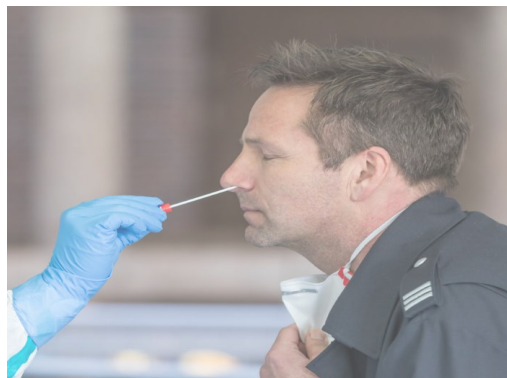


JANVIER 2021

Editorial

2020 s'est avérée être une année hors du commun à tout point de vue.

Apparu à Wuhan en Chine à la fin de l'année 2019, la vitesse de propagation du Covid-19 a été telle que trois mois plus tard, l'OMS parlera d'une pandémie rare ayant des conséquences fortes sur l'espèce humaine. Ils ne s'étaient pas trompés sur les conséquences... En effet, à partir du mois de mars, la seule solution trouvée par les élites mondiales pour freiner une propagation fulgurante a résidé dans le confinement généralisé. La première semaine d'avril, près de 4 milliards de personnes étaient confinées dans le monde. Un terrien sur deux bloqué chez lui ! Du jamais vu ! Il était dès lors bien normal que les marchés financiers, face à cette incertitude d'un tout nouveau genre, accusent le coup. Très sévèrement. Pourtant, l'année avait bien commencé. A mi-février 2020, l'indice S&P500 montait de 4,62% sur fond d'accord commercial sino-américain enfin scellé et d'indicateurs d'activité manufacturière en redressement après plusieurs mois de baisse continue. Mais la diffusion rapide du virus en Europe dès la fin février couplée au choc pétrolier de début mars a provoqué un retournement de tendance d'une brutalité sans précédent.



Crédit photo: Raimond Spekking sous licence Creative Commons

De son plus haut du 20 février à son plus bas du 20 mars, l'indice Eurostoxx50 dévissait ainsi de près de 40% ! Jamais de mémoire de boursier on avait vu un choc aussi violent, pas même en 2008. Heureusement, responsables politiques et autorités monétaires, forts de l'expérience des crises passées, ont eu une réponse puissante et coordonnée. Les gouvernements ont mis en place des mesures d'accompagnement jamais égalées pour maintenir l'économie hors de l'eau : plans de soutien massifs en faveur des entreprises et des salariés, politiques budgétaires de crise, changement des réglementations... Les banques centrales sont elles aussi venues au secours des marchés et de l'économie pour assurer un maximum de liquidité sur les marchés financiers et éviter une crise finan-

cière. La Réserve Fédérale américaine annonçait dès le printemps 2020 un nouveau programme d'achat d'actifs d'une ampleur inégalée, illimité en taille et en horizon de temps, des mesures de soutien pour les prêts étudiants et les ménages, tandis que le Congrès parvenait à un accord sur le plan de soutien à l'économie de 2200 milliards de dollars, soit près de 9% du PIB ! Dans la zone euro, la BCE initiait pour sa part la mise en œuvre du PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program), un ambitieux programme de rachats d'actifs de 750 milliards d'euros.

Ces mesures ont aidé les marchés à inverser la tendance et même à regimber fortement au deuxième trimestre, au fur et à mesure des bonnes nouvelles (déconfinement, reprise de l'activité, éclaircies sur le plan sanitaire etc.). D'importantes sociétés leaders dans leur domaine comme Airbus ou Valeo qui avaient connu en février/mars des plonges de l'ordre de 60%, ont rebondi extrêmement vigoureusement, tandis qu'aux Etats-Unis se mettait en place un rebond puissant, mais très ciblé sur les valeurs technologiques du Nasdaq, et plus encore sur les FAANGs (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google...)

