

Lettre n°9

Aggravation des inégalités et incidences boursières.

« *Vertige, écroulement, déroutes, pitié* » Rimbaud – Les Poètes de sept ans, 37^{ème} poème.

La semaine dernière dans notre note, deux idées ressortaient : la mondialisation n'était pas la cause de la pandémie et donc la démondialisation ne saurait être une solution pour le futur. Aujourd'hui, portons le projecteur sur les marchés. Plus accessibles à l'espérance, moins portés à la vigilance, les investisseurs sont revenus en Bourse, l'enjouement a été étonnamment rapide et les indices ont effacé une partie de leurs pertes. On aimerait avoir des prémonitions mais il est à craindre une conjoncture médiocre, un redressement économique lent et un tournant dans l'inspiration des investisseurs. Ne soyons pas trop prompts à préjuger et examinons l'aggravation des inégalités entre Etats, entre sociétés et entre individus pour en tirer quelques conséquences sur la stratégie d'investissements en Bourse.

Aggravation des inégalités entre Etats :

Indubitable est la corrélation du PIB par habitant avec les dépenses de santé, incontestable, celle de la situation financière d'un pays avec sa capacité de relance. Claire est ainsi la hiérarchie entre Etats et, celle-ci, n'en déplaît aux derniers tenants de la convergence entre Etats, va se creuser. Evoquons l'Europe puis le reste du monde.

Nonobstant les promesses de la BCE d'injecter jusqu'à Euros 1000 milliards cette année et nonobstant les Euros 540 milliards d'aides mutualisées, l'écartement à nouveau des spreads de dettes entre Etats indique une inquiétude des marchés sur l'Italie. Le différentiel du 10 ans italien avec le 10 ans allemand était au plus bas de 1.60% avant la crise et récemment atteignait 2.60%. La perspective d'un accord sur un plan de relance européen devrait permettre d'escompter une détente de cet écart. La note italienne est certes de BBB- mais ne devrait pas être dégradée immédiatement car la BCE devrait acquérir Euros 220 milliards des Euros 450/500 milliards émis par l'Italie cette année. Aider l'Italie maintenant est moins coûteux que demain si elle devait se déclarer insolvable.

Au sein de la zone Euro, la hiérarchie est claire. Sans surprise, l'Allemagne se distingue par l'efficacité de son dispositif sanitaire et par les moyens financiers mis en œuvre. Forte de sa situation financière, de son désendettement depuis 2012 de 80% à 61% du PIB fin 2019, à comparer avec, sur la période, un endettement en légère hausse en Italie à 135%, l'Allemagne se permet de débloquer beaucoup plus, Euros 1200 milliards pour venir en aide aux entreprises et soutenir l'économie. En d'autres termes, l'inégalité entre l'Allemagne et l'Italie va s'aggraver et, en sortie de crise, la dette allemande n'excédera pas 75% du PIB, celle de l'Italie atteindra 155% du PIB, soit Euros 2600 milliards. Si l'Allemagne s'endette à 10 ans à -0.45%, la France s'endette à 0, en soit un privilège. La charge d'intérêt sur la dette publique française n'était que de 1.5% du PIB en 2019, Euros 40 milliards, et sera encore moindre en 2020, Euros 36 milliards, en dépit d'une dette publique qui passe de 100% à 115% du PIB. Mais l'Allemagne dispose d'une capacité d'intervention supérieure à la France et sortira de l'ornière de la récession plus rapidement : l'équivalent de 38% du PIB offert par l'Etat allemand sous forme de garanties pour les entreprises à comparer à 14% du PIB en France, l'équivalent de 7% du PIB sous forme d'aides publiques ou d'allègements de taxes contre 2.5% en France.

Dans le reste des pays de l'OCDE, c'est la Corée du Sud qui affichera le moindre recul, avec une légère récession sur l'année. Le pays a pu éviter le confinement, limiter la baisse du PIB à 1.4% au premier trimestre et affiche un regain de confiance.

