

Lettre n°50

Quelles perspectives pour les marchés en 2022 ?

« Les amis de la vérité sont ceux qui la cherchent et non ceux qui se vantent de l'avoir trouvée »
Condorcet en 1791

L'exercice est toujours délicat et Condorcet sera notre vigie car il faut toujours faire preuve de modestie, surtout, après plus de 110% d'appréciation pour le S&P500 entre mars 2020 et le point haut du marché le 3 janvier 2022.

Depuis le 3 janvier, le marché a baissé de 4.1%. La baisse est accusée pour les valeurs de croissance, -8.1% dans le monde, inexistante pour les valeurs dites « value », +0.3%, mais l'indice mondial des valeurs, le MSCI World est encore à 19x les bénéfices attendus à comparer à une moyenne de 15x ces vingt dernières années.

La surperformance du marché américain pour la 4^{ème} année consécutive a pu surprendre, et nous étions passés d'achat à neutre à la fin de l'été, car le nombre de personnes contaminées a été supérieur aux autres grands pays et le taux de vaccination reste inférieur.

Depuis la fin 2019, le marché est en hausse de 50%, reflétant une hausse des bénéfices mais également une valorisation du marché plus élevée. L'appréciation des grandes valeurs de la technologie, fortes de positions dominantes incontestables, est la cause essentielle de la hausse du marché.

A l'aube de cette année, on peut avancer 4 certitudes, 5 interrogations, esquisser plusieurs opportunités et écarter quelques thématiques.

- **4 certitudes** : la résorption progressive des goulots d'étranglement, la croissance de bénéfices, la persistance des rachats d'actions, la permanence des fusions-acquisitions.
- **5 interrogations** : incidences du ralentissement chinois, du resserrement monétaire annoncé dans de nombreux pays, de la hausse des prix de l'énergie, de l'inflation salariale, des variants de la Covid sur la conjoncture.
- **Quelques opportunités** : la résorption des goulots d'étranglement profite aux valeurs industrielles, la persistance de la croissance aux valeurs liées à l'énergie, le resserrement monétaire aux valeurs financières. En revanche, la remontée des taux pénalise les valeurs technologiques. Parmi les matières premières, le pétrole (à l'achat dans notre grille) reste la plus attractive. Parmi les régions, notre préférence reste à l'Europe et au Japon avec une possible recommandation à un moment donné sur la Chine, plus mauvais marché en 2021, meilleur en ce début d'année, porté par des mesures de stimulation mais freiné par l'environnement politique.
- **Quelques thématiques écartées** : l'Or, en baisse depuis début 2021, est décevant, au regard du contexte de tensions. Les obligations continuent de baisser et nous restons, depuis 2 ans, avec une opinion d'extrême prudence. Les pays émergents et le Royaume-Unis restent sous-pondérés.

Les marchés actions :

- *Une performance exceptionnelle :*

2021 a été la 3^{ème} année consécutive d'une appréciation de l'indice supérieure à 10%, depuis mars 2009, la performance annualisée du marché américain a été de près de 20%, celle des autres pays développés de 11%, celle des pays émergents de 10%.

Le rebond des bourses a été facilité par \$15 000 milliards d'injections monétaires, l'abondance de l'épargne des ménages, les liquidités des différents acteurs, la persistance de politiques budgétaires accommodantes, les taux réels négatifs et le faible attrait des obligations, les gains de productivité et les investissements réalisés par les entreprises.

La performance des indices en 2021 a été exceptionnelle, la capitalisation des marchés dans le monde a enregistré une hausse de \$18 000 milliards pour dépasser \$120 000 milliards.

On ne peut parler de bulle généralisée car l'appréciation des bénéfices a été importante et, dans beaucoup de secteurs -technologie, luxe...- l'activité et les bénéfices de 2019 ont été dépassés. À ce jour les entreprises ont pu répercuter l'inflation du prix des matières premières et des composants. Mais, on ne peut ignorer un certain nombre de bulles nées d'une absence d'alternatives aux actions quand, à un moment, en 2021, on comptait \$18 000 milliards d'obligations à taux négatifs.

Cette année, l'activité de fusions-acquisitions déjà active en 2021 devrait encore animer les marchés et à fin 2022, les résultats pourraient être 30 à 40% supérieurs au niveau d'avant crise. Il y a là un ferment d'optimisme mais les performances sectorielles seront contrastées.

