de la production sont perçus comme temporaires, comme la résultante d'une distorsion momentanée des chaînes d'approvisionnement après les arrêts brutaux en 2020.

Crainte née de l'inflation des prix immobiliers : les taux bas incitent à des acquisitions immobilières. Sur un an, aux Etats-Unis, les prix médians augmentent de 17.8% et, plus inquiétant est, comme en 2008, la multiplication des émissions obligataires adossées à des prêts hypothécaires.

Crainte de l'émergence d'une inflation salariale : à l'origine de ce risque, des pénuries de main d'œuvre dans beaucoup de pays et dans plusieurs secteurs comme le numérique, la lutte contre la cybercriminalité, les livraisons, les services à la personne, le nettoyage, le cloud. Les offres d'emplois non satisfaites aux Etats-Unis, 10.1 millions début juillet, un chiffre supérieur au nombre de demandeurs d'emplois, ont encore augmenté de 13% en août. Ailleurs, dans le monde, en Europe notamment, l'évolution est similaire.

Conséquence logique, la hausse des salaires est à +4.3% sur 1 an aux Etats-Unis, plus élevée en rythme annuel qu'avant la crise. Dans les services, des sociétés comme Mc Donald ont dû majorer de 10% les salaires du personnel et des personnes sont recrutées à \$17/heure contre \$11/heure jusqu'alors. De plus en plus de sociétés versent \$15/heure à l'embauche.

Doit-on être alarmé ? Doit-on craindre une spirale susceptible de gagner tous les secteurs ? Aux quatre causes d'inflation identifiées ci-dessus, les deux premières, aujourd'hui prégnantes, semblent temporaires, la troisième et la quatrième ont encore peu d'incidences mais c'est d'elle que pourrait provenir éventuellement une inflation structurelle. La FED, comme les autres banques centrales, ne s'inquiète pas et anticipe une inflation de 2.5% en 2022 après 4.8% pour le quatrième trimestre.

A moyen terme, la variable clé sera l'évolution de la productivité. En baisse, ces dernières années en dépit des innovations technologiques, la productivité semble connaître un regain avec le développement du e-commerce, du télétravail, de la robotisation et demain, les développements de l'intelligence artificielle. En fait, on l'a souvent écrit, l'inflation pourrait être avivée par un retour du protectionnisme mais nous ne croyons pas à cette dérive.

La situation est plus problématique hors de l'OCDE. En Russie, l'inflation est de 6% et grève le pouvoir d'achat. Il en est de même au Brésil, car l'inflation tangente les 9%, en Turquie, elle est à 17.5%, en Inde, elle excède 6.2%...

- *Les craintes liées à une inflexion de la politique des banques centrales :*

Au regard de l'endettement élevé dans toutes les grandes économies, les banques centrales partagent le même souci et le même désir de tenir les taux longs au niveau le plus faible possible, de préférence inférieur au taux de croissance du PIB.

En 2020, selon *I'IIF*, (Institute of international finance), la dette publique émise par les Etats-Unis et le Canada a représenté 20% du PIB et la moitié a été acquise par la FED ou la Banque du Canada. Au Japon, les émissions ont atteint 15% du PIB et la Banque du Japon a acheté près des deux tiers. En Grande Bretagne, les émissions ont représenté 15% du PIB et la banque centrale a acheté 90% de cette dette. En France, les émissions ont été équivalentes à 11% du PIB et la Banque centrale a acquis l'équivalent de près de 8% du PIB. En Italie, on compte 10% du PIB pour les émissions et 90% absorbés par la Banque centrale. En Allemagne, 9% du PIB pour les émissions, près de 7% acquis. Les bilans des grandes banques centrales atteindront \$28000 milliards d'ici la fin de l'année, approximativement 1/3 du PIB mondial ! Une telle hausse ne pourra être maintenue dans le contexte de reprise. La Corée du Sud a été la première économie d'Asie à relever ses taux d'intérêt. D'autres suivront. Nouvelle Zélande ?, Norvège ?...

La *FED*, soucieuse de ne pas renouveler le faux pas de 2013 quand la hausse des taux avait fait trébucher les marchés, réfléchit à une réduction des injections de liquidités, actuellement \$120 milliards chaque mois. Mais les récents chiffres de l'emploi l'inciteront à ne pas précipiter les resserrements de la politique monétaire.

