

2021, un cru exceptionnel !

Qu'elle soit exprimée en termes d'inflation, de croissance, de soutiens politique et monétaire ou de performances boursières, l'année 2021 peut être qualifiée d'extraordinaire.

Alors que 2022 prend le relais, se pose inévitablement la question des conséquences d'une certaine normalisation (ou d'une normalisation certaine) de ces mêmes paramètres.

Le retour de l'inflation...

L'inflation fait sa grande réapparition et semble désormais solidement installée dans plusieurs économies occidentales.

Longtemps qualifiée de « temporaire », l'inflation a d'abord été limitée aux États-Unis avant de s'étendre dans des proportions depuis longtemps inégalées. En novembre, le taux annuel atteignait en effet 6,8% outre-Atlantique (voir graphique ci-après) et près de 5% dans la zone euro.



Le redémarrage impressionnant de l'activité économique post-confinement, les problèmes d'approvisionnement qui en ont découlé, la hausse des prix de l'énergie et d'un nombre important de matières premières expliquent en grande partie ce retour tonitruant d'un phénomène qui avait quasiment disparu des radars depuis plusieurs décennies.

L'inflation s'est finalement révélée être beaucoup plus élevée et bien plus durable que certains l'avait anticipé. Parmi ces derniers « prédicateurs », le président de la **Réserve fédérale américaine (FED)** Jerome Powell, qui a bien dû se résoudre, en décembre dernier, à supprimer le terme de « temporaire » pour qualifier la hausse actuelle des prix.

Dans ce même discours, il a également d'ores et déjà annoncé le retour à une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis dès les premiers mois de 2022.

En Europe, la **Banque centrale européenne (BCE)** a également annoncé à mi-décembre l'allègement de son dispositif de soutien à l'économie.

Convaincue cependant d'une stabilisation à court/moyen terme du phénomène inflationniste, elle s'est toutefois refusée à planifier une éventuelle hausse des taux ; Mme Lagarde répétant même qu'un resserrement des vannes du crédit serait « très improbable » pour 2022.

Un tel aveuglement des autorités monétaires européennes nous paraît pour le moins téméraire ; ne serait-ce qu'au regard du dernier chiffre sur le sujet en notre possession à l'heure de rédiger ce commentaire, celui de l'inflation espagnole qui a atteint 6,7% en décembre, son niveau le plus élevé depuis mars 1992 !

Et il est depuis longtemps évident que tant que la BCE ne bouge pas davantage, notre **Banque nationale Suisse (BNS)** ne peut strictement rien faire ; au risque de se faire apprécier un franc suisse déjà largement « surévalué » selon ses propres termes.

...et celui de taux d'intérêt plus élevés

Nous l'écrivions en janvier 2021 et l'avions répété en juillet...

« Croire que les taux d'intérêt (et l'inflation), si bas depuis si longtemps, ne sont pas près de remonter est un pari risqué selon nous. Et, en même temps, croire que la dette n'est pas un problème car les États peuvent emprunter gratuitement ou presque est aussi une gageure sur laquelle il vaut mieux ne pas trop miser. Les trillions injectés durant cette crise du COVID devront économiquement et financièrement avoir un impact tôt ou tard sur l'inflation. Ce sont donc les taux d'intérêt qui vont sans doute sonner la charge. Aux États-Unis tout d'abord avec des Treasury Notes à 10 ans qui pourraient flirter avec le niveau de 1.5%... »

Et c'est exactement ce qu'il s'est passé !

Certes, la réaction des marchés obligataires à cette hausse plus conséquente et plus durable de l'inflation est encore modeste et contenue. Cependant, la tendance est là et elle est bien installée. Pour s'en convaincre il suffit d'observer les deux graphiques à suivre.

Ainsi, le taux de référence mondial en la matière (celui des obligations du gouvernement américain à 10 ans) est passé de 0.4% en mars 2020 au plus fort de l'incertitude pré-pandémique à près de 1.5% aujourd'hui, en titillant même les 1.7% au printemps et en automne derniers (voir le graphique au verso).



Même scénario en Suisse. La référence helvétique, l'emprunt à dix ans de la Confédération, reste certes en territoire négatif (-0.15% à fin décembre 2021), mais il est en hausse « constante » depuis près de deux ans. Ainsi, après avoir enfoncé un plancher de -1.1% au milieu de l'été 2019, il a régulièrement progressé et même tenté de dépasser l'équilibre (0%) en novembre dernier (voir le graphique ci-après).