L'apparition de la seconde vague de contamination à l'automne, avec ses craintes de reconfinement, même partiels, a dans un premier temps effrayé les marchés mais c'est finalement la raison qui l'a emporté, surtout après l'annonce des résultats du vaccin Pfizer-Biontech début novembre qui a déclenché un rallye sans précédent, mettant fin à deux mois pour le moins incertains et volatiles sur les marchés actions.

Du côté des marchés obligataires, la nervosité a également été de mise en 2020, avec des dislocations importantes sur le marché du crédit, marquées par un écartement rapide des spreads et une faible liquidité. De nombreux fonds « high yield » se sont vus infligés courant mars des baisses de -10 à -15% en l'espace de deux semaines, avant de se reprendre grâce à l'action des banquiers centraux.

L'immobilier a également été mis à rude épreuve cette année, notamment lors du premier confinement : arrêts des chantiers, ralentissement du système bancaire et des crédits, inquiétudes sur le secteur des bureaux avec les restrictions en matière de circulation et l'essor rapide du télétravail. Et cela s'est très nettement ressenti avec une volatilité exacerbée sur les valeurs foncières cotées telles que Klepierre ou Unibail, qui après avoir payé un très lourd tribut boursier après le premier confinement (-70% pour Klepierre de janvier à fin

	Q4 2020	FY 2020	Close 31/12/20
DOW JONES	10.17%	7.25%	30 606.48
S&P 500	11.69%	16.26%	3 756.07
FTSE 100	10.13%	-14.34%	6 460.52
EUROST.50	11.24%	-5.14%	3 552.64
CAC 40	15.57%	-7.14%	5 551.41
FTSE MIB	16.92%	-14.34%	22 232.90
MSCI EM	19.34%	15.84%	1 291.26
CRUDE OIL	20.64%	-20.54%	48.52
GOLD	12.54%	25.12%	1 898.36
EUR/USD			1.2216
EUR/CHF			1.0812
EUR/GBP			0.89374
EURIBOR 1M			-0.567%

octobre, pratiquement -80% pour Unibail), ont toutes deux connu un rebond incroyable.

Mais il serait un peu limitatif d'imputer au seul vaccin Pfizer le rallye de la seconde partie de l'année. Les opérateurs auront aussi salué la réactivité et l'ampleur sans précédent des mesures de soutien à l'économie. Du côté de l'Europe, outre le plan de relance de 750 milliards d'euros, les 27 états membres ont également trouvé un accord pour le prochain budget pluriannuel de l'Union Européenne 2021-2027 de plus de 1 000 milliards d'euros. Aux Etats-Unis, l'artillerie lourde a également été déployée : le plan de relance annoncé en mars est le plus important de l'histoire du pays avec 1 800 milliards de dollars. Et Donald Trump a finalement signé la nouvelle loi de soutien budgétaire de 900 Mds \$, comprenant : 284 Mds \$ de prêts garantis aux PME, des allocations chômage en hausse de 120 Mds, des chèques de 600 \$ par membre du foyer (pour un total de 186 Mds\$), 82 Mds \$ pour les écoles, 45 Mds \$ d'aide au secteur des transports, 20 Mds \$ pour l'achat de vaccins, 8 Mds \$ pour la distribution de ces vaccins, 20 Mds \$ pour les tests conduits par les Etats et 20 Mds \$ supplémentaires pour les professionnels de santé. Plus 25 Mds \$ d'aides pour les loyers. Tout cela est très important et fait un peu passer au second plan le score très serré du scrutin américain et le fait que Donald Trump n'a toujours pas reconnu la victoire de son adversaire démocrate, multipliant les recours juridiques, ce qui en d'autres temps, aurait rendu le marché plutôt nerveux.