- *Marché américain :* position neutre.

Jamais depuis 1999, le marché n'a bénéficié d'une telle performance sur trois ans. Jamais depuis la seconde guerre, la capitalisation du marché américain comparée au PIB n'a été aussi élevée à 2.1x (pour mémoire 1.6x en mars 2000).

Mais, il est vrai, les bénéfices 2021 ont été en hausse de 45% et ont représenté 13% du PIB, un record facilité par le faible niveau des taux et la forte croissance, sans oublier les incidences de la digitalisation et du développement du e-commerce.

Portées par la hausse des bénéfices, amplifiées par les rachats d'actions à un niveau record de \$1100 milliards, les hausses du S&P 500 et du Nasdaq en 2021 ont été alimentées par les GAFAM + Tesla car leur capitalisation de \$12 000 milliards représentent 57% du Nasdaq et 27% du S&P. Leurs performances, +65% pour Google, +50% pour Microsoft et +1/3 pour Apple notamment, entrent pour un tiers dans celle du S&P500. Ajoutons, Tesla, important contributeur à l'appréciation du marché, grâce à une hausse de 50% du cours et une capitalisation supérieure à \$1000 milliards pour seulement 940 000 voitures vendues en 2021 !

Depuis le 19 novembre, la capitalisation du Nasdaq a baissé, passant de \$27300 milliards à \$23600 milliards et depuis leurs plus hauts, parmi les 3700 valeurs du Nasdaq composite, 2600 ont perdu plus de 20% par rapport à leurs plus hauts niveaux, 1600 ont même perdu 50% ou plus. C'est le cas de valeurs à la mode pendant la pandémie, comme Zoom Vidéo, en baisse de 67% sur son record du 16 février 2021.

Les plus vulnérables ont été les sociétés de la tech sans bénéfices, les GAFAM, ont été plus résistantes car riches de liquidités, elles investissent beaucoup, 12% de leur chiffre d'affaires en R&D et 9% pour d'autres investissements.

A la différence de 1999, les sociétés de la tech inquiètent moins par la faiblesse de leurs bénéfices que par leur force qui incite certains à activer les lois antitrust mais rien n'est imminent. Reste, la remontée des taux d'intérêt qui impactera la valorisation et des possibles déceptions sur les attentes bénéficiaires, comme en témoigne la chute de Facebook.

Les bénéfices des sociétés américaines au 4^{ème} trimestre 2021 sont attendus en hausse de 23 à 25% sur 1 an et cette année, la croissance des bénéfices devrait approcher 10%.

- **Marché européen** : recommandation à l'achat.

Les bénéfices ont augmenté de plus de 60% en 2021 et les chiffres d'affaires de plus de 10%.

Parmi les facteurs notoires d'appréciation du marché :

Plus de 330 introductions en Bourse en 2021 en Europe de l'Ouest dont un quart à Londres. Ce chiffre est presque le triple de l'année 2020. On compte un quart dans la technologie, près de 20% dans la finance.

Plus de €120 milliards investis en 2021 dans la tech européenne, soit 3x le montant de 2020 et 100 nouvelles licornes, c'est-à-dire des jeunes sociétés d'une valeur supérieure à €1 milliard.

Plus de \$300 milliards déployées par les firmes de « private equity » dans les sociétés européennes en 2021, un record qui souligne l'attractivité des marchés européens et devrait se poursuivre. L'exemple de l'investissement de KKR, fonds d'investissement américain, dans Telecom Italia est une illustration.

Depuis le début de l'année, le marché européen offre une meilleure résistance que le marché américain (-2% contre -3.8% pour le S&P500) car le poids des valeurs technologiques est moindre.

Six raisons pour surpondérer le marché :

Le déploiement du plan de relance de €750 milliards adopté par le Parlement européen.

La persistance de taux négatifs ou faiblement positifs, inférieurs à l'inflation, au-delà de 10 ans.

La croissance des bénéfices attendue à 10% et la valorisation du marché, 15x, encore attractive et inférieure à celle des Etats-Unis dans chaque secteur.

Le rendement du marché supérieur à 2.5%.

La hausse des salaires inférieure à celle des Etats-Unis.

