

Outlook 2021

28.12.2020



Outlook 2021. Not to be forwarded. For professionals only. For personal use only!

Outlook 2021 : Collision Course

Comme toutes les années, je vais parcourir la Géopolitique, la Global Macro et les classes d'actifs afin de déterminer la stratégie d'investissement pour l'année à venir.

Comme chaque année, je tiens à préciser que ce document est une photographie du passé et une projection au moment de son écriture, ce qui signifie qu'elle évoluera dans le temps pour s'adapter.

Ce document a toujours été écrit selon le même schéma : répondre aux principales questions que devront se poser tout investisseur pour naviguer sur les eaux tumultueuses de 2021.

Votre scribe écrivant tous les jours à travers le Global Macro Insight, votre scribe ira droit au but.

Quels sont les principales questions que devront se poser les investisseurs :

1. Global economic growth: Rapid catch up (effective vaccines?) or "Groundhog Day" infection?
2. Biden: Post-Trump Era complete shift or simple transition? The USA are back in the game? (Dollar? US equities? Govies? Overweight?).
3. China: The new leader or the eternal second? Taiwan? Xi Jinping target (double the GDP, decarbonization)?
4. Liquidity Binge: MMT or Reset? Good for all assets including Private Equity?
5. Inflation: the awakening of the tiger?
6. Bonds/Equities: Crossroad or Collision course? Still, need to be Barbell?

Votre scribe estime que nous pouvons également avoir 6 sous-thèmes qui façonneront une grande partie de nos futures thématiques et le positionnement de notre GTO, vous les retrouverez en filigrane à travers ce document :

1. Uneven recovery
2. Policy Challenges
3. Rising debt burdens
4. Digital Transformation
5. Environmental impact
6. Social Trend

1 – Global economic growth: Rapid catch up (effective vaccines?) or “Groundhog Day” infection?

Pour le consensus, la reprise sera effective en 2021, et la forme de ce retour à la normal étant en forme de V, selon le même consensus. Goldman parle même d'un « bull run 2021 » ...

Votre scribe ne souscrit pas à cela pour plusieurs raisons (au moins au début de l'année) :

- Les politiques économiques et sanitaires reposant uniquement sur un « all-in » finissent toujours mal : all-in sur les banques centrales et all-in sur les vaccins, deux exemples parmi tant d'autres.
- Comme l'OCDE l'a anticipé, le rythme de la reprise sera plus lent que prévu. Votre scribe souscrit à une reprise en forme de racine carrée.
- Déjà, certaines banques centrales commencent à parler de normalisation (comme la PBOC par exemple ou certaines banques centrales du nord de l'Europe).
- Beaucoup de prévisions dépendront de la gestion de la pandémie de Covid.
- Les marchés ne tiennent plus compte des fondamentaux macroéconomiques :
 - o M2 aux USA sur un niveau record, mais sa vélocité s'est effondrée
 - o Le PIB et la consommation en nominal ne sont pas encore au niveau de 2019.
 - o Des indicateurs, comme le Citigroup US Economic Surprise Index, n'arrivent toujours pas à se redresser alors que le S&P500 atteint des plus hauts historiques.
 - o Les ratios de dette/PIB mondiale et de capitalisation boursière mondiale/PIB mondial sont sur des niveaux record et largement au-dessus de ceux de 2000 et de 2008.

Le 3 décembre, votre scribe a écrit un Global Macro Insight s'intitulant « What if... ». Ils étaient au nombre de 6 :

- « What if » les plans économiques prévus ou annoncés n'arrivaient pas à temps pour des raisons politiques ?
- « What if » les banques centrales passaient leur tour en décembre ?
- « What if » les « bons » chiffres économiques, publiés récemment, cachaient certaines fissures ?
- « What if » les vaccins ne trouvaient pas leur public ?
- « What if » la Chine répliquait ?
- « What if » les conditions géopolitiques autour de l'Iran ou de Taïwan dérapaient ?

Et ces conditionnalités vont rendre le début de l'année problématique :

- Les banques centrales ont timidement répondu à l'appel des marchés en augmentant la durée de leurs programmes de rachat d'actifs, mais sans en accélérer le rythme, quid des réunions de janvier.
- Le Brexit est signé, mais pas encore ratifié, or son étude prendra deux mois à compter du 1^{er} janvier. Il est à souhaiter que les parlements des états membres ne soient pas consultés...
- Le plan européen de 750Mds€ n'est toujours pas enclenché.
- Le plan américain est enfin débloqué... Mais, Larry Summers (un démocrate) a déjà déclaré que c'était une erreur en parlant de la demande de Trump d'augmenter à 2000\$ l'aide aux Américains.
- La Chine menace de répliquer à la perpétuelle pression de l'administration Trump. Après les Tariffs, c'est au tour des sociétés chinoises, soient cotées aux USA, soient ayant un lien présumé avec l'armée chinoise (PLA).
- Si Biden est prêt à renégocier un accord nucléaire avec l'Iran, la situation politique instable d'Israël peut poser un problème. Mais surtout, les craintes de votre scribe se concentrent sur Taïwan.
- Enfin, les vaccins et le faible taux d'adoption dans certains pays.

Nous allons nous arrêter sur le dernier point. En effet, si les années 70 étaient marquées par de perpétuels Stop&Go des banques centrales, n'arrêtant de pas de baisser ou de monter les taux tous les trimestres, c'est au tour de la politique sanitaire d'effectuer ces Stop&Go.

La nouvelle technologie des vaccins et leur rapide mise sur le marché ont éveillé des doutes jusque dans les rangs des effectifs des services de santé.

Les effets secondaires passés sous silence à leur début et la complexité de la chaîne logistique n'ont rien arrangé. Des USA à la Chine, la population reste divisée sur la vaccination et les gouvernements craignent de la rendre obligatoire.

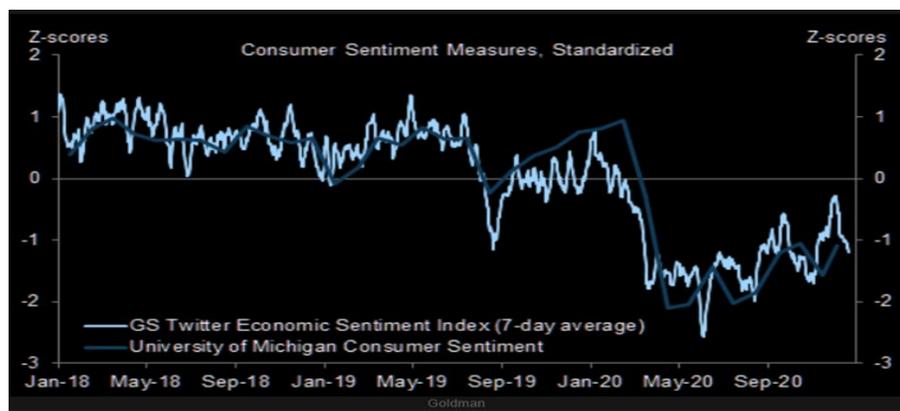
Les nouvelles souches de ce virus laissent planer des doutes sur l'efficacité de ces vaccins sur le long terme, alors qu'il faudrait un minimum de 70% à 80% de la population vaccinée pour espérer atteindre une immunité collective.

En cette fin décembre, de nombreux pays reconfinent, le Japon interdit à tout étranger d'entrer sur son sol, et même la Chine évoque le retour de clusters. Globalement, de nombreux secteurs économiques resteront complètement fermés jusqu'au 20 janvier.

Malgré les liquidités amassées, il semble que les consommateurs aient déjà compris que les actions de banques centrales et la volonté des plans gouvernementaux n'ont fait que repousser certaines échéances sans résoudre les problèmes de fonds.



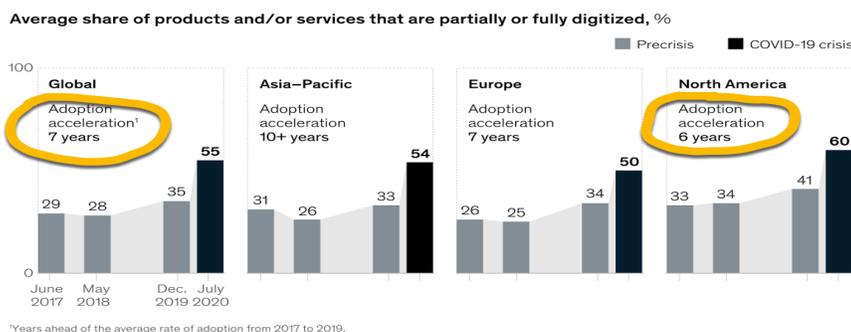
Le symbole de cette situation ubuesque réside dans la dichotomie entre les conditions monétaires les plus accommodantes de l'histoire, alors que les conditions d'obtention de crédits n'ont fait que de se resserrer.