2020 a aussi été une année clé pour le Brexit avec un accord de dernière minute arraché aux forceps le 24 décembre et qui prévoit notamment d'éviter la mise en place de quotas et les droits de douane sur les échanges entre les deux zones à compter du 01/01/2021. Il préserve aussi un large accès des pêcheurs européens aux eaux britanniques pendant 5 ans et demi.



(suite de l'Édito) En revanche, sur les services financiers, rien n'est finalisé et les discussions devront se poursuivre d'ici fin mars. Les exportations britanniques, destinées à 46 % à l'Europe, pourront donc continuer sans surcoût. De même pour les exportations européennes. Soulagement pour les secteurs de la construction aéronautique et spatiale, de l'automobile et de l'agroalimentaire, pour qui le Royaume-Uni est un marché de choix. En revanche, c'est le retour des douanes, supprimées en 1993. Déclarations d'importation et d'exportation seront la règle pour toute transaction. Cette charge administrative accrue risque de faire monter les prix. Sans mentionner l'impact sur la fluidité des échanges alors que les douaniers devront, à minima, examiner la documentation de chaque camion et que les contrôles, vétérinaires notamment, seront systématiques pour l'agroalimentaire.

Le bilan 2020 n'est donc pas aussi catastrophique que nous pouvions l'envisager au printemps. Les marchés financiers, actions comme obligations, ont largement repris de l'altitude. L'indice Eurostoxx50, qui perdait -36% au 18 mars, termine finalement l'année à -5.14% tandis que tous les indices américains sont positifs. De même que les indices émergents. Et les valeurs refuges telles que l'or ont contribué aussi à la bonne tenue de nos portefeuilles. Après cette incroyable année 2020, que faut-il dès lors espérer de 2021 ?

Cette nouvelle année verra l'arrivée de nouveaux dirigeants à la tête des pays leaders. Ce sera le cas pour les Etats-Unis mais également pour l'Allemagne, déjà nostalgique de sa chancelière Angela Merkel. Pour ce qui est de l'Amérique, il s'agira d'être attentif à l'amplitude des mesures prises par le futur président. Le programme de Joe Biden est axé sur un plan de relance et une augmentation des dépenses publiques, des mesures qui devraient en théorie booster la croissance en 2021. En revanche, nous ne savons pas encore si la nouvelle mandature compte relever le niveau de taxation des entreprises. Donald Trump avait mis en place une grande réforme fiscale pour doper la croissance. Joe Biden laissera-t-il le niveau de taxation tel quel ou reviendra-t-il sur la réforme ? Ce sujet pourra être source d'inquiétudes pour les entreprises et pour les marchés financiers. En Europe, la chancelière allemande Angela Merkel a dit ne pas vouloir se représenter en 2021 et quittera ses fonctions après 15 ans de pouvoir. La question de sa succession se pose déjà depuis des mois, mais aucun candidat n'est encore désigné pour lui succéder dans son propre camp. L'Allemagne regrette déjà sa chancelière et ne trouve pas encore de successeur à sa hauteur. Les nouveaux dirigeants comme ceux déjà en poste seront confrontés aux limites des soutiens publics. Les plans de sauvetage actionnés pour atténuer les effets de la crise sanitaire ont été inédits, tant par la rapidité de leur mise en place que par l'ampleur de leur périmètre. Le financement de tous ces dispositifs pose la question de la dette publique et de la politique monétaire. Cette question, reportée à plus tard compte tenu de l'urgence de la crise sanitaire, pourrait ressurgir en 2021...

(Suite et fin de l'édito en page 4)

Grand Angle

2021, une nouvelle année en Or ?

Après plusieurs années de reflux à l'issue de la crise de la dette souveraine en zone euro en 2012, l'or a entamé un cycle haussier au 4ème trimestre 2018 et enregistré un sommet en août dernier au-dessus de USD 2.000 l'once avant de clôturer l'année à USD 1900 en hausse de 25%. Le déclin observé depuis nourrit légitimement l'interrogation quant à la pérennité de ce cycle d'autant que son évolution est loin d'être linéaire. Paradoxalement, le métal fin est considéré comme un refuge tout en subissant une volatilité digne des actifs risqués. On l'a vu au moment de l'éclatement de la crise sanitaire en mars où en quelques semaines, il a abandonné près de 15% à USD 1500 l'once.