La dépréciation de l'€ car elle offre un surcroît de compétitivité prix.

- **Marché japonais** : recommandation à l'achat.

Notre recommandation est à l'achat car les investisseurs étrangers, peu nombreux en 2021, devraient revenir pour profiter de politiques, monétaire et budgétaire, plus accommodantes qu'ailleurs.

- **Marché chinois** : opinion neutre.

La Chine a été la gagnante de cette crise puisque ses exportations sont 30% supérieures à 2019 mais après -23% pour l'indice MSCI China en 2021 comparé à +27% pour le S&P500 et malgré l'abaissement récent des taux de réserves obligatoires, le marché, cette année se replie de 7%, davantage que le S&P en recul de 3.7%.

Les valorisations demeurent pourtant très inférieures aux sociétés américaines à moins de 14x les bénéfices. En 2021, Alibaba avait perdu près de la moitié de sa valeur et cette année -4.1%, Tencent, près de 20% en 2021 avant une appréciation de 6% depuis le début de l'année. Mais, il y a une multiplication des opérations de rachats d'actions, exemple Alibaba pour \$15 milliards et les valorisations sont modestes, exemple 13x les résultats 2022^e pour Alibaba, le géant du e-commerce, contre plus de 85x pour Amazon.

- **Marchés émergents** : prudence maintenue.

La sous-pondération a été notre conseil en 2021 et nous avons eu raison car la performance a été négative de 2% quand les pays développés ont gagné 22%. Cette année, nous restons prudents car la politique monétaire plus restrictive de la FED impactera ces économies.

A suivre, le Brésil : la croissance du PIB n'a été que de 4.5% en 2021 car le pays a été en récession au 2^{ème} et au 3^{ème} trimestre et elle devrait être inférieure à 1% en 2022 car le pays est contraint à une politique monétaire

restrictive. Mais, une défaite électorale de Bolsonaro, signerait une victoire des démocraties contre le populisme et serait bien accueillie par le marché.

A surveiller, l'Argentine : le pays a été incapable de rembourser cette année l'échéance de \$19 milliards sur le prêt de \$44 milliards octroyé en 2018 et a obtenu un rééchelonnement de la dette.

A suivre, l'Inde : la croissance a été supérieure à 8% en 2021 car le pays a profité du déconfinement mais, en dépit d'investissements dans les infrastructures, elle sera moindre cette année car le gouvernement devra amorcer la hausse des taux vers le milieu de l'année.

A éviter, la Turquie car, après la baisse imposée des taux à 14%, la dépréciation de la £ turque a été de 45% en 2021, l'inflation s'est envolée à 36% en décembre et l'indice des prix à la production ressort à +80%. Devant la nécessité d'augmenter les bas salaires apparaît le risque d'une spirale prix-salaires incontrôlée.

- **6 Secteurs à surpondérer :**

Le secteur *énergie*, meilleure performance de l'année 2021, devrait continuer à surperformer cette année. Autre secteur intéressant, la *santé* car la croissance des bénéfices est supérieure à celle du marché et la perspective d'une réforme du prix des médicaments s'éloigne puisque Biden n'obtiendra pas de majorité à la Chambre.

Autres valeurs maintenues à l'achat, les *banques* : certes, elles devront supporter une aggravation des coûts salariaux mais elles profitent de la hausse des taux longs et du dynamisme de l'activité de crédits. L'amélioration récente des résultats provient aussi d'une diminution des provisions et, en Europe, le LTRO (Long Term Refinancing Operation) a été bénéfique comme source de liquidités pour le secteur.

Le secteur *automobile* reste attractif avec un dividende élevé à plus de 4% et une croissance des bénéfices proches de 10%. Nous sommes prudents sur Tesla car elle vaut 350x les résultats et préférons les grandes sociétés européennes à moins de 7x.

Le secteur de la *construction* restera bien orienté.

Le secteur des *semiconducteurs*, victime de pénuries et porté par un accroissement de la demande, bénéficie d'investissements inédits, exemple de TSMC, le groupe taiwanais, numéro 1 mondial avec près de \$45 milliards annoncés cette année ou Intel avec plus de \$25 milliards, mais les tensions sur les chaînes d'approvisionnement persisteront ces prochains mois car la demande devrait croître de 15 à 20% cette année.

