

NEWSLETTER

Sébastien Gyger, Directeur des Investissements

« Déficits, MMT et inflation »

Des mesures de reconfinement localisées (Royaume-Uni, Madrid, métropoles françaises), les craintes sur la poursuite de la reprise en Europe avec notamment la rechute de l'activité dans le secteur des services, l'absence d'accord sur un nouveau plan de relance aux Etats-Unis et les incertitudes entourant le Brexit et les élections présidentielles américaines ont pesé sur le moral des investisseurs. Toutefois, toutes les nouvelles ne sont pas négatives puisque le marché du travail américain continue de se détendre et le climat des affaires s'améliore en France et en Allemagne. Sur le plan sanitaire, les recherches sur le vaccin apportent régulièrement de l'espoir et la deuxième vague de Covid-19 s'accompagne de taux d'hospitalisation et de mortalité nettement moins élevés qu'en début d'année. Les élections américaines resteront en toile de fond jusqu'à début novembre.

Evolution des marchés

Après 5 mois consécutifs de hausse, les Actions mondiales ont rendu 3.4% de performance en septembre. Nous observons que le marché américain et le secteur technologique ont sous-performé dans la baisse (S&P 500 -3.8%, Nasdaq -5.1%). Ils restent toutefois leader sur le trimestre et depuis le début de l'année (+5.6% et +25.3% respectivement). La Suisse et le Japon affichent un résultat positif (SPI et Nikkei à +0.5% et +0.7% respectivement). Les Taux sont restés stables (US 10Y -2bps) et le Crédit a sous-performé la Duration (US IG -0.2% et US HY -1.0% par rapport au segment US 7-10Y à +0,3%). Le Dollar a rebondi de +1,9% contre Euro sur son point bas atteint fin août et passe de 1.1944 à 1.1728. A l'inverse, l'Or redonne une partie de sa très bonne performance (-4,2% sur le mois, +24,3% sur l'année). Finalement, l'Immobilier suisse se reprend (+4%) à la faveur de communications rassurantes des acteurs du secteur.

Performances des marchés à fin septembre 2020

Marchés Actions	Cours	Variation depuis	Variation depuis
	30.09.2020	31.08.2020	31.12.2019
Indice			
MSCI Monde	2367.3	-3.45%	1.70%
Etats Unis			
Dow Jones	27781.7	-2.18%	-0.91%
S&P 500	3363.0	-3.80%	5.57%
Nasdaq Comp	11167.5	-5.10%	25.33%
Europe			
Euro Stoxx 50	3193.6	-2.33%	-13.11%
SPI (Suisse)	12724.7	0.52%	-0.88%
CAC 40 (France)	4803.4	-2.76%	-18.39%
DAX (Allemagne)	12760.7	-1.43%	-3.69%
FTSE 100 (UK)	5866.1	-1.54%	-20.24%
Japon + Emergents			
Nikkei 225	23185.1	0.68%	-0.60%
CSI 300 (Chine)	4587.4	-4.70%	14.01%
MOEX Index (Russie)	2905.8	-1.96%	-1.32%
S&P BSE Sensex (Inde)	38067.9	-1.42%	-6.79%
Ibovespa (Brésil)	94603.4	-4.80%	-18.20%