Les facteurs traditionnels qui jouent un rôle déterminant sur l'évolution du prix de l'or reposent principalement sur les éléments suivants : Inflation et politique monétaire, tensions politiques, dollar, situation économique des principaux pays consommateurs (Chine et Inde) et gestion des réserves monétaires des Banques Centrales.

L'apparition du coronavirus, en stoppant brutalement la consommation, a suscité une réaction des gouvernements comme jamais dans l'histoire économique. Ce sont plus de USD 15 trillions qui ont été déversés pour venir en aide aux secteurs d'activités le plus sinistrés de l'économie comme ceux en particulier du transport, des loisirs et du tourisme sans compter les diverses mesures de soutien mises en place (prêts garantis, chômage partiel...).

Cette nouvelle approche des politiques budgétaires constitue un tournant après de longues années, sinon de rigueur, du moins de tentative de maîtrise des déficits. Ce cocktail à base d'injection massive de liquidités et de dépenses publiques est en train de provoquer l'explosion de la masse monétaire (M2). De plus, ces mesures de soutien directs aux acteurs économiques les plus touchés ne pourront être « confisqués » par les Banques pour leur propre usage, et notamment pour des rachats d'actifs. Cette transmission directe pourrait donc à terme devenir davantage source d'inflation.

Autre évolution dans les mentalités, la nouvelle approche de la Fed par rapport aux perspectives d'inflation. Le remplacement de l'objectif fixe de 2% par une moyenne, avec l'explication que la Banque Centrale américaine tolérerait que cette barre puisse être dépassée pendant plusieurs mois avant de relever le taux d'intérêt, est aussi de nature à laisser filer un tant soit peu l'inflation.

Le maintien de taux d'intérêt à zéro pour une assez longue durée - la BCE a parlé d'au moins 2 ans- implique des taux réels extrêmement bas, phénomène très favorable à l'or car le coût d'opportunité à sa détention devient beaucoup moins pénalisant.

Autre facteur qui pourrait contribuer à la poursuite du rallye de l'or, le dollar qui évolue généralement à contre-sens. Or depuis le printemps dernier et l'accord franco-allemand de soutien à l'économie de la zone euro, le billet vert est en phase baissière. La politique de la nouvelle administration américaine avec expansion budgétaire massive et creusement des déficits semble peu favorable à un dollar fort. Cette alternance politique se produit au moment où l'écart de taux entre les deux côtés de l'Atlantique n'a jamais été aussi réduit depuis 2015.

C'est dire si le contexte paraît toujours favorable indépendamment de toute nouvelle crise politique internationale difficilement prévisible.

En conclusion, l'or constitue un actif de protection mais fortement volatile, à envisager dans une optique de diversification et à long terme. Le seuil symbolique de USD 1800 semble un intéressant point d'entrée pour ceux qui sont restés à l'écart jusqu'à présent. Les investisseurs les plus audacieux pourront s'intéresser aux actions des mines d'or qui sont historiquement relativement sous-évaluées par rapport au cours de l'once et qui offrent un effet de levier.

Chers investisseurs, à présent c'est l'or ou jamais de faire ses choix !

G. de Villaines



Macroéconomie

De nouveaux confinements moins perturbateurs pour l'activité, pour un bilan 2020 contrasté

STATISTIQUES:

- Les économistes auront connu une année très compliquée à appréhender les conséquences de la crise sanitaire avec des périodes de quasi-arrêt de l'activité et des périodes de rattrapages économiques jamais vues.
- Au cours de ces mois sans activité de nombreuses séries statistiques ont été faussées.
- Comment calculer l'évolution de prix sans transactions, comment comptabiliser le nombre de demandeurs d'emplois quand les aides d'Etat ne sont pas dans les chiffres officiels ou quand les administrations n'ont pas les capacités de traiter de tels flux de demandes ?