En revanche, on sous-pondérera le secteur des biens de consommation durables, favorisé pendant le confinement et prochainement délaissé car les ménages redécouvrent les services, restauration, hôtellerie, loisirs, transports aériens, voyages...qui retrouvent un attrait boursier autre que spéculatif.

- **Des bulles à surveiller :**

Toutes classes d'actifs additionnées, la valeur des marchés financiers, c'est aujourd'hui près de 4x le PIB mondial et les ETF représentent \$10 000 milliards, 5x plus qu'en 2010.

En 2021, on a observé un record d'introductions en Bourse et un afflux d'investisseurs privés. Mais, depuis novembre, comme on l'a vu, les bulles dans la tech éclatent et, depuis le début d'année, le nombre d'introductions diminue de 20%.

Autre exemple de bulle, les *Spacs*, (Special Purpose Acquisition Company) coquilles vides à la recherche de cibles dans la tech, dans les énergies renouvelables ou d'autres secteurs. Elles ont procédé à d'importantes levées de fonds, \$160 milliards, mais après l'envolée de leurs cours, de 90% entre juillet 2020 et février 2021, après l'euphorie enregistrée au 1^{er} trimestre 2021, plus de €80 milliards de valeurs d'introduction à comparer avec €70 milliards en 2020 et €12 milliards en 2019, les cours sont retombés, encore -12% cette année, et les introductions, ces six derniers mois n'ont pas excédé €30 milliards. Beaucoup n'ont pas trouvé de cibles, d'autres ont échoué à finaliser leur fusion.

Autre exemple, *les introductions en Bourse* : certes le nombre est record mais seulement un quart des IPO aux Etats-Unis sont faites par des entreprises réalisant des bénéfices comme au moment de la bulle internet alors qu'en 1980 plus des $\frac{3}{4}$ étaient profitables selon Jay Ritter (Université Floride). Conséquence de ceci : en 2021, 75% des 200 sociétés ainsi introduites ont terminé l'année en dessous du cours d'introduction et, même 20% ont perdu plus de 50%.

Autre exemple, *les émissions* : aux Etats-Unis, les start-ups de la tech ont levé \$230 milliards sur 11 mois, en Europe, plus de \$100 milliards, en Asie \$100 milliards.

Dernier exemple, *le Private equity* : le marché mondial est évalué à \$10 000 milliards, un peu moins de 10% de la capitalisation mondiale, dont \$3200 milliards de liquidités selon la BRI (Banque des Règlements Internationaux).

En résumé de cette première partie, les marchés profiteront encore cette année d'une croissance économique supérieure à la croissance de moyenne période, d'une expansion des profits, d'une abondance de liquidités, d'une absence de placements alternatifs et de l'animation du marché par les introductions, les rachats d'actions et les fusions.

Les perspectives restent favorables pour les valeurs dites « value », les cycliques, déjà recommandées depuis plusieurs mois dans notre stratégie de placement et la prudence restera de mise pour les valeurs liées à la technologie et encore faiblement ou pas profitables.

On préférera l'achat de valeurs en direct ou des fonds actions « long only » et on évitera les « hedge funds » car, une nouvelle fois, les performances récentes sont souvent médiocres. En janvier, le S&P500 aux Etats-Unis a perdu 5%, les « hedge funds », souvent 15%.

Les marchés obligataires :

Nous avons toute l'année maintenu le conseil de prudence à l'égard des obligations et nous le maintenons pour 2022.

2021 a été la pire année depuis 1999 et le recul alors enregistré de 5.2%. La performance des marchés obligataires a été, malgré un très faible taux de faillites, négative, -4.8% selon l'indice Barclays des obligations souveraines et des obligations d'entreprises.

Et, le début d'année 2022 n'est pas meilleur puisque l'indice Barclays a reculé de 1.9%, les convertibles, depuis le début de l'année baissent de 8.6%, le « high yield » aux Etats-Unis baisse de 3% et les « corporate » de 3.3%.

Aux Etats-Unis, les obligations à 10 ans ont débuté l'année 2021 à 0.93% et l'ont terminé à 1.50% (1.77% aujourd'hui), celles à deux ans sont passées de 0.12% à 0.65%.

Entre la Fed, désireuse de réduire son bilan et la BCE, encore acheteuse ces prochains mois, les politiques diffèrent, mais dans tous les pays, à l'exception de la Chine et du Japon, les politiques monétaires deviennent moins accommodantes.