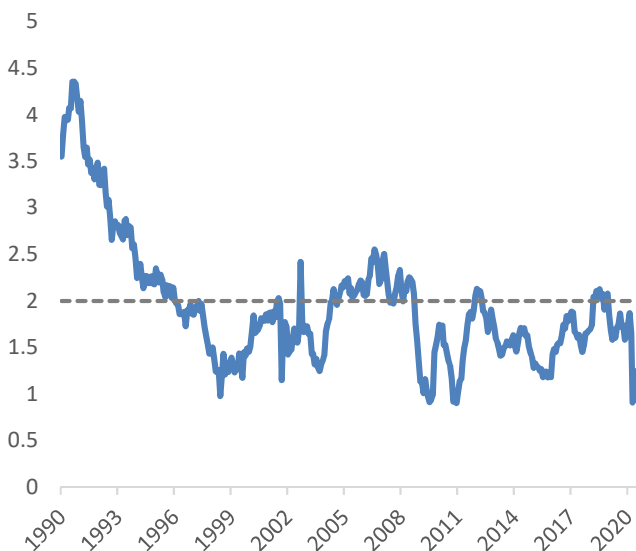
Marchés obligataires et alternatifs	Cours	Variation depuis	Variation depuis
	30.09.2020	31.08.2020	31.12.2019
Taux souverains			
Allemagne 10 ans	-0.52	-13 Bps	-34 Bps
France 10 ans	-0.24	-15 Bps	-36 Bps
Italie 10 ans	0.87	-23 Bps	-55 Bps
Etats-Unis 10 ans	0.68	-2 Bps	-123 Bps
Dettes			
Investment Grade US	334.7	-0.16%	6.20%
Investment Grade Europ	261.0	0.30%	0.78%
High Yield US	2196.4	-1.03%	0.62%
High Yield Europe	398.9	-0.72%	-3.39%
Dettes émergentes	885.1	-1.65%	0.37%
Devises			
EUR/USD	1.17	-1.80%	4.53%
EUR/CHF	1.08	0.07%	-0.57%
USD/CHF	0.92	1.90%	-4.73%
Matières Premières			
Pétrole (WTI)	40.2	-5.61%	-34.13%
Or	1885.8	-4.17%	24.29%

L'essentiel de la conjoncture

La Fed s'octroie plus de latitude. A la réunion des banquiers centraux de Jackson Hole, la Réserve fédérale américaine a apporté un changement marquant à son cadre de politique monétaire. Elle a adopté un « ciblage d'inflation moyenne » (plutôt que l'objectif d'inflation en vigueur depuis 2012 sous la direction de Bernanke) de manière à ce qu'elle puisse laisser courir l'inflation au-delà de 2% pour compenser les périodes passées en-dessous de l'objectif.

Pourquoi ce changement et pourquoi maintenant ? Le changement d'objectif a été motivé par une longue période pendant laquelle l'inflation est restée inférieure au niveau de 2%. Cela s'est produit alors que les taux d'intérêt réels d'équilibre sont tombés proches de zéro, laissant très peu de marge de manœuvre pour un assouplissement en cas futurs épisodes de contraction économique.

Dépenses de consommation personnelle (inflation PCE) comparées à l'objectif d'inflation de la Fed à 2%



Source : Bloomberg, Pâris Bertrand

Les raisons sont structurelles. Nous observons que la faiblesse des chiffres d'inflation est un problème structurel commun dans les grandes économies. Les raisons sont plurielles : les pressions déflationnistes dues à l'accumulation de dettes sont très fortes (les intérêts doivent être payés, la dette remboursée et les notations de crédit peuvent se dégrader). Une deuxième raison est liée à l'évolution démographique car la baisse de la fécondité tend à contraindre la demande et l'inflation. Enfin, l'adoption beaucoup plus large de processus qui recourent à la technologie et la digitalisation (avec une compétitivité accrue et des coûts de production plus faibles) constitue un défi supplémentaire à l'atteinte de l'objectif d'inflation retenu par les banques centrales.

L'effet sur les marchés a été considérable. Cette faiblesse endémique de l'inflation a eu des conséquences importantes sur les marchés, puisqu'elle a conduit à un recul marqué des

rendements obligataires et une augmentation des cours des actifs risqués. L'absence de pression sur les prix des biens et services et la faiblesse des taux d'intérêt ont par exemple permis aux actions dites de « croissance » de surpasser les actions « value ». Enfin, les entreprises peuvent emprunter à bas prix pour financer leur développement mais aussi pour racheter leurs propres actions et/ou verser des dividendes à leurs actionnaires. Ainsi, la faible inflation et des politiques monétaires toujours plus accommodantes ont contribué à la longévité de l'expansion économique et à la hausse des marchés avant la pandémie de Covid-19.

La Fed n'est pas bien équipée. Jusqu'au début des années 2000, un faible taux de chômage s'accompagnait d'une forte inflation (c'est la relation empirique mise en évidence par la courbe de Phillips). Depuis lors, l'aplatissement de la courbe de Phillips a eu pour conséquence qu'il est particulièrement difficile pour la Fed (et les autres banques centrales) de créer de l'inflation, même en périodes de plein emploi, et malgré les baisses de taux directeurs ou les programmes de rachat d'actifs.