Les taux d'intérêt remontent, c'est donc une évidence. Ces hausses auraient pu être encore plus marquées. En effet, en se basant sur les excellents chiffres de croissance (voir nos propos à venir), mais surtout en regard de cette inflation plus importante et plus durable qu'escomptée, le taux des bons du Trésor américain à 10 ans aurait même dû largement dépasser les 2%. Il n'en a cependant rien été !

Et encore une fois, toute l'économie de la dette (et celle des actifs risqués) peut en l'occurrence remercier les banques centrales pour leurs efforts inconditionnels (même si peut-être un brin « déraisonnables ») en vue de contenir une hausse des taux d'intérêt néfaste à une forte reprise génératrice d'investissements, de consommation et d'emplois.

Dans ce cadre, les banques centrales ont toujours temporisé et rappelé leur engagement à maintenir des politiques monétaires « accommodantes » pour tolérer finalement une inflation qui dépasserait leur objectif.

n.b. La plupart des banques centrales (y compris la BNS) doivent viser un taux d'inflation proche de 2% et prendre les mesures nécessaires pour que celle-ci ne dépasse durablement ce niveau !

Nous l'écrivions également en juillet dernier :

« L'inflation est un poison à ne pas négliger. Elle ampute non seulement les rendements nominaux (ce qui est déjà le cas pour les rendements obligataires) mais peut se révéler être un danger pour d'autres classes d'actifs très (trop ?) fortement valorisées comme le secteur immobilier ou certains pans des marchés d'actions ; notamment les valeurs présentant un ratio cours-bénéfices très (trop ?) élevé.

L'économie est faite de cycles et ceux-ci n'ont pas disparu. L'inflation comme un des éléments centraux de ladite économie n'échappe pas à cette succession de phases, à cet enchaînement de hauts et de bas.

Après avoir quasiment disparu des radars pendant de longues années, elle se rappelle à notre bon souvenir et nous obligera tôt ou tard à raisonner différemment d'un point de vue financier et boursier.

En d'autres termes, Il serait à notre avis raisonnablement l'heure de siffler la fin la récréation et de mettre un terme à plus d'une décennie de taux bas, voire négatifs, qui n'ont plus lieu d'être.

Il est selon nous illogique et à quelque part insensé de poursuivre cette hyper-générosité monétaire qui profite avant tout à des processus de surendettement public et privé dangereux et conduit à un contexte de survalorisations immobilières et boursières tout aussi risquées.

Des soutiens colossaux...

En complice des banques centrales et au moyen de politiques budgétaires hors-normes, les gouvernements n'ont pas non plus ménagé leurs efforts (souvent conjoints) pour soutenir à n'importe quel prix (et c'est le cas de le dire !) le processus de relance économique. En effet, force est de constater que les principales économies de la planète n'auraient pas pu retrouver leur niveau d'activité d'avant-crise en un temps si court, si elles n'avaient pas bénéficié de toutes ces mesures de soutien exceptionnelles.

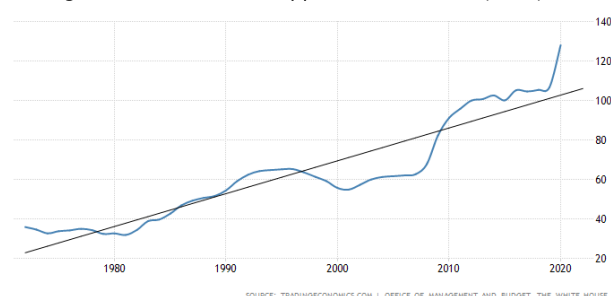
Les autorités politiques et monétaires ont ainsi dépensé plus de USD 32 000 milliards entre les printemps 2020 et 2021. À elles seules, les principales banques centrales ont versé durant cette période USD 850 milliards par heure dans l'économie mondiale.

Les Etats-Unis n'ont pas hésité à utiliser « l'hélicoptère monétaire » en distribuant des chèques de 1'400 dollars à des millions d'américains. Un plan à lui seul de près de 400 milliards de dollars, dont une partie est certainement venu gonfler la spéculation boursière, cryptomonnaies en tête.