La *BCE* va réaliser jusqu'en mars 2022 son programme PEEP, plan d'urgence contre la pandémie, des achats mensuels de €60 à 70 milliards au lieu de €80 à 90 milliards, ajoutés à ses achats habituels (Asset purchase program), €20 milliards/mois.

Les taux sont bas et négatifs dans beaucoup de pays européens car les achats de la banque centrale excèdent les émissions nettes et cela devrait continuer puisque, au fil des mois, les déficits budgétaires des Etats devraient s'amenuiser. En 2021, ils sont encore très élevés à 11% escompté en Italie, 9.3% en France, 8.6% en Espagne, 7.2% en Allemagne et 7.9% en moyenne pour la zone Euro.

La Banque du Japon : son bilan représente 130% du PIB, le double de celui de la BCE, en pourcentage du PIB, près du quadruple de celui de la FED. La BOJ détient ainsi approximativement la moitié de la dette publique japonaise et les banques en ont également 13%.

Là, aucun signe d'un infléchissement car l'inflation ne menace pas et l'activité reste modérée.

- *Les craintes liées à la situation géopolitique :*

Nombreux sont les commentaires sur l'incidence du retour au pouvoir des talibans en Afghanistan, l'échec américain, l'affaiblissement de l'Occident. A l'évidence, l'incidence sur les bourses est nulle, l'impact sur l'économie mondiale inexistant car le PIB de l'Afghanistan ne représente rien, l'achat des valeurs de défense, préconisé par certains, n'a guère de sens car le problème n'est pas budgétaire. Les Etats-Unis dépensent \$750 milliards/an pour leur budget défense, plus que les neufs pays suivants, ils ont dépensé en vingt ans quelque \$1000 milliards. Sans succès.

De ce retrait négocié par Trump, réalisé par Biden, on ne peut déduire une moindre implication américaine en Asie face à la Chine. Bien au contraire, car là sont les enjeux économiques et politiques. A court terme, les Chinois multiplient les incursions dans l'espace aérien taiwanais mais devraient se garder d'intervenir car ils savent les Américains blessés par l'échec afghan, donc incapables d'accepter une humiliation sans réagir.

Des attentes modérées :

Sans faire preuve d'un optimisme béat, on peut diagnostiquer dans plusieurs grands pays, beaucoup plus vite qu'après toutes les précédentes crises, un retour au niveau de PIB d'avant la crise et on peut mettre en avant des facteurs de soutien pour les marchés.

- *Un retour rapide à la situation économique d'avant crise :*

Aux **Etats-Unis**, en Chine et dans plusieurs pays asiatiques, le niveau d'avant crise a été retrouvé, voire dépassé mais certains observateurs s'inquiètent.

La chute de la confiance des ménages à un plus bas sur 10 ans (voir l'indice de l'université du Michigan), les chiffres décevants de l'emploi aux Etats-Unis en août sont interprétés comme une crainte de voir la pandémie pénaliser à nouveau la croissance. Nous ne le pensons pas.

Certes, 1,5 millions de personnes aux Etats-Unis, refusent de travailler à cause de la diffusion du virus, certes, le nombre de personnes employées y est encore inférieur de 5.3 millions à février 2020 et si les prévisions pour le PIB cette année ont été révisé de 7.5% à 6% voire 5.7%, le chiffre reste flatteur et nous ne l'appréhendons guère. Un tel chiffre reste très supérieur à la moyenne annuelle de 2.3% enregistrée entre 2010 et 2019 et jamais la diminution du chômage n'a été aussi rapide, venant de 10.2% il y a un an.

Certes, puni dans les sondages par sa sortie d'Afghanistan, Biden aura du mal à faire voter son plan social de \$3500 milliards et un facteur de stimulation supplémentaire de la croissance semble s'évanouir mais, avec la fin des aides exceptionnelles à l'emploi, début septembre, \$300/semaine, l'incitation à retrouver un emploi est accrue pour 7.5 millions de personnes bénéficiaires de cette allocation. Le taux de participation, à 61.7% en août, loin des 63.3% d'avant la crise, pourrait se redresser et le taux de chômage, 5,2%, terminera l'année à moins de 5%.