D'un phénomène monétaire, l'inflation est devenue « financière ». Malgré des politiques monétaires extrêmement généreuses au cours des dernières décennies (les bilans des grandes banques centrales ont été multiplié en moyenne par neuf depuis 2001), l'inflation est restée modérée. La croissance de la monnaie en circulation, celle qui est utilisées pour les transactions de biens et de services, n'a pas incité le consommateur final à dépenser plus, ni les entreprises à investir davantage dans leur appareil de production. En revanche, ces politiques ont gonflé le prix des actifs et en ce sens, elles ont contribué à l'effet de richesse qui a permis de restaurer, au moins partiellement, la confiance.

Le Covid-19 marque-t-il un tournant ? Après la Grande Crise Financière de 2008-2009, les seules interventions en matière de politiques économiques étaient monétaires. On se rappelle notamment que la rigueur budgétaire en zone euro, pour réduire les niveaux d'endettement des pays méditerranéens, avait exacerbé le choc déflationniste. Suite au Covid-19, les réponses des gouvernements et des banques centrales ont été sans précédent en termes de vitesse de réaction, d'ampleur des programmes de soutien et de coordination. De fait, un changement majeur a été engagé par le biais de politiques budgétaires beaucoup plus généreuses (aux Etats-Unis, en Europe et en Asie).

La politique budgétaire prend le relai. La Réserve fédérale a modifié son objectif d'inflation alors que les politiques budgétaires se sont brusquement relâchées. Ainsi, les dépenses publiques redeviennent un outil essentiel de politique économique (même en Allemagne qui est à l'initiative du plan de relance européen de 750 milliards d'euros). De leurs côtés, les banques centrales sont forcées d'accompagner ces nouvelles politiques expansionnistes en achetant de la dette publique afin de garder les taux d'intérêt sous contrôle à des niveaux très bas.

L'essentiel de la conjoncture (suite)

Plus de dettes, plus de déficits, pour plus longtemps. Les plans d'aides aux ménages, aux entreprises et aux collectivités ont été financés par des emprunts d'états. Considérés aujourd'hui comme nécessaires pour combattre la crise, ils sont tolérés car les taux d'intérêts sont à des plus bas historiques. Les Etats-Unis sont en première ligne, eux qui ont déjà dépensé près de 3 000 milliards de dollars (avec un déficit budgétaire fédéral qui atteint 15% du PIB) et qui pourraient ajouter entre 1 000 et 3 500 milliards aux plans de sauvetage existants si les négociations aboutissent au Congrès. L'Europe n'est pas en reste avec son « Pacte vert » et son plan de relance « Next Generation » à hauteur de 1 750 milliards d'euros sur 10 ans pour reconstruire après la pandémie et pour soutenir les investissements dans les transitions vertes et numériques.

Qui va payer ? Etant donné l'impact négatif et certainement durable de la crise, les gouvernements n'ont pas d'autres alternatives que de s'endetter pour subvenir aux besoins actuels et futurs des acteurs économiques. La préoccupation principale est de savoir s'ils peuvent se permettre ces dépenses. Traditionnellement, les économistes soutiennent que l'augmentation des dépenses aujourd'hui signifie que les impôts devront augmenter demain. Comme l'augmentation des impôts nuit aux dépenses des consommateurs et des entreprises, et que l'augmentation des emprunts peut entraîner une hausse des taux d'intérêt, certains affirment que les pays ne peuvent pas se permettre plus de dépenses, même pour lutter contre la récession due au coronavirus.

Un test grandeur nature pour MMT. La « théorie monétaire moderne » (ou MMT) part de l'idée que les états sont peu (ou pas) contraints par leur niveau d'endettement. Concrètement (et de manière simplifiée), le département du Trésor emprunte pour financer les dépenses publiques, comme il le fait habituellement, et la Réserve fédérale achète ensuite une part importante de cette dette (plus de 2 000 milliards de dollars depuis février 2020). L'argent ainsi créé peut ruisseler dans l'économie réelle par les mécanismes de transmission habituels et créer de la demande. Pas besoin d'augmenter les impôts et pas d'inquiétude sur les taux d'intérêt puisque la Fed achète les obligations émises par le Trésor.