Dans le monde émergent, on redoutera un appauvrissement : la Turquie, l'Afrique du Sud, le Brésil, le Nigéria ont subi de substantielles sorties de capitaux, donc une dépréciation de leurs devises, des pressions inflationnistes qui gênent la capacité des banques centrales d'abaisser les taux pour contrer la récession. Tous souffrent d'une capacité budgétaire amoindrie et d'une contraction de leurs ressources, les uns suite à la baisse du cours des matières premières, les autres à cause de la disparition des recettes touristiques, tous par la diminution des remises des travailleurs expatriés. L'aggravation des inégalités avec les pays de l'OCDE est criante et on évitera d'investir dans les marchés boursiers de ces pays. Devant l'accumulation des risques et les échéances de remboursement, \$2000 à \$2300 milliards pour les pays en développement à revenus élevés en 2020 et 2021 et \$700 à \$1100 milliards pour les pays à revenus intermédiaires ou à faibles revenus, la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) propose d'étudier un allègement ou une restructuration. Pire encore, l'Afrique subsaharienne qui importe \$35 milliards de produits alimentaires chaque année car ce coût est aujourd'hui renchéri. Une recrudescence de la famine dans le monde est redoutée alors que 820 millions de personnes dont 260 millions en Afrique souffrent déjà de malnutrition. En Afrique subsaharienne, on compte 6 à 7x moins de médecins pour 1000 habitants qu'en Europe, peu de lits et peu de respirateurs et, pour la première fois en 25 ans, le FMI anticipe une récession, -1.5%. Les pays du G20 ont décidé de suspendre jusqu'à la fin de l'année le versement des intérêts sur la dette des pays pauvres, l'idée d'une annulation des Euros 340 milliards de dette publique africaine fait son chemin mais devra obtenir l'aval de la Chine, créancière à hauteur de 40%. Le FMI annule 6 mois du service de la dette des 25 les plus pauvres, accorde des aides d'urgence aux pays les plus démunis, dispose d'une capacité d'intervention de \$1000 milliards, quatre fois plus qu'en 2008, mais, à cause du veto américain n'a pu augmenter les Droits de tirage spéciaux (DTS), pour allouer davantage aux pays pauvres. En résumé, on reste négatif sur les pays émergents et on privilégiera les économies développées, principalement l'Europe.

Aggravation des inégalités entre entreprises :

Comme pour les Etats, on privilégiera dans l'allocation les sociétés les moins endettées. Certes beaucoup d'Etats offrent des garanties sur les prêts bancaires aux entreprises mais les ratios d'endettement seront plus élevés, les notes de ces entreprises finiront par être abaissées et elles seront condamnées à se restructurer, à économiser, à différer des investissements et à perdre des parts de marché. A l'inverse, les sociétés riches de liquidités pourront, à bon compte, réaliser des acquisitions, et renforcer leurs parts de marché. Pour un portefeuille conservateur ou équilibré, le choix des titres s'orientera sur ces valeurs. Les diversifications vers des titres cycliques en forte baisse cette année ne seront que des touches spéculatives, des achats ponctuels et limités en pourcentage.

Parmi les secteurs à même de tirer leur épingle du jeu, la technologie, la robotisation, le numérique, l'intelligence artificielle sortent vainqueurs de ce moment, contribuent à accroître la productivité globale et accélèrent la mutation des économies. Les développements du e-commerce, de la télémedecine pour le diagnostic et la surveillance, du télétravail, du téléenseignement, des opérations bancaires à distance, des paiements automatiques dans les magasins, constituent des gains de productivité pour les entreprises. Pour les mêmes raisons, on sera prudent sur le secteur financier, la distribution non-alimentaire, l'immobilier commercial car on peut anticiper davantage de fermeture de guichets bancaires, de petits commerces, de réductions d'emplois aux caisses des magasins.

Dans chaque secteur, certaines sociétés se distinguent des autres. Ainsi en est-il dans la santé, un autre secteur à surpondérer. On pourra s'intéresser entre autres à Sanofi, Roche, Moderna, en lice dans la course au vaccin contre le Covid, BioMérieux dans le diagnostic. Dans le secteur du luxe Hermès se détache par rapport à LVMH et Kering. Le recul du chiffre d'affaires au premier trimestre, 7%, est deux fois moindre que pour les deux autres. Swatch et Richemont ne viennent qu'après. Dans l'automobile, on pourra distinguer, parmi les généralistes, Toyota ou VW de Renault obligé de recourir à des prêts bancaires garantis par l'Etat, parmi les spécialistes, Porsche d'Aston Martin. Même dans le secteur de l'énergie, les contrastes sont prononcés. On évitera tous les producteurs de « shale oil » aux Etats-Unis et au Canada et on achètera, dans une optique à un an, Total qui depuis 2014 a abaissé son point mort de \$100 à \$25/b, dispose de 10 milliards de liquidités et affiche un taux d'endettement de 16%. On pourra également s'intéresser à Chevron aux Etats-Unis, Sinopec en Chine qui profite d'une reprise de la demande et dans les services pétroliers, à Technip. Autant de sociétés riches de liquidités et peu ou pas endettées. Dans les gaz industriels, Air Liquide qui n'a perdu que 7% cette année et affiche sa confiance dans l'augmentation de la marge opérationnelle est intéressante.

En résumé, nous maintenons la typologie présentée dans une note récente, une tendance à surpondérer la technologie, la pharmacie, les équipements médicaux, l'agroalimentaire (Nestlé résiste bien avec une croissance organique de 4.3% au 1^{er} trimestre contre 1.7% pour Danone) et l'énergie dans une optique à un an. Nous sommes négatifs sur les transports, le tourisme, l'aéronautique et neutres sur les télécommunications (on observe qu'Ericsson affiche néanmoins une marge brute en hausse). On ne trouve là qu'un échantillon de nos recommandations mais nous sommes à disposition pour plus d'informations.