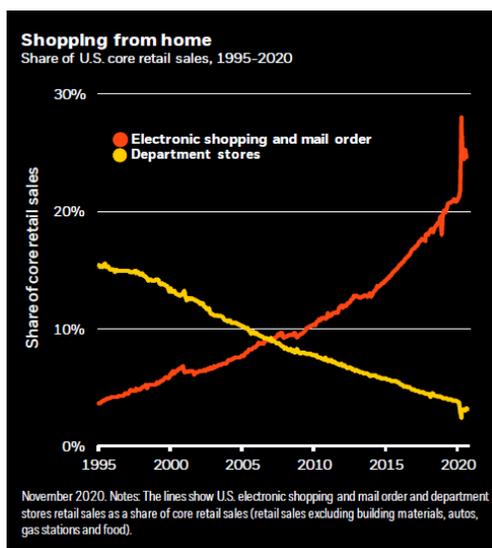
La stratégie du « all-in » peut fonctionner avec les humains, mais un virus n'a pas d'état d'âme, il ne fait que suivre le chemin de son évolution sans se préoccuper du reste.

Si sur le plan écologique, le fait de miser sur le tout électrique n'est pas la solution viable sur le long terme, il en va de même pour toute politique sanitaire uniquement centrée sur les vaccins, sans faire évoluer en parallèle ni les tests, ni les médicaments...

Nous aurons une reprise, mais elle sera plus chaotique sur le plan économique et social que celle dépeinte par la hausse des cours des actifs financiers. La digitalisation à marche forcée de nos économies va laisser des traces socialement tant les mouvements ont été violent comme en témoignent les deux graphiques suivants.



McKinsey & Company



La reprise devrait donc être en forme de racine carrée avec un risque de se transformer en W si les vaccins déçoivent.

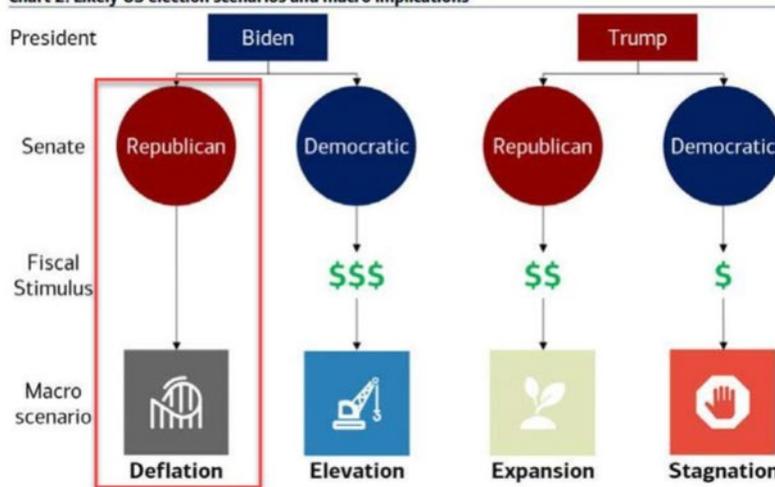
L'infection que subit l'économie mondiale ne semblerait pas s'évanouir aussi vite que les stratégestes ne l'anticipent.

2 – Biden: Post-Trump Era = complete shift or simple transition? The USA are back in the game? (Dollar? US equities? Treasuries ? Overweight ?).

Les Européens ne comprennent toujours pas que le régime politique américain est parlementaire et non présidentiel. Ceci veut dire que les élections sénatoriales du 5 janvier sont quasiment aussi importantes que l'élection présidentielle de novembre dernier.

La crainte d'une déflation est déjà intégrée et la moindre taille des stimulus fiscaux pourrait porter le dollar à la hausse.

Chart 2: Likely US election scenarios and macro implications



Source: BofA Research Investment Committee

Si le Tea-party a fait implorer le parti Républicain, le courant mené par Bernie Sanders pourrait faire implorer le camp Démocrate. En effet, la majorité en siège du camp Biden est mince (29 sièges) à la Chambre des Représentants et nous ne savons toujours pas si les Républicains pourront garder le contrôle du Sénat.

Sur certains dossiers, les démocrates pourraient devoir faire des concessions aux clans les plus extrêmes, provoquant une réaction importante des marchés financiers.

Pour répondre à la question posée, nous aurons une transition plus qu'une révolution politique. C'est le congrès (avec la majorité démocrate à la Chambre) qui a voté les

ventes d'armes à Taïwan, le plan pour bannir Huawei et surtout, c'est le Congrès qui a voté les Tariffs sur les importations chinoises...

La seule certitude est que les Etats-Unis sont de retour dans la partie et la géopolitique sera au service de l'économie, et inversement. Ceci est la base du concept géopolitique de votre scribe : la verticalisation.

Pour schématiser où en sont les Etats-Unis, et une partie du monde, il faut faire le parallèle avec les années 70. D'ailleurs sur le plan générationnel, nous allons vivre également un séisme démographique avec les Milléniaux remplaçant les Baby-boomers...

Les années 70	Maintenant
Géopolitique	
<p>La période fut l'apogée de la guerre froide. Le monde sortait du printemps de Varsovie, de l'affaire des missiles russes à Cuba, la Guerre du Viêtnam faisait rage, les Khmers Rouge faisait régner la terreur au Cambodge. La Chine est la grande absente de la scène internationale.</p> <p>Les pays du Golfe utilisent le pétrole comme arme géostratégique et plongent l'occident dans une vague de crises économiques.</p>	<p>Les tensions géopolitiques sont aussi à leur apogée. Les USA craignent que la Chine envahisse Taïwan ; l'Iran et la Corée du Sud donnent libre cours à leur programme nucléaire ; le nombre de dirigeants populistes a atteint un record.</p> <p>Nous n'avons pas le même interventionnisme militaire que dans les années 70, mais les Tariffs ont initié le même genre de tensions géopolitiques. Sans oublier, la guerre en Syrie et ses mouvements de population.</p> <p>La place de la Chine est l'une des seules vraies différences. Elle remplace l'URSS dans l'échiquier de la tension bipolaire des années 70.</p>
Politique US	
<p>Nixon, menteur compulsif, se fait réélire, mais le Watergate provoque son « impeachment ».</p>	<p>Le président actuel pourrait se faire réélire et tomber sous le coup d'un impeachment lancé par l'Attorney General de New York...</p> <p>In fine, il n'est pas réélu, mais les observateurs politiques américains sont tendus tant il semble s'accrocher à son siège.</p>



Sociologie	
<p>Ces années sont marquées par des affrontements ethniques aux USA. Le KKK s'attaque à la communauté noire (bombes dans les écoles par exemples).</p> <p>Le mouvement Black Panther cristallise la revendication de la minorité noire aux USA. Il détourne un avion en 1972.</p> <p>La « peur rouge » distillée par le maccarthysme des années 50 est encore présente, des étudiants sont abattus sur des campus par la police.</p> <p>Les débuts de l'informatique permettent un fichage de la population à grande échelle, déployant le système mis en place par Hoover.</p> <p>IBM a 10 ans en 1971 et les premiers serveurs apparaissent posant la problématique de l'interaction homme/machine.</p> <p>En parallèle, le mouvement écologiste prend son essor. Cela marque le début de la lutte contre le nucléaire et les manifestations plus ou moins violentes pour un monde plus écologique.</p> <p>Émancipation de la femme. Les mouvements féministes prennent leur essor.</p>	<p>De nombreuses revendications du Black Panther Party sont encore d'actualité et sont reprises par le mouvement Black Lives Matter.</p> <p>Les suprémacistes blancs s'exposent sans problème en public. Les manifestations interraciales font souvent des morts.</p> <p>La peur de la Chine est distillée par le pouvoir en place. Nous sommes passés de la « peur rouge » au « péril jaune ».</p> <p>Facebook devient le logiciel de fichage et de traçage qu'Hoover aurait adoré. En plus, il est alimenté par la population, et de plein gré...</p> <p>L'IA se développe à grande vitesse posant la problématique de l'homme augmenté et de la place de l'homme dans une nouvelle société ubérisée et robotisée.</p> <p>Le mouvement écologiste connaît un renouveau et prend une place importante en politique. Le réchauffement planétaire agit comme un catalyste pour la décarbonisation.</p> <p>Le mouvement MeToo prend naissance et la parole des femmes se dote d'organisations et d'armes juridiques.</p>
Economie	
<p>Les divers chocs pétroliers provoquent des crises économiques à répétition. Ceci génère des événements inflationnistes importants.</p>	<p>Le Covid a provoqué un choc économique sans précédent, mais la guerre commerciale entre les USA et le reste du monde avait déjà préparé le terrain.</p>



Au cœur du désarroi dans de la politique monétaire dans les années 70 se trouvait la tendance d'une banque centrale comme la Réserve fédérale à poursuivre une politique monétaire « Stop&Go ».