Quels sont les risques de dérapage ? La crainte principale concernant MMT est que la dette émise finance des plans de relance qui vont soutenir la demande et que, dans le même temps, les banques centrales augmentent la quantité de monnaie en circulation en rachetant cette dette. Cette combinaison d'une hausse de la demande et d'une monnaie plus abondante est de nature à générer un niveau d'inflation durablement beaucoup plus élevé, érodant ainsi le pouvoir d'achat de la monnaie. Dans le contexte actuel, cette crainte est excessive car le choc d'activité de la pandémie n'est pas résorbé et a conduit l'inflation vers de nouveaux plus bas historiques. A plus long terme, la question reste ouverte de savoir si ces nouvelles orientations de politique budgétaire

seront susceptibles d'encourager l'inflation après l'avoir combattue. L'histoire récente au Japon conforte aujourd'hui l'idée qu'il est possible d'augmenter la masse monétaire sans provoquer d'inflation (elle est restée très faible, avec une moyenne inférieure à un demi pour cent par an au cours de la dernière décennie). Ceci dit, il convient aussi de se rappeler que les régimes de forte inflation trouvent leur source dans des politiques trop expansionnistes. Nous ne sommes donc pas en mesure de totalement exclure ce scénario qui pourrait être déclenché par la continuation de programmes de relance, une forte baisse du dollar ou encore l'incapacité des gouvernements à réduire leurs dépenses ou à augmenter les impôts.

Le message envoyé aux marchés est que la politique monétaire américaine restera souple et flexible plus longtemps (« lower for longer ») puisque la Fed est prête à compenser une inflation plus faible que l'objectif en acceptant une inflation temporairement plus élevée. En outre, nous nous attendons à ce que d'autres banques centrales suivent cet exemple en adaptant leur objectif d'inflation (la Banque centrale européenne conduit actuellement la revue stratégique de sa politique monétaire dont les conclusions devraient être annoncées au 1er semestre 2021). La question centrale est de savoir si les anticipations d'inflation à long terme seront mieux ancrées autour de 2 % ? En théorie oui. En pratique nous réservons pour l'heure notre jugement tant l'inflation est restée faible ces dix dernières années, malgré la bonne tenue du marché de l'emploi.

Décisions d'investissement

L'« inondation monétaire » qui fait planer la crainte de dépréciation des devises est porteuse pour un certain nombre de classes d'actifs, comme l'or sur lequel nous restons haussiers. Pour sa part, le Franc suisse confirme son statut de valeur refuge (depuis le début d'année, le Franc s'est apprécié contre toutes les grandes devises) et nous estimons qu'il restera durablement recherché par les investisseurs. Pour finir, et dans le contexte décrit ci-dessus, les obligations chinoises domestiques offrent des perspectives intéressantes et font l'objet d'une recherche détaillée pour pouvoir s'y exposer. Pour les actions, nous continuons de recommander une exposition régionale diversifiée, y compris sur les émergents, l'Europe et le Japon qui offrent une exposition au cycle. Nous conservons notre préférence pour les sociétés de qualité, au bilan solide et aux modèles d'affaires concurrentiels.

Sébastien Gyger

Directeur des Investissements

+41 22 316 02 00

sebastien.gyger@parisbertrand.com

parisbertrand.com



Disclaimer

Le présent document a été préparé par Banque Pâris Bertrand SA, Genève, Suisse, ci-après dénommée « PB ».

Ce document ne doit être distribué que dans les conditions autorisées par la loi en vigueur. Il n'a aucun rapport avec les objectifs d'investissement spécifiques, la situation financière ou les besoins particuliers d'un destinataire. Il est publié uniquement à des fins d'information et ne doit pas être interprété comme une sollicitation, un outil financier connexe ou une offre d'achat ou de vente de titres.

Ce document n'est pas destiné aux personnes qui sont citoyens, domiciliés ou résidents, ou entités enregistrées dans un pays ou une juridiction où sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation violeraient les lois et réglementations en vigueur.

Aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est donnée concernant l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité des informations contenues dans ce document, qui ne se prétend pas non plus être un énoncé complet ni un résumé des titres, des marchés ou des développements qui y sont mentionnés. Les destinataires ne doivent pas le considérer comme un substitut à l'exercice de leur propre jugement. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont sujettes à modification sans préavis ou peuvent être contraires aux opinions exprimées par d'autres secteurs d'activité ou entités. En raison de l'utilisation d'hypothèses et de critères différents, PB n'a donc aucune obligation d'actualiser ou de maintenir à jour les informations contenues dans ce document. PB, ses administrateurs, dirigeants, employés et/ou clients peuvent avoir ou ont eu des intérêts, des postes longs ou courts dans les titres ou autres outils financiers mentionnés ici et peuvent à tout moment faire des achats et/ou des ventes en tant que mandataire principal. PB peut agir ou avoir agi en tant que teneur de marché dans les titres ou autres outils financiers décrits dans ce document. En outre, PB peut avoir ou avoir eu des relations avec ou peut fournir ou avoir fourni des services bancaires d'investissement, des marchés des capitaux et/ou d'autres services financiers aux sociétés concernées.

Ni PB, ni aucun de ses administrateurs, employés et/ou agents ne peut être tenu pour responsable de pertes ou dommages résultant de l'utilisation de tout ou partie de ce document.

Les investissements potentiels décrits dans ce document ne conviennent pas à tous les investisseurs et leur achat et leur détention comportent des risques importants. Les investisseurs potentiels doivent être familiarisés avec les outils présentant les caractéristiques de tels investissements et comprendre parfaitement les termes et conditions énoncés dans ce document qui s'y rapportent, ainsi que la nature et l'étendue de leur exposition au risque de perte. Avant de vous engager dans une transaction, il est recommandé de consulter vos conseillers juridiques, réglementaires, fiscaux, financiers et comptables dans la mesure où vous le jugez nécessaire pour prendre vos propres décisions en matière d'investissement, de couverture et de négociation.

Toute transaction entre vous et PB sera soumise aux dispositions détaillées de la fiche de conditions, des systèmes de confirmation ou des systèmes de rapprochement électronique relatifs à cette transaction. En outre, les investisseurs potentiels doivent déterminer, sur la base de leur propre examen indépendant et des conseils juridiques, commerciaux, fiscaux et autres qu'ils jugeront appropriés selon les circonstances, que l'acquisition de tels investissements (i) est pleinement compatible avec leurs besoins, leurs conditions et leurs objectifs financiers, (ii) est conforme et totalement cohérente avec tous les documents constitutifs, les politiques d'investissement, les lignes directrices, les autorisations et les restrictions (y compris vis-à-vis de sa capacité) qui leur est applicable, (iii) a été dûment approuvée conformément à toutes les lois et procédures applicables, et (IV) est un instrument qui leur est approprié, adapté et convenable.

Les performances antérieures ne sont pas nécessairement indicatives de rendements futurs. Les taux de change de la devise étrangère peuvent avoir une incidence défavorable sur la valeur, le prix ou le rendement d'un titre ou outil connexe mentionné dans cette présentation. Les clients souhaitant effectuer des transactions doivent contacter leurs représentants locaux. Des informations supplémentaires seront disponibles sur demande.

Il ne peut y avoir aucune assurance ou garantie que les rendements indiqués dans ce document seront atteints.

Dans le cadre de certaines informations sur les rendements, certaines hypothèses matérielles ont été utilisées. Ces hypothèses et paramètres ne sont pas les seuls qui auraient pu raisonnablement être choisis et, par conséquent, aucune garantie n'est donnée ni ne peut être donnée quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou le caractère raisonnable de tout rendement attendu. Aucune représentation ou garantie n'est donnée qu'une performance indicative ou un rendement indiqué sera atteint dans le futur. En outre, PB ne fait aucune déclaration ni ne donne aucune garantie, expresse ou implicite, quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou l'adéquation à des fins particulière de la méthode de calcul utilisée. En aucun cas PB n'assumera de responsabilité pour a) toute perte, dommage ou autre préjudice causé par ou lié à, en tout ou en partie, une erreur quelconque (par négligence ou autrement) de PB liée à la compilation, l'analyse, l'interprétation, la communication, la publication de cette méthodologie, ou b) tout dommage direct, indirect, spécial, consécutif, accessoire ou compensatoire, quel qu'il soit (y compris, sans limitation, le manque à gagner) dans les deux cas, résultant de la confiance ou résultant de ou liée à l'utilisation (y compris l'impossibilité d'utiliser) de cette méthode de calcul.