En octobre dernier, le premier ministre français arrosait aussi largement ses électeurs en annonçant le versement à 38 millions de Français d'une « indemnité inflation » de 100 euros, pour un coût facile à calculer de 3,8 milliards d'euros. Cette somme s'ajoutant au coût du gel du prix du gaz (1,2 milliard d'euros) et de celui de l'électricité (5,9 milliards d'euros).

Et quand on connaît les échéances électorales à venir ce printemps (élection présidentielle française) et cet automne (élections de mi-mandat aux USA) ; on peut sereinement imaginer que ladite « complaisance » politique (et monétaire) a de beaux jours devant elle...

USA : évolution au cours des 50 dernières années de la dette gouvernementale en rapport à celle du PIB (en %)



Les états et les banquiers centraux ont peut-être joué les apprentis sorciers. Ils ont tenté une expérience sans précédent : compenser, au franc près, les effets de la crise économique.

Du « jamais vu » ! Et même du « jamais imaginé » qui a dopé la croissance économique et avec elle la plupart des actifs mobiliers et immobiliers.

...Favorisant une croissance économique vigoureuse...

L'économie mondiale a progressé au rythme soutenu de près de 6% en 2021. Un chiffre qui contraste avec l'évolution négative de 2020. Comme nous l'avons vu plus haut, cette forte croissance est surtout le fruit du soutien colossal déployé par les autorités monétaires et politiques depuis l'éclatement de la crise sanitaire.

Accélérée par le déconfinement, la forte demande en biens de consommation a poussé les chaînes de production et d'approvisionnement au-delà de leurs capacités. La reprise a ainsi subi quelques à-coups durant l'année au gré des goulets d'étranglement, des hausses des prix de l'énergie et, bien sûr, de la pandémie. De la résolution de ces problématiques dépendra en partie la vigueur de la croissance en 2022.

Cependant, au vu des dernières publications trimestrielles des entreprises quant à la marche de leur affaires (en termes de croissance et de rentabilité), nous demeurons raisonnablement convaincus que l'expansion économique devrait se confirmer l'an prochain et ce, même dans le contexte inflationniste et de resserrement monétaire évoqué ci-dessus.

Un risque de croissance plus faible à court terme ou dans certains secteurs spécifiques (plus exposés à la pandémie de coronavirus) peut être envisagé ; sans toutefois remettre en cause une expansion globale solidement installée, ne serait-ce que par le sacro-saint soutien inconditionnel des banques centrales et des gouvernements au développement des actifs risqués.

...Et portant les bourses à des niveaux records

Dans l'environnement que nous venons de décrire, l'évolution des marchés a pris des allures de cas d'école. L'année 2021 restera ainsi dans les annales comme un « cru exceptionnel », une année boursière hors-normes.

Soutenues par une croissance retrouvée grâce à des plans de relance ubuesques et des taux d'intérêt artificiellement bas, les actions ont fortement progressé, presque de manière linéaire durant le premier semestre, avant d'évoluer plus irrégulièrement en deuxième partie d'année, là encore soumises à des pressions inflationnistes « inattendues » et au retour de la pandémie au premier plan des préoccupations. D'autres classes d'actifs ont également occupé le devant de la scène, à commencer par les matières premières qui ont, elles, bénéficié du rebond de l'activité et des prix à la consommation.

A contrario, les tensions sur les taux longs ont freiné voire péjoré la performance des obligations ou encore de l'immobilier coté.

Performances des indices d'actions en 2021 (en CHF)

Suisse	SMI	20.3%
	SMIM	20.2%
Europe	EURO STOXX 50	14.8%
Allemagne	DAX	10.6%
France	CAC 40	22.8%
USA	Dow Jones	22.4%
	NASDAQ	26.1%
Japon	NIKKEI	-2.4%
Hong Kong	Hang Seng	-11.9%

Quelques autres faits marquants de 2021

- L'essoufflement de la croissance chinoise, sur fond de pénuries d'électricité et de crise immobilière mais aussi...
...La volonté de « reprise en mains » politico-idéologique des autorités chinoises, dont les effets se sont clairement faits sentir sur des pans entiers de nos économies occidentales, le secteur du luxe et des jeux vidéo en tête.
- La surperformance des valeurs énergétiques « classiques » liées aux hydrocarbures face aux actions de l'énergie verte (photovoltaïque, éolien, hydrogène, etc.).
- Le coup d'envoi officiel du concept « métavers » et l'explosion des valeurs NFT ; ou quand les géants de la technologie (surtout américaine) imaginent un « demain » encore plus virtuel.
- La difficulté de prédire...
...La moyenne des analystes prévoyait en effet que l'indice des actions américaines (S&P 500) finirait l'année à 4'035 points. Il a clôturé l'autre jour à 4'766 points, soit en réalité 18% plus haut que lesdites prédictions.
- La difficulté de choisir...
...Jamais le marché n'a été aussi dépendant de quelques titres puisque seules 5 valeurs du même S&P 500 expliquent environ 35% de sa performance totale en 2021.