La politique monétaire était une conséquence de la tendance d'une banque centrale à être sensible au changement d'équilibre des préoccupations publiques entre inflation et chômage. La FED stimulait l'emploi dans la phase « Go » du cycle jusqu'à ce que le public s'inquiète de la montée de l'inflation.

Ensuite, une politique de taux d'intérêt agressive lançait la phase « Stop » du cycle pour faire baisser l'inflation, tandis que le taux de chômage augmentait avec un certain décalage. Le soutien public aux augmentations des taux d'intérêt s'évaporait une fois que le taux de chômage commençait à augmenter, il était donc politiquement difficile d'inverser un taux d'inflation élevé.

Ces années ont posé les bases des politiques de baisses de taux que nous connaissons. Elles ont marqué le début du rallye obligataires des années 80 à nos jours.

Si les banques centrales sont omnipotentes en raison des politiques monétaires accommodantes, elles sont dans la même situation difficile quant à inverser leurs politiques monétaires.

Les marchés financiers ont remplacé les préoccupations publiques, mais elles sont toujours aussi dépendantes de considérations non-monétaristes.

La lutte contre la déflation a remplacé la lutte contre l'inflation de l'époque, ce qui veut dire que nous pourrions revenir dans un environnement inflationniste, difficilement contrôlable en cas de « succès » ... D'ailleurs le panier de référence mesurant l'inflation est biaisé, car il n'inclut pas les frais de santé et scolaire, ainsi que les loyers...

Le passage en taux négatif provoque maintenant un certain désarroi, posant la question d'une nationalisation complète de la finance mondiale, ou d'un arrêt du « bull market » obligataire (ce qui veut dire la fin de la baisse perpétuelle des taux) initié à la fin des années 70.

Mais le « Stop&Go » monétaire est remplacé par les atermoiements des politiques sanitaires libérant puis confinant alternativement les économies...

(Source GMI – 02/09/2020)

A la sortie des années 70, les USA sont devenus la première puissance mondiale et la décennie à venir ne verra uniquement la Chine venir challenger cette position, et aucun autre pays.

Par conséquent, les actions américaines sont à privilégier, mais pas en « long only » en raison de l'extravagance des valorisations de certains groupes technologiques et



de la concentration de ces valeurs dans les indices actions. Cette relative prudence ne convient qu'en début d'année.

La difficulté à passer des plans de soutien à l'économie ne doit pas être minorée. 17 millions d'Américains ne sont pas à jour dans le paiement de leurs frais immobiliers (loyers ou emprunts) et 33% pourrait perdre leur logement sur les deux prochains mois...



La problématique principale des marchés des actions aux Etats-Unis réside dans les attaques tant des régulateurs que des parlementaires envers les FANG.

Dans un monde où les budgets sont ravagés par la crise du Covid, il faudra bien aller chercher l'argent quelque part...Or le poids des FANG dans les indices est énorme.

La FED va devoir gérer un mur d'échéances obligataires, en plus du mur de dettes de compagnies zombies qu'elle tient à bout de bras. Il faut privilégier les échéances obligataires courtes et être sélectifs dans le High Yield.

Le dollar subit une pression énorme en raison de la quantité de positions « short » quasi-historique. Cependant, il n'est pas assuré que les Démocrates puissent contrôler le Sénat, ce qui réduira la portée des futurs plans fiscaux.

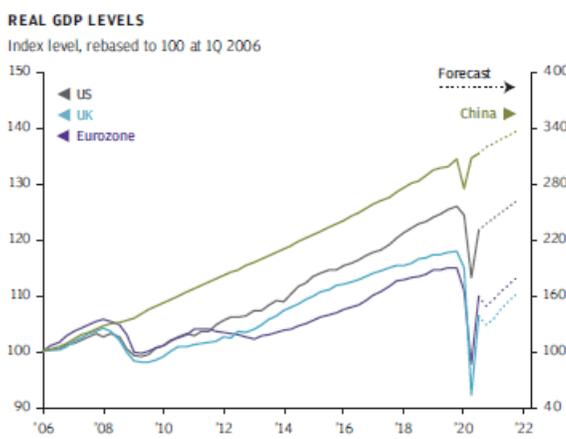
De plus, la FED ne peut pas aussi bien contrôler le dollar que ses marchés obligataires et actions. Si elle veut poursuivre sa politique accommodante, elle ne peut pas se permettre un choc inflationniste provoqué par une chute du dollar, par exemple, surtout si c'est le Yuan qui en bénéficie.

Cette vision d'un arrêt momentané de la baisse du dollar va poser la question de l'allocation sur les pays émergents.

3 – China: The new leader or the eternal second? Taiwan? Xi Jinping’s targets (double the GDP, decarbonization)?

La Chine est la grande gagnante de cette année 2020. Elle présentera la seule économie à pouvoir afficher un PIB positif dans cette année frappée par la crise du Covid, et la balance commerciale avec les USA n’aura jamais été aussi excédentaire.

Exhibit 9: China's bounceback has been extraordinary



Source: BEA, Bloomberg, Eurostat, National Bureau of Statistics of China, ONS, J.P. Morgan Asset Management. Forecasts are from Bloomberg contributor composite. Data as of 17 November 2020.

En fait, la Chine a fini le travail commencé par les Etats-Unis, c’est-à-dire l’effacement partiel de l’Europe d’une grande partie de l’échiquier tant géopolitique que technologique.

Sur le plan géopolitique, la Chine a pris la place de l’Europe et en Asie, elle tentera d’imposer sa présence. Pékin réfléchit à une refonte radicale du comité électoral qui choisit le directeur général de Hong Kong en supprimant les 117 sièges susceptibles d’être contrôlés par les conseillers de district de l’opposition pour anéantir leur influence dans la course à la direction de 2022.

La flotte américaine devient de plus en plus « invasive », du moins plus visible, en mer de Chine. Le ministre chinois des Affaires étrangères a averti l’administration Trump d’arrêter la politique actuelle visant les groupes chinois et russes.

Taiwan est le point de friction entre les deux géants. L'île possède un joyau, TSMC. La crise du Covid, et surtout la guerre commerciale de Trump, ont mis en évidence un trou béant dans la souveraineté de la Chine au sein de sa Supply Chain technologique. Or, le groupe TSMC peut à lui tout seul le combler.

L'objectif de doubler le PIB est logique tant le retard de la Chine en termes de PIB/habitants reste conséquent vs les Etats-Unis. La décarbonisation est un axe politique, mais également un besoin vital, tant le pays est frappé par les changements climatiques.

L'énorme barrage des Trois Gorges de la Chine était sur la bonne voie, le 20 août 2020, pour atteindre des niveaux d'eau records alors que des pluies torrentielles ont provoqué de fortes inondations en amont sur le fleuve Yangtze. La Chine a payé un coût élevé d'au moins 29Mds\$. Les inondations ont touché près de 70 millions de citoyens chinois dans 28 provinces.

En raison du principe de Thucydide, la place de la Chine ne peut se concrétiser sans tension sur le plan géopolitique. Cependant, si elle arrive à gérer la problématique de son secteur immobilier, la prochaine décennie pourrait bien lui être favorable, supportée également par la vigueur économique des pays asiatiques.

Pour votre scribe l'immobilier chinois est le collatéral de la croissance de son PIB. Ce secteur compte pour 60% des actifs des ménages chinois et 58% des milliardaires dans ce secteur sont de l'Empire du Milieu.

Pour le moment, Hong Kong concentre tous les risques sur le plan immobilier et les autorités ne cessent de réguler le secteur afin de contraindre les promoteurs à plus de rigueur quant au financement des projets. L'année 2020 marque d'ailleurs la première baisse des prix depuis 12 ans...

Politiquement et économiquement, ce secteur ne peut pas, et ne doit pas tomber. Beijing fera tout ce qu'il faut pour le maintenir debout.