En **Europe**, durant l'été, la croissance est demeurée soutenue en dépit de la recrudescence de l'épidémie car les acteurs de l'économie ont appris à fonctionner avec. Le PIB de la zone Euro reste 2.5% inférieur à la fin 2019 mais l'écart devrait être comblé ces prochains mois car les indicateurs d'activité, dans l'industrie comme dans les services, sont très bons.

Le taux de chômage a rebaisé à 7.6% et le nombre de personnes employées, 159 millions, est encore inférieur de 2 millions à février 2020. Les prévisions de croissance sont révisées à la hausse dans de nombreux pays, en France à 6.25% cette année, en Espagne à 6.50%, en Italie...

Au **Japon et en Asie**, cette nouvelle vague du virus a freiné la croissance, car les taux de vaccination étaient alors faibles mais un rattrapage est en cours. On l'observe même dans des économies moins développées comme le Vietnam.

En **Chine**, dès la fin 2020, le pays retrouvait son niveau de PIB d'avant crise mais avec la recrudescence de la Covid, le confinement de certaines villes, l'indice d'activité dans les services est tombé 46.7 et des mesures de stimulation sont possibles d'ici la fin de l'année. Dans l'intervalle, le ralentissement chinois pourrait être préjudiciable à certaines valeurs cycliques.

En **Russie**, le PIB n'avait pas baissé de plus de 3.1% en 2020. Cette année, le pays profite de la reprise des cours des matières premières et affiche une croissance de la production industrielle de 6.8% en juillet sur 1 an et une expansion du PIB sur un an de 10 points au 2^{ème} trimestre.

L'inquiétude pour la croissance des grandes économies n'est pas de mise pour 2022 car le surcroît

d'épargne accumulé depuis le début de la crise est substantiel : \$1700 milliards aux Etats-Unis, près de \$300 milliards au Japon, £170 milliards au Royaume-Uni, près de €160 milliards en France... Il y a là une manne de consommation potentielle.

Reste, les *pays émergents*. La Covid est un incontestable frein à la croissance. Selon *l'OIT*, si en moyenne, les dépenses de protection sociale représentent 16.5% du PIB dans les pays développés, c'est seulement 1.1% dans les pays les plus pauvres. Ainsi, 4 milliards de personnes dans le monde n'ont pas de protection sociale et ont subi un préjudice de revenus lors de la récession. Les pays sans protection sociale n'ont pas bénéficié d'amortisseurs à la crise et la reprise du PIB/habitant est plus lente. Outre la Covid, l'inquiétude, dans un contexte d'augmentation rapide de la dette publique, 52% du PIB avant la crise, 60% aujourd'hui selon *l'IIF*, porte sur un resserrement de la politique monétaire américaine, donc des sorties de capitaux, donc des tensions sur les taux fragilisant les acteurs endettés.

- *Divers facteurs de soutien sur les marchés :*

Les taux : tout incite les investisseurs à la prudence, à délaisser le marché obligataire et à investir plus encore dans les marchés actions. Non seulement, les taux longs réels des obligations pourries en Europe (taux à 2.3%, inflation à 3% selon l'indice Bank of America) et aux Etats-Unis sont négatifs (taux à 4%, inflation à 5.4%), mais encore, récemment l'essentiel de la dette publique européenne était à taux négatifs (toute la dette publique allemande, la dette française jusqu'à 10 ans, les dettes publiques italienne et grecque jusqu'à neuf ans, il y a encore une semaine).

De surcroît, l'arrêt par étapes des injections de liquidités d'ici mi-2022 pourrait susciter des tensions sur les taux longs préjudiciables aux placements obligataires. Enfin, les hausses des taux officiels aux Etats-Unis ne sont pas escomptées avant le 1^{er} semestre 2023 et en Europe, -0.5% aujourd'hui, cette hausse interviendra plus tard encore. On a donc le temps avant de réinvestir ces marchés.

Les bons résultats des entreprises favorisés par des gains de productivité et accompagnés de rachats d'actions à nouveau au niveau d'avant crise, constituent un support important car, en dépit de l'appréciation des marchés, on n'observe guère de revalorisation des PER sur un an.