Sauf retour de la récession, la performance sera cette année à nouveau négative pour la majorité des obligations car le stock d'obligations à taux négatifs devrait encore s'amoinrir et la remontée des taux longs se poursuivre. Aussi, à nouveau, la durée des portefeuilles devra être courte.

L'inquiétude porte enfin sur une hausse des taux longs des pays les plus endettés, la Grèce et l'Italie, car certains redoutent une crise de solvabilité. C'est pourquoi la BCE fait preuve de la plus extrême prudence.

Depuis le début de l'année, les primes de risque ont peu augmenté à 4.1% pour le « high yield » mais cela risque de s'aggraver. Les émissions d'obligations spéculatives ont augmenté de 40% en Europe en 2021 et nous recommandons la prudence.

Seule exception à notre conseil de rester à l'écart des obligations, les obligations d'Etat chinoises car elles continueront à bénéficier d'un assouplissement de la politique monétaire.

Hors zone Euro, dans les pays de l'Est, l'inflation est problématique, exemple, en Pologne, avec un taux de 7.8% en novembre.

- ***La politique de la Banque d'Angleterre :***

La Banque d'Angleterre vient d'amorcer la hausse des taux et, au regard des pressions inflationnistes, 6% attendu au 1^{er} semestre de cette année après 5.4% en fin d'année 2021, elle les portera d'ici la fin de l'année à 0.75%, c'est-à-dire au niveau d'avant crise.

- ***La politique de la Banque de Chine :***

Elle est la seule banque centrale à aller à contre-courant du mouvement de hausse des taux.

Aidée par le ralentissement des prix à la production à 10.3%, confrontée au ralentissement économique et aux difficultés du secteur immobilier, elle vient d'abaisser son taux à 1 an de 2.95% à 2.85% et devrait poursuivre néanmoins cette voie ces prochains mois.

Mais, on sent beaucoup de prudence des autorités chinoises car l'économie est déjà très endettée et les surcapacités de logements et d'infrastructures sont nombreuses.

- ***La Banque centrale du Canada :***

Les créations d'emplois sont nombreuses, la diminution du taux de chômage à 6% rapide (5.7% avant la crise), le nombre de salariés est supérieur de 1% au niveau d'avant crise, la hausse des salaires excède 5% sur 1 an, l'inflation approche 5%, autant de facteurs pour inciter, dès avril 2022, la banque centrale à relever ses taux, 0.25% actuellement.

- ***La Corée du Sud et la Nouvelle Zélande*** ont procédé à deux hausses des taux fin 2021 à 1% pour la première et à 0.75% pour la seconde et d'autres sont à prévoir.

- ***Prudence maintenue sur les obligations des pays émergents :***

Les pressions inflationnistes demeurent et ont déjà obligé à de multiples hausses de taux.

Le pire est l'Argentine avec une inflation de 51% en 2021 après 36% en 2020 et 54% en 2019. Ensuite, la Turquie car, à contre-tendance, Erdogan a voulu baisser les taux de 20% à 14% provoquant un effondrement de la devise et une hausse de l'inflation officielle au-dessus de 49% en janvier.

Également, le Brésil contraint depuis 2021 de majorer ses taux de 8.7 points à 10.75% car l'inflation excède 10%.

De même, la Russie qui a majoré ses taux 7 fois en 2021 pour les porter de 4,2 points à 7.5% car l'inflation en novembre était de 8.4%.

Également, la Hongrie qui a déjà augmenté ses taux de 1,8 point, la Pologne de 1,6 point et le Mexique de 1,2 point à 5.5% après cinq hausses. Et, ces hausses vont persister cette année.

En synthèse, dans les pays occidentaux, c'est le plus lent cycle de hausse des taux des dernières décennies.

Les taux réels vont rester faibles car, suite à la place croissante du secteur tertiaire dans l'économie et à la hausse de l'épargne liée au vieillissement démographique, on assiste depuis des années à une diminution du taux d'investissement.

Les taux longs vont rester bas malgré la vigueur de la croissance et l'annonce d'une réduction des injections. En 1990, dans un contexte d'inflation à plus de 6% aux Etats-Unis, le taux à 30 ans était de 9%. Aujourd'hui, il est à 3.6% avec une inflation à 7%, preuve de l'incidence de l'action des banques centrales.