Concernant les obligations, les défauts de remboursement ont attisé les craintes sur cette classe d'actifs. Votre scribe voudrait souligner que ces mêmes investisseurs inquiets ne se posaient pas ce genre de question quand le pays affichait aucun défaut... C'est plutôt la situation précédente qui était anormale.

Là encore, les autorités et les régulateurs ont obligé les sociétés à améliorer leur reporting et surtout, le fait qu'elles soient qualifiées de SOE (State Owned Entreprise) ne veut pas dire (sauf dans l'inconscient occidental) que leurs dettes sont garanties par l'état...



Les 3 grands axes du dernier plénum sont clairs :

Double circulation, réforme des facteurs de marché, gouvernance

Attendez-vous à en entendre beaucoup plus sur certains mots à la mode relativement nouveaux, en particulier la double circulation, la réforme des facteurs de marché et la gouvernance, ainsi que d'autres plus anciens tels que la réforme structurelle du côté de l'offre qui est apparue pour la première fois à la fin de 2015.

Le président Xi Jinping a dévoilé la stratégie de « double circulation » lors d'une réunion du Politburo en mai. Bien qu'aucun détail concret de la stratégie n'ait été dévoilé, en gros, il s'agit de rendre l'économie plus dépendante de la « circulation interne », le cycle domestique de production, de distribution et de consommation, pour son développement, tout en étant soutenue par une « circulation externe », qui a trait au commerce et aux investissements internationaux, ainsi qu'aux liens de la Chine avec le reste du monde.

Plus d'objectifs de croissance du PIB ?

Le 14e FYP est particulièrement important pour la prochaine étape du développement économique et social de la Chine, car l'année 2020 marque la fin de l'objectif de plusieurs décennies du pays pour parvenir à une « société modérément prospère à tous égards ». Il s'agit d'un concept traditionnel datant de l'époque confucéenne pour décrire une société avec une classe moyenne qui prospère. Il a été peaufiné et mis à jour au fil des ans et il a été étoffé avec des objectifs concrets lors du 18e Congrès du Parti communiste en novembre 2012 : doubler le produit intérieur brut (PIB) et le revenu par habitant de 2010 à 2020, et éradiquer la pauvreté. Les objectifs devront être atteints juste avant le 100e anniversaire de la fondation du parti en 2021. Et après, le doubler de nouveau d'ici 2035.

Plus d'attention à la consommation

La Chine a souligné pendant de nombreuses années l'importance de l'augmentation de la demande intérieure, en particulier après la crise financière mondiale de 2008-2009. Mais l'accent a été mis sur les infrastructures et l'investissement immobilier avec beaucoup moins de soutien à la consommation des ménages, qui est un problème plus long et complexe à résoudre.

Le plus important lors du dernier plénum est l'allongement de la temporalité des plans économiques. Les plans quinquennaux subsistent, mais ils vont s'inscrire, à compter du dernier en date, dans un plan couvrant les quinze prochaines années.

Votre scribe souligne que les autorités chinoises n'auront pas la même considération envers les géants du numérique que les occidentaux. Il suffit de voir ce qu'elles ont fait au groupe Alibaba et à sa filiale Ant Financial...



Ceci est à prendre en considération pour investir sur la Chine. Cela restera notre zone privilégiée d'investissements à travers les thématiques China Better Life et China Decarbonization 2060, par exemple.

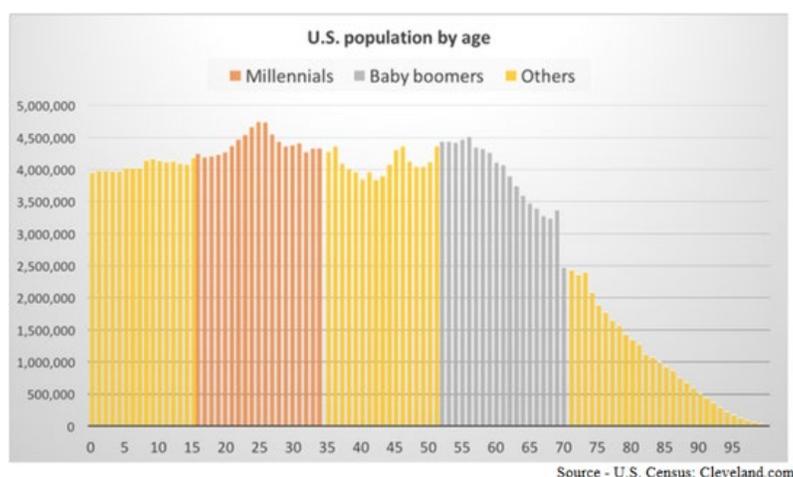
En raison de l'appréciation du Yuan, les obligations et les actions chinoises A sont à privilégier également.

La Chine permet aussi d'adresser la problématique des cryptodevises. Votre scribe estime toujours que le BITCOIN et, pourquoi pas, l'Ethereum, sont de sources de diversifications intéressantes.

Mais la Chine est passée à la dimension supérieure en ayant effectué cette année un double test de son Digital Yuan. Votre scribe est convaincu que les banques centrales vont imposer de telles devises afin de pouvoir tracer et taxer tous les flux financiers du pays.

4 – Liquidity Binge: MMT or Reset? Good for all assets, including Private Equity?

La question, que se poseront les marchés dans quelques mois, se focalisera autour du basculement vers la MMT, ou non, des politiques monétaires actuelles. En plus des plans Covid à financer, la démographie ne fait qu'accélérer les déficits de financement des régimes de sécurité sociale et de retraite.



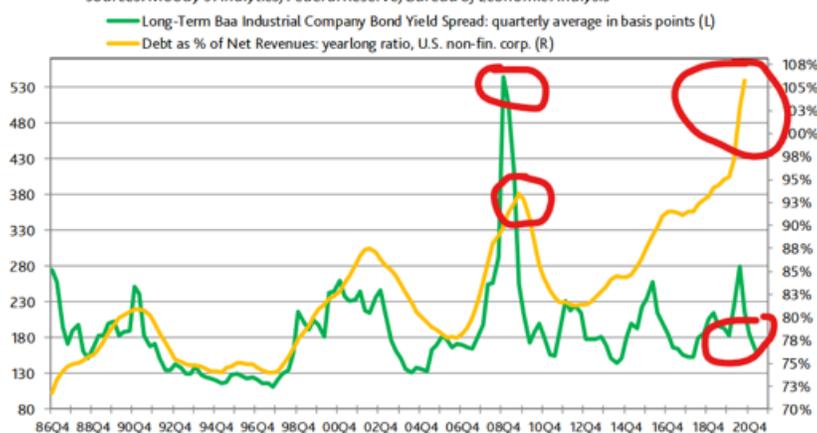
Dans ce contexte, si la création monétaire a atteint des sommets, la vélocité s'est effondrée. La MMT, en distribuant la liquidité directement vers les consommateurs, pourrait ramener à la vie la vélocité, mais créant de facto un environnement inflationniste, poussant donc les Banques Centrales à la hausse des taux, induisant la fin du « bull market » des obligations, et provoquant la Grande Rotation vers les actions...



Mais, comme dans un moteur de voiture (avec un « vieux » moteur à explosion, pas électrique), tout changement de régime est précédé d'une explosion...

Figure 2: Drop by the Ratio of Debt to Net Revenues May Help to Contain Long-Term Baa Industrial Bond Yield Spread in 2021

sources: Moody's Analytics, Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis



Il ne semble inquiéter personne que le levier, représenté par le ratio Dette/Revenu Net, soit sur un plus haut historique depuis 1986 et 12 points de pourcentage au-dessus du record de 2008, alors que les spreads de crédit sont sur des plus bas (cf le graphique ci-dessus) ...

Si le levier illustré ci-dessus va créer des opportunités pour les gérants de « distressed debt », il faut intégrer que le montant de dettes dont les notes sont inférieures à l'Investissement Grade a plus que doublé depuis 2007, pour atteindre 5.3tn\$...

Mais votre scribe estime que le Private Equity est source de retours sur investissements intéressants. En raison des régulations toujours plus contraignantes et de la présence d'investisseurs particuliers dans les marchés cotées, le nombre de sociétés faisant appel à la bourse va continuer de se réduire au profit des sociétés restant dans le domaine privé, ou y retournant.

Conséquences des politiques monétaires poussant des trillions de dollars d'obligations en taux négatif, les investisseurs vont augmenter la part de l'alternatif. Le risque action est à considérer globalement, ainsi si les actions sont privilégiées, le Private Equity doit l'être aussi.