Les fusions-acquisitions : c'est un facteur d'animation des marchés et jamais elles n'ont été si nombreuses. Selon *Refinitiv*, la valeur mondiale d'opérations, \$3900 milliards cette année, est près de 50% supérieure à la moyenne des années 2015-2019 (\$2600 milliards en 2019). Quatre raisons, les liquidités des entreprises, le bas niveau des taux, les capitaux levés par les fonds de « private equity », la concurrence des SPAC, véhicules boursiers sans d'autres actifs que des liquidités à investir dans les deux ans, qui, malgré une baisse de \$75 milliards de leur valeur en Bourse depuis février, valent encore \$250 milliards.

Prudence renouvelée sur le private equity : des 3 sources de plus-values générées par ces fonds, la création de valeur est souvent la moindre, le levier d'endettement, la principale, la hausse des multiples de transactions, un facteur non négligeable. Selon Pitchbook, le ratio dette/EBITDA pour les transactions de private equity serait de 6x. Un danger en cas de retournement des marchés. On préférera donc sans hésiter l'investissement dans les actions.

Seul facteur d'inquiétude, l'immobilier en Chine, un quart du PIB, beaucoup de surcapacités, des dettes importantes accumulées par des opérateurs privés. Evergrande, l'opérateur numéro un, a été récemment dégradé par les agences de notation à la plus mauvaise note avant défaut car sa dette atteint \$300 milliards. C'est l'exemple emblématique de ces dérives et de ces risques. Autre exemple, Huarong, un conglomérat financier public, \$240 milliards de dettes. Mais les autorités chinoises, à l'instar du gouvernement américain en 2008, lors de la crise immobilière et des difficultés de Fannie Mae et Freddie Mac, ne peuvent se permettre une crise financière et ont la capacité de gérer la situation.

Aux Etats-Unis, la question clé est de savoir si le pic des marges a été atteint, après une hausse de 90% des bénéfices/action sur 1 an et de 42% escomptée au cours de l'année 2021. Tout va dépendre du « pricing power » des sociétés mais nous maintenons l'opinion neutre adoptée il y a deux mois après avoir été à l'achat plus d'un an.

En Europe, notre surpondération a été justifiée car, jamais depuis 2013, le marché européen n'avait enregistré une telle séquence d'appréciation avec 7 mois consécutifs de gains. Des résultats meilleurs qu'escomptés et les injections de la BCE expliquent cette hausse.

En Chine, la Bourse représente plus d'un tiers de l'indice MSCI emerging mais seulement 4% de l'indice mondial pour 18% du PIB mondial. La performance boursière, excellente en 2020, est mauvaise cette année. Les sanctions, les pressions, l'évolution des réglementations à l'encontre de certains secteurs, la technologie et l'éducation notamment, l'expliquent. Un sursaut interviendra.

Conclusion : « *Le monde est redevenu infini, en ce sens que nous ne pouvons pas lui refuser de se prêter à une infinité d'interprétations* » Nietzsche dans le Gai savoir.

Si tout n'est qu'interprétation, il n'y a pas de vérité nous dit Nietzsche. Résurgence de la crise et fort ralentissement ou résilience de la croissance ? Nous inclinons pour l'optimisme nonobstant, pour cette fin d'année, une révision à la baisse des perspectives de croissance aux Etats-Unis et en Chine, une modification à la hausse des attentes d'inflation par certains analystes, une multiplication des variants de la Covid, des alertes sur la dette privée en Chine, 2.2x le PIB, principalement la dette des entreprises immobilières. Autant de raisons de faire douter les marchés. Nous jugeons comme temporaires ces inquiétudes mais elles risquent de freiner l'appréciation des marchés.

Quelques axes d'investissement ressortent : le maintien d'une allocation obligatoire minimum, la priorité donnée aux grands pays par rapport aux pays émergents, le bénéfice, pour nombre de pays de l'OCDE et de sociétés, des progrès de la technologie, de l'intelligence artificielle, de la 3D et de la robotisation, l'évitement pour l'heure les sociétés de services, riches d'une main d'œuvre peu qualifiée susceptible d'obtenir des revalorisations de salaires préjudiciables aux marges, la mise à l'écart du « private equity », souvent à risque dans ses rendements futurs à cause des leviers d'endettement et de multiples payés à l'achat. Réaffirmons notre prudence sur le marché anglais pénalisé par les ruptures d'approvisionnement suite au Brexit (+10% cette année contre +19% pour l'EuroStoxx50).

Genève, le 10 septembre 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.