PIB:

- Les évolutions de PIB sur 2020 seront très disparates en fonction du timing et du traitement de la crise sanitaire.
- La Chine sera le seul des grands pays à avoir de la croissance positive en 2020 autour de +2%.
- Le recul du PIB aux USA se situera probablement entre -3.5% et -4.5%, tandis que pour la Zone Euro le recul sera lui plus proche de -8%.
- Les nouvelles phases de confinement en Occident ont été moins perturbatrices sur le dernier trimestre.
- L'indicateur PMI des services en Zone Euro était de 41.7 en novembre contre 12 au pire de la crise du printemps.
- Aux Etats-Unis, l'activité des services n'est que peu perturbée ; on attend 54.5 en décembre contre 57.8 au sortir de l'été.

INFLATION:

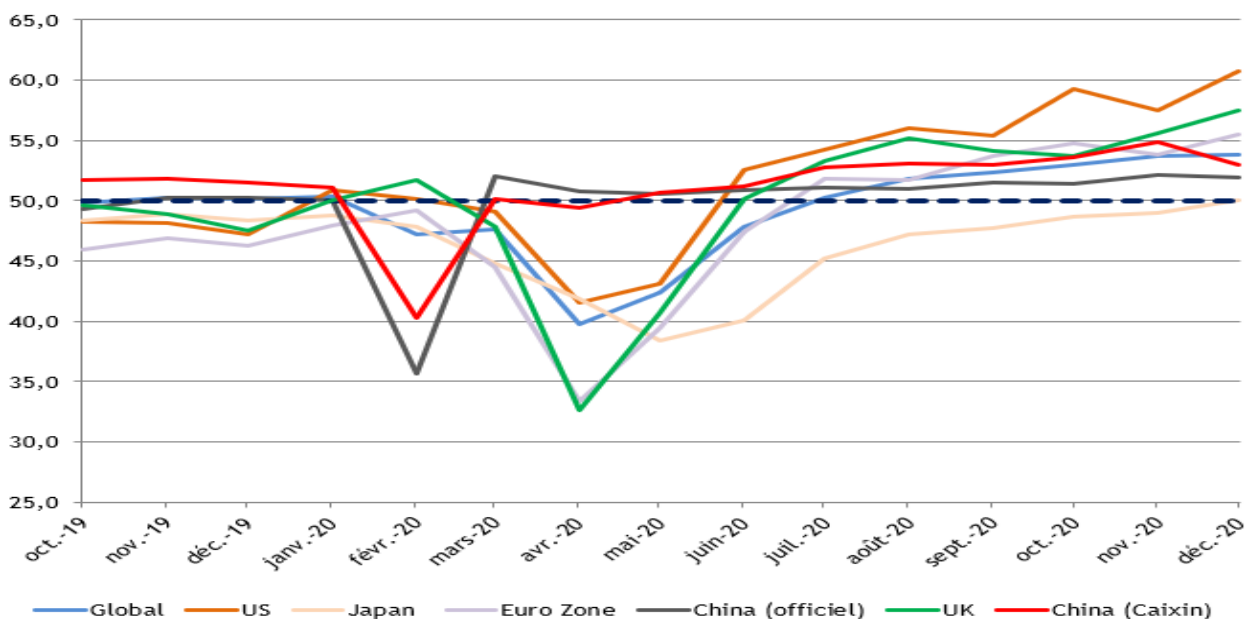
- L'inflation n'est pas un sujet à court terme.
- Sur la fin de l'année elle atteint +1.2% aux USA, -0.3% en Zone Euro et -0.5% en Chine.
- Avec la hausse récente du prix de l'énergie (pétrole, gaz, ...) et des matières premières industrielles, et grâce aux effets de base, il pourrait y avoir des surprises à la hausse dès que la crise sera derrière nous.