Selon PitchBook, l'industrie du Private Equity devra lever plus de 330Mds\$ en 2021, dépassant son record de 2019. Le boom des actions listées observé depuis mars

2020 est susceptible d'être une aubaine pour les gérants de PE, grâce à un mécanisme connu sous le nom d'effet dénominateur inversé.

Lorsque la valeur d'autres parties du portefeuille d'un allocataire augmente en valeur, les engagements nécessaires pour maintenir une allocation cible au PE augmentent parallèlement. En novembre, la Réserve fédérale a affirmé son intention de poursuivre son programme d'achat d'actifs, qui devrait inciter les investisseurs à se tourner vers les actifs risqués, y compris le PE.

PE fundraising activity



Source: PitchBook | Geography: US

Les deux principales raisons de l'accélération des deals de PE sont :

- Le maintien de valorisations soutenues. Le S&P500 se négocie désormais à un ratio cours / bénéfices ajustés du cycle (CAPE) de 33,071 en raison d'une pléthore de facteurs, notamment l'assouplissement monétaire, l'appétit généralisé du risque et l'émergence de grandes entreprises axées sur la croissance qui se négocient à des multiples élevés de revenus, sans parler des résultats. Du côté privé, le multiple médian EV / EBITDA pour les rachats était de 12,7x jusqu'au T3 2020, égalant son record. L'utilisation de l'effet de levier en 2021 sera propulsée par des taux d'intérêt bas, une forte demande de dette à haut rendement et une surabondance de « dry powder » dans les fonds de prêts directs.
- Des centaines de grandes entreprises listées sont aux prises avec le fardeau économique induit par la pandémie. Cette tension économique a contraint de nombreuses entreprises à mettre toutes les options sur la table, y compris la vente d'activités non-stratégiques. Ajoutant encore à la tension, bon nombre de ces grandes entreprises a alourdi leur endettement au début de la

pandémie, espérant que cet effet de levier leur ferait traverser cette crise. Ces mêmes entreprises voient leurs revenus continuer à subir des pressions neuf mois plus tard et ne veulent pas risquer de se surendetter. Alors que de nombreuses grandes entreprises sont en difficulté, les entreprises de PE ont levé des centaines de milliards de dollars et se reposent sur environ 1tn\$ « Dry powder ». Ces entreprises de PE ont vu cette liquidité disponible monter tout au long de la crise alors que l'activité LBO traditionnelle diminuait, mais la collecte de fonds est restée saine. Les entreprises de PE recherchent maintenant des transactions massives pour dépenser rapidement cette pile de liquidités. Lors de la publication des résultats de la société au troisième trimestre 2020, le PDG de Carlyle, Kewsong Lee, a déclaré que la société était occupée à travailler sur de nombreux désinvestissements importants, ce qui signifie que de nombreuses autres sociétés de capital-risque sont probablement dans le même bateau.

Pour la première fois depuis 2010, les levées de fonds dans le Private Equity sont supérieures en 2020 à celles précédentes la Grande Crise Financière de 2008. Ce qui est vrai aux USA est vrai pour les autres régions dans le PE.

Votre scribe considère que l'avènement de la MMT reviendrait à nationaliser l'économie mondiale, ce qui n'est pas du goût des grandes multinationales. Or, tout parti politique à besoin de financement... Ceci veut dire que nous devrions passer par un reset ou un bear steepening massif.

L'inflation est la seule donnée difficile à gérer par les banques centrales (la BOJ a passé ses 20 dernières années à tenter de créer des conditions inflationnistes sans y parvenir), or l'endettement et le levier sont devenus si extrêmes que les devises pourraient également servir de dernière variable d'ajustement. Ces dernières sont également difficilement contrôlables par les banques centrales, tant les marchés des devises sont profonds.

En raison de l'effet de durée, décuplé par les taux à zéro, voire négatifs, le couple inflation/devise est explosif, ce qui fait craindre qu'une petite variation de taux à la hausse pourrait avoir de lourdes conséquences.

Ainsi, le Private Equity, en raison du caractère long terme de son processus d'investissement, permet de se découpler des cycles de marchés.



5 – Inflation: the awakening of the tiger?

Cette question était déjà dans notre stratégie 2020. En effet, la pandémie liée au Covid-19 n'a fait que révéler les problématiques déjà existantes, tant dans nos sociétés que dans nos économies. La déconnexion des marchés financiers est uniquement due à l'action des banques centrales et à l'augmentation du trading des particuliers.

Votre scribe estime toujours que les trois forces déflationnistes abordées dans la stratégie 2016 sont toujours présentes :

- Vieillessement de la population
- Ubérisation/Digitalisation
- Robotisation

Cependant, nous avons plusieurs phénomènes nouveaux, dont certains ont été accélérés par la pandémie :

- **Perturbation de la Supply Chain mondiale.** Depuis plus de 20 ans, les multinationales à travers le monde ont profité de la globalisation pour optimiser leur Supply Chain. Ceci coïncide avec l'entrée de la Chine dans l'OMC au début du siècle. Mais en 2018, l'administration Trump a lancé une guerre commerciale contre la Chine, afin de tenter de réduire le déficit commercial entre les deux pays.



Toute perturbation de la Supply Chain mondiale induit inmanquablement un renchérissement des coûts de fabrication.

De plus, la pandémie a engendré des goulots d'étranglement dans le transport de marchandises, ce qui renchérit le coût du fret. Le Baltic Dry Index ne doit pas sa hausse à l'augmentation du commerce maritime mondiale.

Selon la China Container Industry Association (CCIA), les délais moyens de traitement des conteneurs ont grimpé à 100 jours contre 60 jours auparavant en raison des réductions de capacité de manutention liées au COVID-19 en Europe et aux États-Unis, et cela a exacerbé la pénurie. Les importateurs américains ont déjà signalé des problèmes de retards d'expédition en novembre.

Le coût d'affrètement d'un conteneur de 40 pieds de la Chine à la côte est des États-Unis a atteint un record de 4928 \$ cette semaine, en hausse de +85% depuis le 1er juin, selon les données de Freightos fournies par Refinitiv Eikon.

Le trafic long-courrier mondial de gros-porteurs est toujours de -70% au Q4 2020 et il n'y a pas de retour complet à la normale avant 2024, ce qui crée des opportunités de volume, de mix et de tarification pour les transporteurs de fret aérien, les transitaires et les sociétés de transport express.

Il n'y a également plus de capacité de fret aérien à venir, car le nombre de cargos gros porteurs est resté pratiquement inchangé au Q3. Les prix du fret aérien restent élevés à + 65%, entraînant une hausse des bénéfices bruts chez tous les grands transitaires, mais impactant lourdement les fabricants, les distributeurs et à termes les consommateurs...

La pandémie a généralisé le travail à domicile et les cours par vidéo, ce qui a créé un autre goulot d'étranglement. De nombreux grands fabricants d'écrans - du champion national chinois BOE Technology Group à LG Display de Corée du Sud - ont signalé une amélioration significative de leurs bénéfices pour le troisième trimestre de 2020, au plus haut de 20 ans.

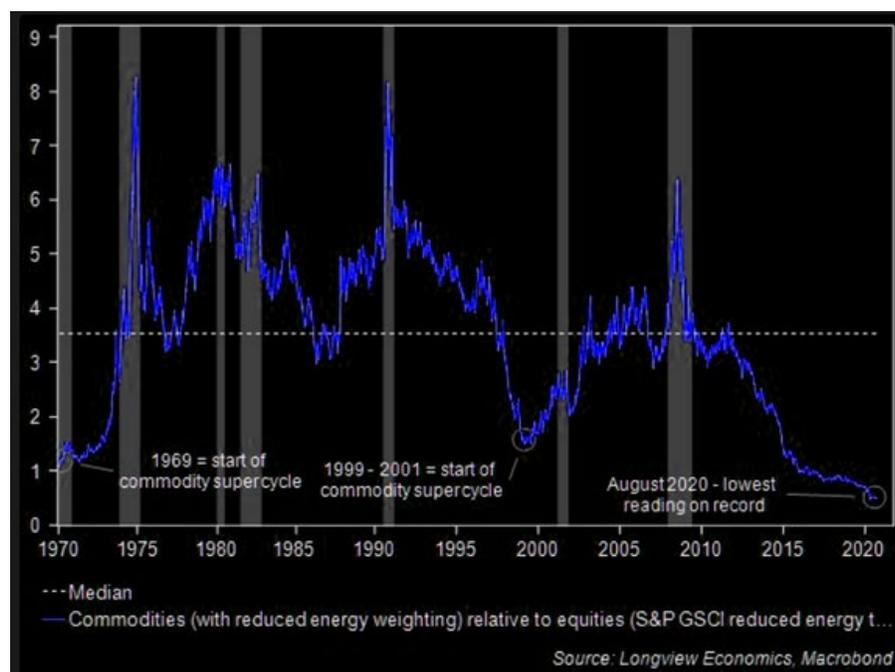
Et pour cause ! Les prix des dalles pour PC et TV ont bondi de 20% et 60% depuis le printemps, des hausses qu'un analyste domestique qualifie de « sans précédent ».