Les matières premières :

En 2021, on a enregistré des records sur les cours de nombreuses matières premières : le blé, le maïs au plus haut depuis 2013, le cuivre (\$10740/t), le minerai de fer (à plus de \$200/tonne) et l'aluminium (record à \$3200/t). Également dans l'énergie, avec le charbon à \$300/tonne, le gaz jusqu'à €180/Mwh en Europe contre une moyenne de €20 à €30 avant la crise.

- *Energie :*

Le pétrole :

Le prix du Brent est à \$88/baril et pourrait, même si les sanctions sur les ventes du pétrole iranien sont levées, poursuivre son appréciation car la consommation mondiale, 100Mbj, du fait de la reprise des transports, aérien et routier, devrait dès cette année dépasser celle de 2019 (99.5Mbj).

L'OPEP+ n'accroît pas sa production de plus de 0.4Mb/j chaque mois et, même en décembre sa production était 0.8Mb/j inférieure aux quotas à cause de difficultés au Nigéria, en Libye, en Angola et en Irak et d'une extraction moindre en Russie.

Ajoutons que les Etats-Unis, aux prises avec une diminution de 30% du nombre de forages, peineront à accroître leur production, actuellement de 11.8Mb/j, à 12.5Mbj en 2023, loin des 13Mb/j d'avant la crise de la Covid. Une raison à cela, les producteurs de pétrole de schiste privilégient le désendettement ou le rachat d'actions à l'exploration. Le nombre de puits de forage est remonté d'un bas de 290 à 490 mais on reste loin des plus hauts.

Ces prochains mois, on peut néanmoins envisager une hausse de la production de l'OPEP en réponse à des pressions américaines.

Paradoxalement, les valeurs pétrolières ont beaucoup mieux performé en 2021 que les valeurs ESG (Environnemental, Social Governance) les valeurs de « clean energy » car ces dernières, après avoir doublé ou triplé en 2020, ont perdu souvent plus d'un quart de leur valeur.

Ainsi, Exxon, souvent décriée, s'est appréciée de près de 50% après avoir baissé de 40% en 2020 et, depuis le début 2022, le cours d'Halliburton, +35%, est la meilleure performance du S&P500 devant Schlumberger, +30%, et beaucoup de sociétés de production tandis que Vestas et Orsted ont perdu en 2021 un tiers de leur capitalisation.

Autre exemple topique, les valeurs de l'hydrogène vert, en baisse de plus de 50% sur leurs plus hauts malgré l'attractivité du concept mais, il est vrai, ITM vaut 40x le chiffre d'affaires et Nel and Mc Phy, 20x. Nous recommandons toujours la prudence sur ces concepts en vogue.

Le gaz :

En Europe, normalement le gaz russe représente 1/3 de la consommation et 60% du gaz importé. Les prix sont volatils car, suite à des livraisons russes inférieures à la normale, 11 milliards m3/mois contre 13 milliards m3/mois, les stocks sont inférieurs à la moyenne, 63% de la consommation contre 86%.

La situation pourrait empirer si, dans le cadre de sanctions, l'ouverture de Nord Stream II (coût des travaux €10 milliards financés par Gazprom pour 1200 kms) devait être bloquée, car ce pipeline devrait fournir annuellement l'équivalent des 2/3 de la consommation allemande.

Un abandon serait perdant pour l'Europe (prix plus chers) et pour la Russie (moindres volumes).

Le prix du gaz, après avoir atteint plus de €180/MWh est retombé à €79/MWh. 3 raisons : la Russie vient de commencer à accroître ses ventes ; l'hiver n'est pas très froid et, par rapport à il y a 1 an, on assiste à un triplement des achats de gaz liquéfiés, du gaz américain hier à destination de la Chine, aujourd'hui rerouté vers l'Europe car les prix sont plus intéressants.

Cette détente des prix va profiter aux industriels et aux sociétés cotées dans l'aluminium, la chimie et les engrais. Néanmoins les prix du gaz en Europe demeurent quatre fois supérieurs au niveau de €19/MWh début 2021.