Aggravation des inégalités individuelles :

Aux Etats-Unis, **Angus Deaton**, prix Nobel d'économie 2015, avait montré dans un très bon livre, « **La Grande Evasion** » une hausse de la mortalité des pauvres de 45-64 ans, une diminution de l'espérance de vie consécutive à l'abus d'opiacés et à une hausse des suicides depuis fin des années 90 dans les Etats pauvres comme le Montana et la Louisiane. Face à l'épidémie actuelle, le pays dénombre 30 millions de personnes sans assurance médicale, 26 millions de demandeurs d'emplois supplémentaires en un mois, un taux de chômage probable de 16% fin juin et une population noire particulièrement affectée. Partout dans le monde, le Covid 19 touche plus les quartiers populaires à forte densité de population et la mortalité est plus élevée dans les catégories défavorisées. Aux nombreuses aides promises et détaillées dans nos précédentes notes, le gouvernement américain n'a eu d'autres choix cette semaine qu'un plan supplémentaire de \$480 milliards, 2.5% du PIB, en faveur des petites entreprises, des hôpitaux et de l'emploi. Cela s'ajoutera notamment à l'« helicopter money », une distribution de \$1200 par adulte. Inspirée d'une proposition de **Milton Friedman** en 1969, cette mesure a été préférée à une baisse d'impôts car elle est supposée relancer la consommation plus rapidement mais la dette publique sera aggravée et le déficit budgétaire pourrait atteindre 18% du PIB, soit \$3700 milliards, pourcentage le plus élevé depuis 1945. Appauvris, beaucoup de ménages épargneront une partie de l'argent distribué, réduiront à court terme leur demande de biens durables et, boursièrement, cela aura un impact négatif sur les valorisations de ces secteurs. On pense notamment à l'automobile.

Dans le reste du monde, **Abhijit Banerjee** et **Esther Duflo**, prix Nobel d'économie 2019, rappellent, dans un très bon livre paru en mars « **Economie utile pour des temps difficiles** », que l'augmentation du revenu des 50% les plus pauvres de la population mondiale a été beaucoup plus rapide entre 1980 et 2016 que celle des 49% se situant au-dessus, c'est-à-dire notamment les classes moyennes d'Europe et des Etats-Unis, les seuls ayant augmenté beaucoup plus rapidement étant le 1% le plus riche avec une captation de 27% du PIB mondial supplémentaire. Les **Nations Unies** indiquent que la part des personnes disposant de moins de \$1.9/jour a été divisée par deux depuis 1990. Autant d'améliorations probablement gommées par la pandémie.

Conclusion :

N'ayant eu d'autre dessein que d'aborder les liens, incidences boursières et aggravation des inégalités, tirons quelques conclusions. En réponse à l'aggravation des inégalités entre Etats, des annulations de dettes en faveur des pays les plus pauvres sont probables et le FMI devrait finir par agir au-delà de sa capacité d'intervention actuelle évaluée à \$1000 milliards. A l'échelle européenne, point de mutualisation de la dette existante mais le financement communautaire d'un plan de relance. La solidarité prévaudra et l'Union sortira renforcée sur la scène internationale. A la différence de la crise de 2008, il n'est pas sûr que les Etats-Unis soient comme d'habitude les premiers à retrouver les niveaux de production antérieurs. Symptomatique est l'absence d'appréciation du \$. Pour ces raisons, le marché européen mérite une surpondération par rapport au marché américain.

En réponse à l'aggravation des inégalités entre entreprises, certains Etats pourraient nationaliser ou aider financièrement temporairement des entreprises fragilisées dans des secteurs stratégiques, le transport pour les uns, l'énergie pour d'autres, voire le tourisme dans certains cas. Les banques, confrontées à une aggravation des taux de défaut, devraient éviter le soutien de l'Etat mais chercheront à renforcer leurs fonds propres.

Les injections de liquidités vont susciter de nouvelles bulles sur le prix des actifs et profiteront aux détenteurs de patrimoine, néanmoins exposés à la volatilité des marchés. Ces injections ne devraient pas provoquer d'inflation, sauf dans l'hypothèse, non retenue, d'un retour du protectionnisme.

En réponse aux inégalités individuelles, même s'ils s'en défendent, les Etats vont vraisemblablement accroître la fiscalité sur le patrimoine dans un double but, le financement d'une partie des dépenses et la préservation de la cohésion sociale à un moment jugé critique.

En d'autres termes, la gestion de la crise de 2020 aura été très différente de celle de 1929, même si les lendemains de crise seront pareillement caractérisés par une faiblesse de la demande. Point d'appréhension de l'inflation, rapidité de réaction des gouvernements, adaptation du capitalisme, ampleur des mesures, solutions apportées par la science, solidarité européenne et non repli sur soi. Aucun angélisme mais l'intérêt bien compris de chaque Etat. « *Les Etats n'ont pas d'âme, ils n'ont que des intérêts* » comme l'écrivait *Montesquieu*.

Genève, le 27 avril 2020



Bruno Desgardins
Directeur de la Gestion

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.