- **Nationalisme et réindustrialisation.** L'onde de choc de la guerre commerciale entre les USA et la Chine a rencontré une conjonction économicopolitique : celle de la montée du populisme avec en parallèle la prise de conscience de la dépendance des économies développées envers certains pays émergents (Chine et Inde en particulier) dans des domaines sensibles tels que les hautes technologies et l'industrie du médicament. La réindustrialisation porte deux gènes importants de l'inflation :

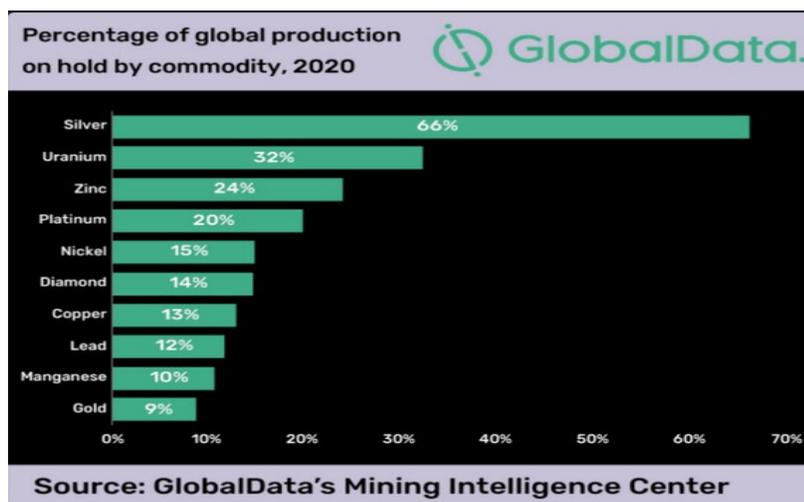


- L'émergence d'acteurs locaux plus petits, donc moins efficaces en termes d'économie d'échelle ou d'approvisionnements.
 - La réduction du nombre de fournisseurs induisant une moindre compétition sur les prix, voire des ententes commerciales afin de « garantir » les marges.
- **La hausse des cours matières premières.** La déglobalisation et l'émergence de nouvelles technologies vont induire une augmentation des cours des matières premières. Mais le climat n'est pas en reste.

Techniquement, la sous-performance des matières premières vs les actions semblent toucher à sa fin.



Les nouvelles technologies ont accru les intérêts pour certaines matières premières « non-traditionnelles », induisant une pression haussière sur les cours. Trop souvent oubliées, en raison du poids des services dans nos PIB, les matières premières restent indispensables pour fabriquer nos téléphones portables, nos champs de serveurs pour le Cloud, et les antennes pour la 5G, par exemple.



Le climat est également une composante à ne pas minimiser. En plus des politiques luttant contre le réchauffement de la planète, propulsant les énergies renouvelables sur le devant de la scène, les désordres climatiques induisent des incertitudes sur les récoltes propulsant à la hausse les cours des matières premières agricoles.

Si les énergies fossiles n'ont pas fini de subir la pression des politiques climatiques, les matières premières agricoles et les métaux (incluant les terres rares) vont connaître un nouvel engouement lié à trois facteurs : les taux faibles perturbant les allocations d'actifs ; l'avènement de l'énergie électrique (incluant l'hydrogène et l'uranium) ; les plans d'infrastructures.

Nous le verrons pour le calcul des PPI et CPI, la construction des indices globaux des matières premières est biaisée. En effet, le pétrole compte encore pour 40% à 50% des grands indices globaux.

- **« Erreur » de calcul de l'inflation.** Nous n'avons pas la mesure correcte de l'inflation. En effet, pour des raisons politiques, les PPI et CPI sont déconnectés des composantes qui impactent les consommateurs à travers le monde. Les frais médicaux et d'assurance, le coût de l'éducation et de l'immobilier, et les prix de l'alimentaire n'ont pas les pondérations représentatives des budgets réels des ménages.

A ce sujet, il faut suivre le travail de la banque centrale de Nouvelle Zélande. Elle fut la première à intégrer l'inflation dans ses objectifs de politiques monétaires, bien avant la BOJ. Il y a quelques semaines, le ministre des Finances du pays a demandé d'étudier la refonte du calcul de l'inflation en intégrant la hausse totale des prix de l'immobilier...

Il faut avoir conscience que l'inflation risque d'être le seul chemin vers une potentielle normalisation des politiques monétaires. Les gouvernements veulent éviter d'être renversés par les vagues de populismes, or ils ne vont pas pouvoir gérer encore longtemps l'écart historique entre les plus riches et les plus pauvres.

Les politiques accommodantes ne font qu'augmenter les prix des actifs financiers, mais pas le niveau du pouvoir d'achat... Les banques centrales vont devoir un jour revoir leur méthodologie de calcul de l'inflation afin de justifier, ou d'être forcé de justifier, une normalisation de leur politique monétaire.

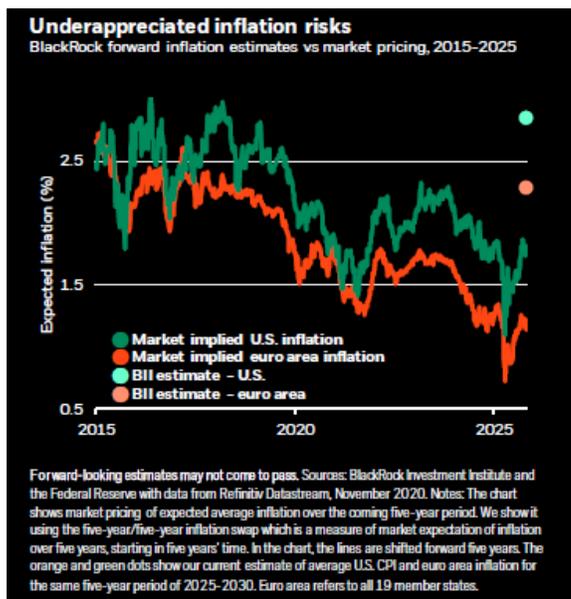
- **Impact de la thématique ESG.** Si la méthodologie de calcul des rankings ESG a des progrès à faire tant sur la méthodologie (non-intégration de la fabrication des batteries pour Apple ou Tesla par exemple) que dans son harmonisation, l'attrait est indéniable. Votre scribe a déjà écrit sur les biais des constructions de ces indices favorisant les valeurs de croissance, et les valeurs technologiques en particulier.

Cependant, en raison du choc générationnel (milléniaux et génération Z vs babyboomers), l'attrait de cette thématique ne fera que grandir.

Selon le rapport biennal 2020 de la Fondation américaine SIF sur les tendances de l'investissement durable et d'impact aux États-Unis, les actifs d'investissement durable totalisent désormais 17.1tn\$ ou 33% des 51.4tn\$ d'actifs américains totaux sous gestion dans les fonds d'investissement, un bond de +42% par rapport à 2018, selon le rapport MarketWatch.

Mais regarder le monde sous l'angle exclusif de l'ESG va obliger les sociétés à s'adapter à ce nouveau dictat, renchérissant les coûts de production ou des services.