Le charbon :

La demande mondiale a atteint un record avec une consommation en hausse de 6% en 2021, en raison d'une consommation additionnelle de la Chine et de l'Inde (2/3 de la consommation mondiale à eux deux) et d'une production d'électricité à partir du charbon en hausse de 9%.

La demande de charbon, devrait selon l'AIE, Agence Internationale de l'Énergie, atteindre un nouveau record en 2022 à plus de 8 milliards de tonnes, susciter l'ouverture d'une centaine de mines dans le monde, pour l'essentiel en Australie, et encore entrer pour 36% dans la production d'électricité.

- Métaux :

Les regards sont tournés vers les métaux bénéficiant de la transition énergétique.

Le prix du lithium a augmenté de 220% entre mai et aujourd'hui. Les principaux producteurs sont la Chine, l'Australie et le Chili (3/4 à eux seuls). La Bolivie détient les réserves les plus grandes. Le nickel est utile dans la transition énergétique et dans les batteries. L'argent est utilisé dans l'énergie solaire et la voiture électrique. Le platine sera utile pour développer l'hydrogène vert et notamment les voitures à hydrogène.

Le prix du cuivre a enregistré un record en mai avant de consolider, \$9840/t aujourd'hui, mais la tendance reste porteuse car, portée par le développement des énergies renouvelables, la demande mondiale devrait selon l'IFP, Institut Français du pétrole, passer de 30 millions de tonnes à 100 millions de tonnes d'ici 2050. Et, d'après le rapport du FMI « Energy transition metals », sur le lithium, le nickel, le cobalt et le cuivre, à l'horizon 2030, les prix des 3 premiers devraient beaucoup s'apprécier.

- Agriculture :

En 2022, les prix seront plus volatils car, dans le monde, si les surfaces cultivées de blé et maïs augmentent, dans le même temps, il est vrai, les engrais sont plus onéreux. La hausse des prix futurs pourrait s'émousser ces prochains mois, si le ralentissement économique de la Chine, premier acheteur, se confirme mais l'inconnue climatique pourrait prévaloir.

Globalement, l'appréciation du cours des matières premières et des produits agricoles pourrait redonner un attrait à des marchés émergents comme le Brésil.

Les devises et l'Or :

- L'Or :

Il a été décevant, -4% en 2021, -1.4% à \$1803/onçe cette année, et n'a profité ni de l'incertitude suscitée par la pandémie, ni des taux réels négatifs, ni des tensions politiques, ni d'une demande soutenue pour la joaillerie, ni des achats opérés par des banques centrales de pays émergents comme l'Inde et la Thaïlande. Comme si l'Or avait perdu son statut de valeur refuge ? Au profit des cryptos ? Sans doute un peu, mais l'appréciation du \$ et l'amorce de la remontée des taux d'intérêt, deux facteurs traditionnellement négatifs pour l'Or, ont également joué.

- Le \$ et l'€ :

Faible en 2020, le \$ s'est apprécié contre presque toutes les devises en 2021, à l'exception du \$Canadien, et cela pénalise les entreprises américaines à l'export. L'€ a sous-performé le \$ de près de 10% en 2021 et de 0.6% cette année et cette baisse de l'Euro gonfle les profits des groupes européens dans le pétrole, l'aéronautique et le luxe.

Au regard de la perspective de 4 hausses de taux aux Etats-Unis, le \$ pourrait encore s'apprécier modérément, sauf si la BCE majorait finalement ses taux cette année pour revenir de -0.5% à 0.

- **Le Franc Suisse :**

Il restera bien orienté par rapport à l'€ car l'inflation y est plus faible, 1% escompté en 2022, les grands équilibres, déficit budgétaire et excédent commercial, sont mieux respectés. Le Franc Suisse profite également de l'incertitude internationale et de la solidité de l'économie avec un PIB 1% supérieur au 4^{ème} trimestre 2019, une croissance attendue de 3% en 2021 et en 2022.

- **Le Yen :**

Souvent valeur refuge, il a, en 2021, enregistré sa pire performance depuis 2014, et, sauf épisode de tension sur les marchés, il sera faible cette année car la politique monétaire restera la plus accommodante de tous les pays développés.

- **La £ :**

Elle pourrait s'apprécier contre l'€, +0.9% depuis le début de l'année, car les pressions inflationnistes contraignent la Banque d'Angleterre à des majorations de taux.