PERSPECTIVES 2021:

- Avec la mise en place des plans de relance des deux côtés de l'Atlantique, et le retour à la normale progressif un peu partout dans le monde, le rebond de la croissance devrait être notable sur le premier semestre.
- C'est au second semestre que l'on pourra chiffrer plus précisément les effets de la crise entre les rattrapages et les pertes nettes d'activité.
- Selon des dernières estimations assez prudentes, en 2021 la croissance dans la Zone Euro devrait être de +4.6%, et +3.9% aux USA. Le rebond sera plus spectaculaire en Chine à +8.2%.

D. Liegeois

Evolution des indices ISM/PMI manufacturiers depuis octobre 2019





Special Topic

Zone Euro : La grande perdante de la crise sanitaire ?

D'un point de vue macroéconomique, parmi les grandes zones économiques, la Zone Euro est celle qui a le plus souffert. Pourtant on ne peut pas dire que la crise sanitaire ait épargné beaucoup d'endroits dans le monde.

A l'heure du bilan provisoire de cette crise, l'évolution du PIB des grandes zones économiques est particulièrement divergente. La Chine, à l'origine de cette crise, l'a gérée de main de fer, elle sera un des rares pays avec une croissance positive cette année, autour de +2%. Aux Etats-Unis, les confinements ont été moins perturbateurs, même si la crise sanitaire est importante. Le dynamisme économique tout terrain et un certain pragmatisme ont permis de limiter le choc. Le recul du PIB devrait être compris entre -3.5% et -4.5%. Dans la Zone Euro, avec une épidémie tout aussi virulente, les mesures restrictives prises ont d'avantage perturbé l'économie avec un recul de l'activité qui sera en 2020 proche des -8%.

Ainsi, le PIB chinois en dollar, au coude à coude avec celui de la Zone Euro fin 2019, est désormais plus élevé de près de 1 trillion de \$, et tout cela en l'espace de douze mois. Aux dernières estimations de septembre, il atteint 14.3t\$ quand le nôtre recule de 300 milliards à 13.3t\$.

Cette crise a ainsi amplifié une tendance déjà en marche. C'est également vrai à l'intérieur de la zone euro où l'Allemagne finira probablement l'année avec un recul du PIB presque deux fois moins important que celui de la France. Les explications sont diverses : pragmatisme contre dogmatisme, centralisation contre décentralisation, assistanat contre responsabilisation, valorisation différente du travail, principe de précaution poussé à l'extrême...

C'est tout le concept d'Union qui s'en trouve malade de n'avoir pas pu gérer cette crise avec des mesures communes, efficaces et pratiques.

Dans ce contexte on peut légitimement se demander si le clivage au sein de l'Union entre les cigales du sud (France comprise) « touristiques et endettées » et les fourmis du nord « travailleuses et frugales », ne va pas se creu-

ser davantage. Cette crise dans tous les cas laissera des traces.

Paradoxalement l'année 2020 est aussi celle de deux grandes avancées pour la Zone Euro. La première, l'accord sur le financement mutualisé du plan de relance, avec pour la première fois l'acceptation du bloc allemand d'un début de mutualisation des dettes (une des meilleures explications à la poussée récente de l'euro ?). L'autre point très positif est l'union sans faille des 27 dans les négociations sur le Brexit. Car si les négociations ont trainé, cela était plutôt dû à des tergiversations britanniques qu'à la désunion des négociateurs européens à laquelle Londres s'attendait sans doute.

La gestion européenne des vaccins sera fort intéressante à suivre en tant que première tâche cruciale portée dans cette crise par un organisme européen. L'échec est interdit, mais quand on voit que l'Allemagne a préféré commander des vaccins supplémentaires de son côté par peur de pénurie, on peut déjà se poser des questions.