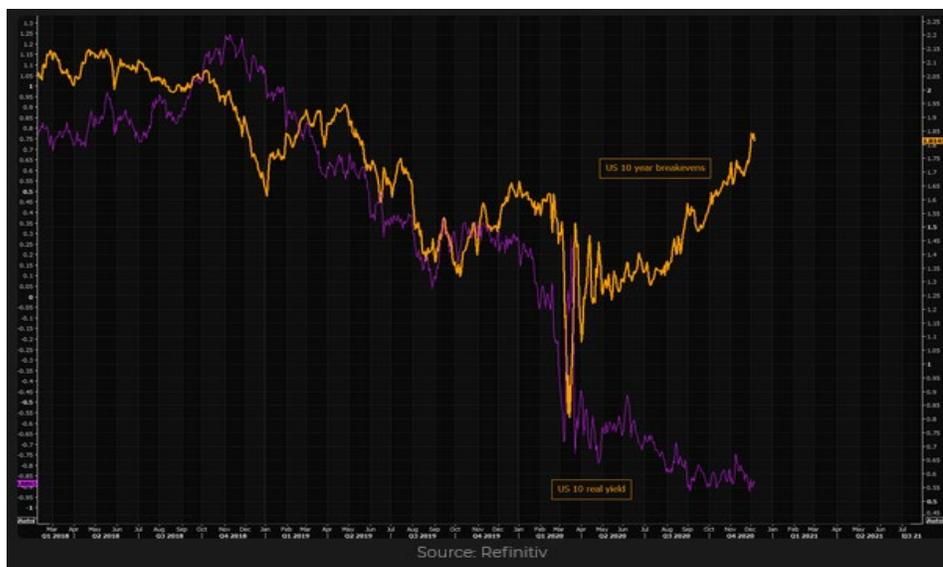




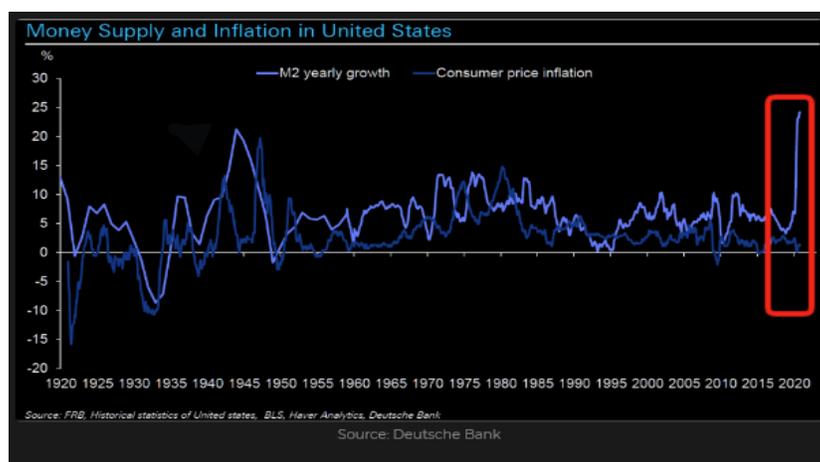
L'inflation est un tigre dans une cage, dont on veut qu'il en sorte. Généralement, le dresseur doit entrer dans la cage pour l'en déloger, ce qui se passe assez mal en général. Et une fois dehors, en liberté, le tigre devient difficilement contrôlable...

L'histoire suggère que le risque d'inflation est le plus élevé lorsque la conviction de faible inflation est la plus forte et la vue est ancrée dans les cadres intellectuels et politiques.

Déjà le Breakeven aux Etats-Unis commence à intégrer un changement de paradigme que ni les PPI, ni les CPI, avec la méthodologie de calcul actuelle, n'indiqueront à temps.



En plus des perturbations de la Supply Chain, des politiques de réindustrialisation et de la hausse des matières premières, les politiques monétaires auront leur lot de responsabilité...



Pour le moment, la vélocité est si faible que l'augmentation historique des masses monétaires n'a eu aucun effet sur l'inflation. Mais, au moindre redémarrage de la vélocité, l'effet turbo des trillions de liquidités créeront un épisode d'hyper-inflation...



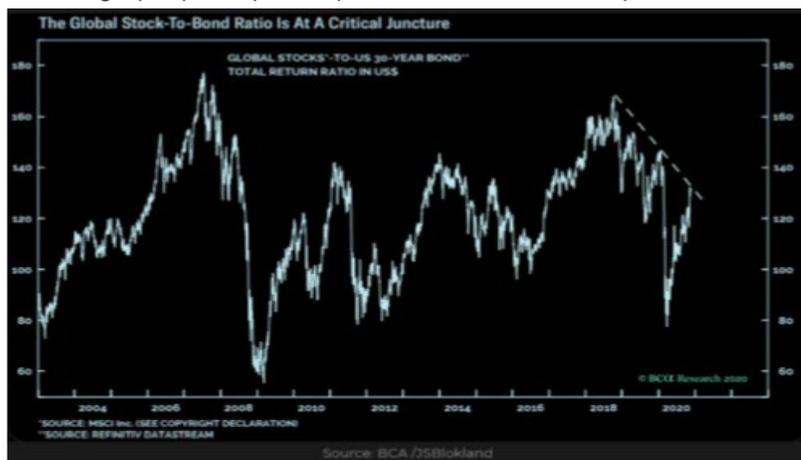
Les Breakevens et les matières premières sont les principaux actifs bénéficiant d'une hausse de l'inflation. L'or et l'argent sont les métaux à mettre en avant dans une allocation.

Les devises et les actifs financiers des pays émergents exportateurs de ces matières premières sont également à privilégier : le Brésil, l'Inde, l'Australie, le Pérou, le Chili, le Canada, l'Afrique du Sud, la Malaisie, l'Indonésie et la Russie.



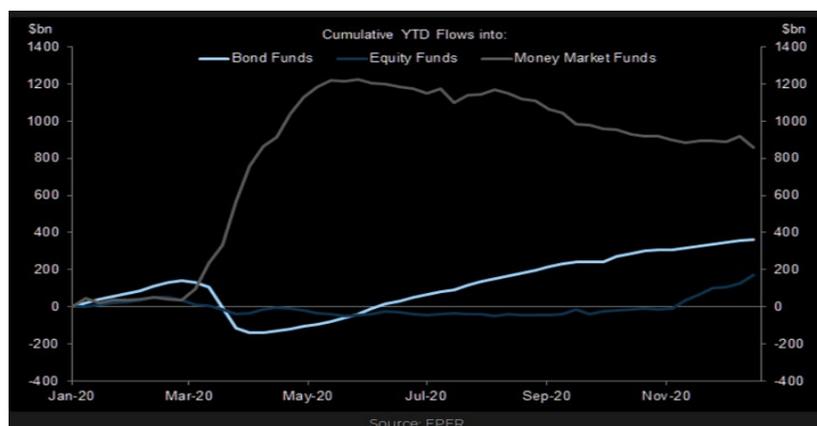
6 – Bonds/Equities: Crossroad or Collision course? Still, need to be Barbell?

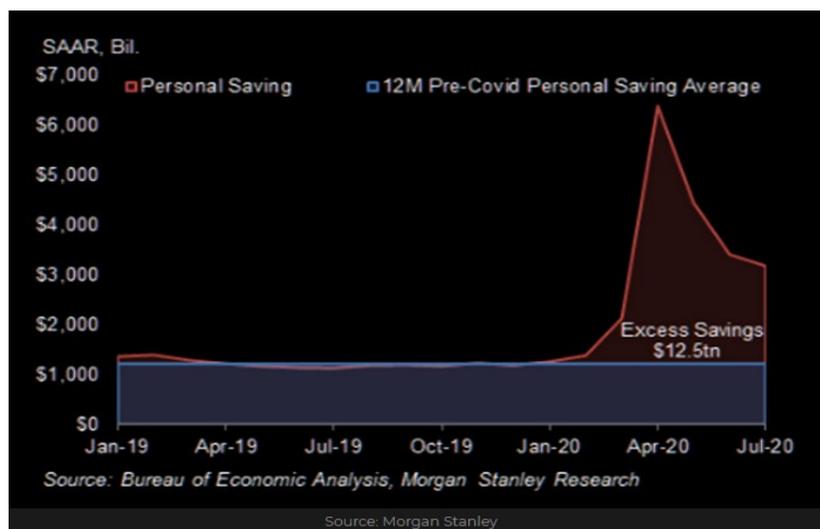
Voici le graphique le plus important de l'année 2021 pour votre scribe.



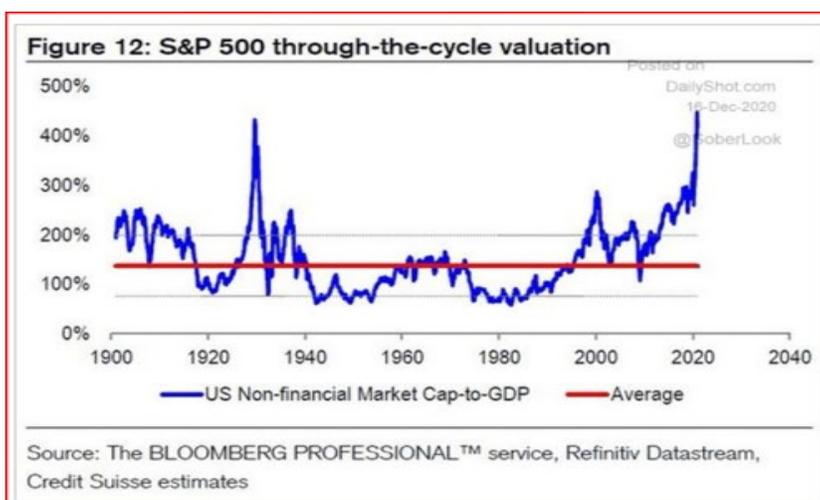
La problématique principale de cette question réside dans la capacité des marchés des actions à venir supplanter les marchés obligataires sans passer par une correction massive.