- **Les devises des pays émergents :**

Elles ont dans l'ensemble en 2021, baissé contre \$ autant que l'€. Exceptions, la Chine et Taiwan dont les devises se sont appréciées de 2 à 3% contre le \$. La première a bénéficié d'une politique monétaire restrictive, la seconde a cédé à la pression américaine pour une réévaluation.

Certaines devises, Colombie et Chili, ont plus baissé que l'€, la car les deux pays ont affronté des situations politiques troublées.

La plus faible devise du G20 est la £ turque car Erdogan a imposé des baisses de taux à la Banque centrale dans un contexte d'inflation élevée. Aussi a-t-elle perdu 45% de sa valeur sur l'année.

- **Yuan :**

L'appréciation contre \$ en 2021 a été de 2.5% et contre € de 11%. Elle a été favorisée par l'abondance des réserves de change, \$3200 milliards, en hausse de plus de \$100 milliards sur 1 an. Elle a été aussi facilitée par une hausse de 30% sur 11 mois de l'excédent commercial à \$600 milliards car les exportations ont profité de la demande internationale et les importations ont été freinées par les mesures strictes de confinement. Enfin, elle a bénéficié de la politique de la BOC qui a tardé à baisser les taux et surveillé les sorties de capitaux.

Cette année, le Yuan pourrait se déprécier du fait d'une politique monétaire inverse de celle des autres grandes économies.

- **Rouble :**

A cause de la crise ukrainienne, la dépréciation a été de 10% depuis octobre et dans le même temps, les taux longs se sont tendus à 9.75% contre 7.5% il y a encore 3 mois. On évitera de spéculer.

- **Le Bitcoin :**

En baisse d'environ 40% depuis novembre à \$37000 et de 20% depuis le début 2022, le Bitcoin a entraîné dans sa chute les autres grandes cryptos devises, -1/3 pour Ethereum et -40% pour Solana. Ainsi la capitalisation de l'ensemble est tombée de \$3000 milliards à \$1700 milliards.

La « bulle » cryptos est une parmi d'autres et toutes résultent des injections de liquidités opérées par les banques centrales.

Ainsi, le Bitcoin ne saurait être une alternative à un affaiblissement de la monnaie provoqué par les excès de création monétaire car son essor résulte précisément des politiques monétaires laxistes.

Le bitcoin, contrairement aux systèmes de paiement comme Visa, est incapable de gérer simultanément des centaines de milliers de transactions et son cours est trop erratique pour en faire une monnaie.

Le bitcoin ne finance rien d'utile économiquement. Enfin, la concurrence entre cryptos risque de fragmenter l'univers monétaire.

Conclusion : « La bêtise consiste à vouloir conclure ». Flaubert.

- Retenons ce conseil de Flaubert, car la volatilité des marchés et l'abondance d'impondérables impose la vigilance et commande des ajustements fréquents.
- Ne revenons pas sur le risque géopolitique analysé dans notre Lettre 48, sur le risque inflationniste, examiné dans notre Lettre 49. Retenons qu'une inflation moins conjoncturelle qu'attendu, des hausses de taux plus nombreuses fragilisent les marchés d'actions comme les marchés obligataires sans qu'il existe aujourd'hui de réelles alternatives puisque l'or ne s'apprécie pas et l'immobilier est cher. Aux Etats-Unis, l'indice PCE (Personal Consumption Expenditure) d'inflation retenu par la FED était à 5.8% en décembre et 4.9% pour le « core » hors énergie et alimentation.
- L'immunité collective devrait être rapidement atteinte dans les pays développés et plus tardivement dans les pays émergents, faiblement vaccinés et donc plus vulnérables. D'où notre surpondération maintenue des pays développés par rapport aux pays émergents.
- De nos multiples recommandations, on retiendra un avantage à l'Europe et au Japon, aux financières, aux valeurs liées à l'énergie, aux sociétés disposant d'un « pricing power », aux pharmaceutiques souvent délaissées en 2021. Également, un avantage au Franc Suisse pour sa solidité et au \$ dans le contexte de remontée accélérée des taux courts. Enfin, un avantage au « high yield » asiatique car les rendements sont souvent supérieurs à 10% et à des obligations d'entreprises si elles sont portées jusqu'à l'échéance.

Genève, le 03 février 2022

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.