Pour conclure...

Au risque de nous répéter, il faut encore une fois avouer que c'est avant tout cette alchimie entre taux bas, politique monétaire accommodante, croissance économique dopée (pour ne pas dire « droguée ») par des plans de relance de plus en plus non conventionnels qui a permis d'atteindre de tels records sur nombre de marchés financiers.

La crise du coronavirus n'a pas d'origine structurelle. Mais en soutenant ainsi l'économie par des mesures aussi fortes et d'une durée aussi longue, les états dépassent allègrement le niveau de l'aide conjoncturelle et modifient inévitablement la structure même de notre économie. Ils le font par le biais le plus facile d'accès mais également le plus délicat pour ne pas dire le plus dangereux : le biais financier.

L'évolution des marchés boursiers au cours des prochains mois dépendra, selon nous, de savoir quelles sont les conséquences d'une normalisation (ou non) des principaux paramètres longuement évoqués dans ce commentaire, à savoir :

- L'inflation et donc le niveau des taux d'intérêt...
- La croissance économique et donc le niveau des bénéfiques (et des marges) des entreprises...
- Les politiques monétaires, budgétaires, fiscales et tous les autres moyens utilisés par les pouvoirs politiques et monétaires en place pouvant influencer les deux premiers paramètres ci-dessus.

2022 ne pourra certainement pas être aussi exceptionnelle que 2021 ! Non seulement parce que l'effet de rattrapage lié au grand déconfinement s'estompe, mais aussi car l'impact des mesures de relance sera plus nuancé. De plus, les composantes appelées à prendre le relais comme futur soutien à la croissance de l'économie mondiale, soit les dépenses des ménages et l'investissement des entreprises, ne peuvent évidemment pas déployer la même force que les milliers de milliards injectés par les autorités monétaires et politiques.

Pour se prémunir au mieux des risques évoqués tout au long de ce commentaire, nous préconisons de miser sur des secteurs d'activités capables de répercuter la hausse des prix des matières sur les consommateurs. C'est notamment le cas de l'industrie du luxe ou encore des valeurs pétrolières qui profitent elles-mêmes de la hausse du prix du pétrole pour investir massivement dans les énergies renouvelables.

Mais il conviendra surtout de miser sur des entreprises qui affichent une croissance de qualité, capable de créer durablement de la valeur ; c'est-à-dire d'assurer, sur la durée, un retour sur leur investissement supérieur à leur coût du capital. Ces sociétés, des leaders dans leur domaine, sont à même de surperformer le marché sur le long terme, car finalement c'est toujours la qualité qui compte et qui paie.

Dans ce cadre, il est prouvé que les sociétés suisses sont, avec les entreprises américaines, celles qui créent le plus de valeur dans le monde.

C'est ce qui nous convainc une fois de plus de notre philosophie d'investissement et à répéter ce que nous écrivions il y a juste une année...

Dans un tel environnement, notre stratégie d'investissement continuera de privilégier les actions d'entreprises de première qualité à croissance bénéficiaire visible, au bilan solide et au modèle d'affaires concurrentiel.

Notre philosophie « Buy & Hold » relativement défensive et notre approche davantage axée sur la « valeur » (Value Investing) que sur la « croissance » a toujours fait la part belle à ce genre de société de qualité. Nous nous en félicitons encore une fois à l'issue de cette année si difficile en termes de sélectivité des placements en actions.

Pour les mois à venir, nous privilégions encore et toujours cette même approche « Value » qui a largement fait ses preuves à long terme et nous maintenons notre biais domestique fort en surpondérant les grandes actions suisses du SMI et une sélection de valeurs secondaires helvétiques de première qualité.

Avec nos meilleures salutations et nos sincères vœux pour une excellente année 2022.

Adequaris Finance
Pascal Reynaud, 4 janvier 2022