D. Liegeois

(Suite et fin de l'édito)

Pour que les actifs risqués poursuivent leur hausse cette année, un certain nombre de conditions apparaissent aujourd'hui nécessaires :

- Une solution médicale a été rapidement (trop rapidement diront certains) trouvée contre le Covid-19 avec une émulation/compétition importante au sein de « Big Pharma ». Mais il est maintenant impératif que cette dernière devienne une réponse de santé publique, autrement dit qu'une large part de la population soit vaccinée pour parvenir à une immunité collective. Les experts estiment à 60% la part de la population devant être immunisée pour parvenir à briser les chaînes de contamination et faire en sorte que le virus recule. Mais dans un certain nombre de pays comme la France, les réticences légitimes des citoyens face à ces vaccins d'un nouveau genre ou les difficultés d'acheminement peuvent ralentir considérablement le rythme des campagnes vaccinales. D'autres pays, comme Israël, apparaissent au contraire très en avance sur la question et ont déjà vacciné plus de 10% de leur population. Cette masse critique de 60% est importante pour les marchés. Les opérateurs auront en effet les yeux rivés sur la dureté des reconfinements éventuels. Le Royaume-Uni, en proie à un variant plus virulent, vient d'ailleurs de mettre en place pour quelques semaines un reconfinement plus dur qu'au printemps 2020. Si cela devait s'étendre à toute l'Europe dans les prochains jours, ce ne serait clairement pas une bonne nouvelle pour l'activité économique et par voie de conséquence pour les marchés.
- L'implémentation effective des mesures budgétaires prévues (ou en gestation) en 2020 pour 2021 sera également clé pour la dynamique des surprises économiques. Si aux Etats-Unis, les démocrates venaient à remporter le Sénat, le risque de blocage politique se réduirait considérablement et le programme de relance budgétaire pourrait devenir encore plus ambitieux. En Europe, il conviendra d'examiner la manière dont vont être mis en œuvre le fond de recovery et l'accord commercial entre l'Union Européenne et le Royaume-Uni.
- Dans l'hypothèse où les campagnes vaccinales parviendraient à éradiquer la menace Covid-19 en 2021, il conviendra enfin d'être vigilant sur les éventuels risques de tension sur les taux réels. Sur le front des taux monétaires, le message des banquiers centraux est clair et nous sommes tranquilles pour encore un bon moment. Les taux courts resteront bas. Mais si la sortie de la crise sanitaire (et le retour à des économies qui tournent à 100%) devait provoquer des tensions plus ou moins fortes sur les taux longs, attention dans ce cas aux valorisations sur les marchés actions. Certains secteurs (les technologiques notamment) commencent à être bien valorisés et toute augmentation inopinée du taux actuariel pourrait pousser les opérateurs à s'interroger sur la cherté des marchés actions en général.

2020 aura en tous cas été pour 2PM une année de consolidation de nos convictions en matière de gestion. Nous ressortons de cette incroyable année plus confiants que jamais dans la résilience et la solidité de nos portefeuilles ainsi que dans la pertinence de notre philosophie de gestion, heureux d'avoir su garder la tête froide au printemps dernier, ne vendant aucune position, allant même jusqu'à rajouter un peu de risque dans les portefeuilles fin mars/début avril. Heureux également d'avoir conçu des portefeuilles très diversifiés géographiquement, avec notamment une belle exposition aux pays émergents qui cette année, grâce notamment à la bonne santé chinoise et asiatique en général, affichent plus de 15% de hausse quand l'Eurostoxx50 en perd 5.14%. Heureux enfin d'avoir fait le choix depuis bientôt 20 ans du « fund picking » vs le « stock picking », bâtissant des portefeuilles composés des meilleurs gérants mondiaux, chacun dans leur domaine de compétence, plutôt que de bâtir des portefeuilles de valeurs individuelles, beaucoup plus volatiles et incertains en termes de récurrence de performance.

C. Carrafang

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 5 janvier 2021. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.