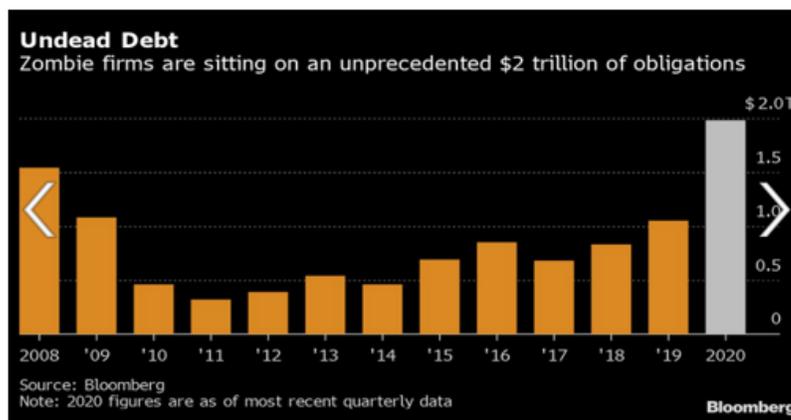
Pour votre scribe, il faut rester Barbell, une correction massive étant à craindre en début d'année, et ceci malgré deux faits importants permettant de considérer les actifs risqués comme fréquentables : les liquidités des banques centrales (+25tn\$ de liquidités depuis 2008) et les liquidités pléthoriques des trésoreries de sociétés, des fonds monétaires et des ménages.





Pourtant, tant les valorisations du S&P500, que les montants de dettes « supportées » par des sociétés zombies, sont extrêmes.

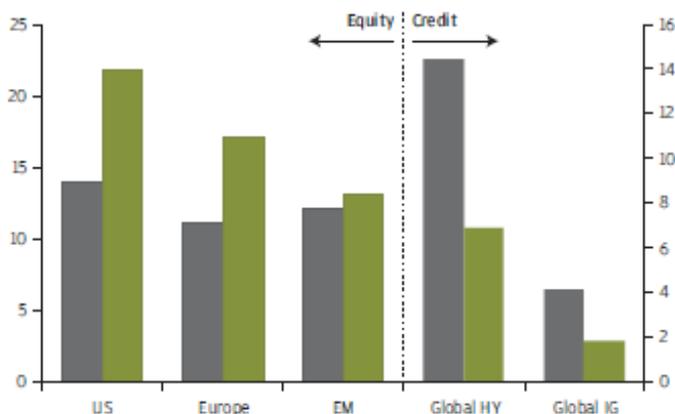




EQUITY AND CREDIT VALUATIONS AT THE START OF THE CYCLE

x, multiple (LHS); % point option-adjusted spread (RHS)

■ April 2009 ■ May 2020



Source: Bloomberg Barclays, ICE BofA, MSCI, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management. April 2009 and May 2020 mark the start of the last two US cycles as defined by the trough in earnings per share estimates. US: S&P 500; Europe: MSCI Europe; EM: MSCI EM; Global HY: ICE BofA Global High Yield; Global IG: Bloomberg Barclays Global Aggregate - Corporates. Data as of 17 November 2020.

Globalement les valorisations sont plus riches que lors de la crise de 2009 et ceci sur l'ensemble des actifs risqués.

Les performances de l'or et l'argent, associées à celle du Bitcoin sont des signaux que les investisseurs ne doivent pas obérer, ce mouvement perdurera sur 2021.

Comme sur le plan économique, aurons-nous un restart ou un reset sur les allocations d'actifs ? Le sujet a été abordé sur le plan économique dans le premier point. Mais il semble que l'allocation 60/40 ne puissent pas convenir dans des marchés aussi instables.

Ceci pousse à s'intéresser aux actifs obligataires ayant des durations courtes.

Interest Rate Risk Potentially Makes Shorter-Duration Assets More Attractive

(Fig. 6) Yield versus interest rate risk (duration)



As of November 30, 2020.

Past performance is not a reliable indicator of future performance.

Sources: T. Rowe Price analysis using data from FactSet Research Systems Inc. All rights reserved, J.P. Morgan Chase & Co., and Bloomberg Barclays (see Additional Disclosures).

Floating Rate Bank Loans – J.P. Morgan Leveraged Loan Index; Global High Yield Bonds – Bloomberg Barclays Global High Yield Index; Emerging Market Bonds (Local Currency) – J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified Composite Index; Emerging Market Bonds (USD) – J.P. Morgan EMBI Global Index; Global Ex-U.S. IG Corporate Bonds – Bloomberg Barclays Global Corporate IG Index; U.S. IG Corporate Bonds – Bloomberg Barclays U.S. Investment Grade Corporate (300MM) Index; Global Aggregate Bonds – Bloomberg Barclays Global Aggregate Index; 10-Year U.S. Treasury – US Benchmark Bond-10 Yr; 10-Year German Bund – Germany Benchmark Bond-10 Yr; 10-Year Japanese Gov't. Bond – Japan Benchmark Bond-10 Yr.

Les dettes des pays émergents, et des sociétés de ces pays, sont également dignes d'intérêts à condition de faire attention à l'effet dollar, ou de les considérer en hard-currencies.

La résurgence de l'inflation et les craintes d'une reprise économique plus lente que prévue (cf. l'augmentation de la taille de la planète Zombie) confortent votre scribe dans son positionnement sur les Steepeners afin de se protéger contre un mouvement brutal touchant principalement la partie longue de la courbe des taux (principalement américains).

Il faut intégrer deux phénomènes exogènes nouveaux concernant les Treasuries :

- Corrélation positive avec le crédit en raison de la régulation des Mutual Funds, les obligeant à gonfler leurs réserves de liquidités, investies principalement en Treasuries. En raison de leur liquidité journalière, le moindre choc sur le crédit entraîne des ventes massives et immédiates de ces réserves, principalement pour maintenir leur capacité d'absorber des flux importants de rachats.
- Le principal acheteur qu'est la Chine n'a pas tenu son rang lors des dernières adjudications.

Pour revenir sur les actions, il faut remonter à 1950 pour avoir un spread du rendement des dividendes des valeurs du S&P500 vs l'obligataire aussi important. Si l'on estime que les trillions de liquidités ne se retireront pas de sitôt, il va falloir être imaginatif pour les allocations d'actifs de cette nouvelle décennie.

Sur les actions, votre scribe place la visibilité en premier critère. La Chine, sans conteste, offre la meilleure visibilité étant une économie dirigée par l'état. Il faut intégrer :

- L'appréciation du yuan,
- La possible normalisation de la politique monétaire de la PBOC (ce qui a inquiété l'OCDE et la Banque Mondiale).
- La volonté de Xi Jinping de doubler le PIB du pays sur les prochaines décennies
- D'avoir décarboné l'Empire du Milieu dès 2060

Les Etats-Unis arrivent en seconde place. Nous avons développé dans un précédent chapitre le sujet. Même si Biden n'est pas un magicien, l'élasticité de son économie et du marché du travail permettront au pays d'offrir une visibilité correcte aux investisseurs à condition d'être Barbell (long action/ long Vix), ou Long/short entre les secteurs ou les styles.

Dans ce contexte, les actions « Value » vont représenter une protection en cas de correction, mais il faudra vite revenir sur les valeurs de croissance dès que la tempête sera passée. Les thématiques comme les énergies renouvelables et l'infrastructure seront également appropriées pour une exposition sur les Etats-Unis.

Concernant l'Europe, votre scribe n'est toujours pas convaincu de la vision consensuelle. Le plan de 750Mds€ n'est toujours pas implémenté, il reste des zones d'ombres dans l'accord du Brexit (validation par le Parlement européen et ceci deux mois après son entrée en vigueur ...), et les tensions sociales ne sont qu'endormies. Mais la gestion chaotique de la pandémie pourrait raviver les vieux démons européens...

En raison de l'action de la BCE, ressemblant fortement à ce que la BOJ a réalisé, les obligations étatiques des pays périphériques européens ont encore peut-être un peu de réserve de performance. Contrairement aux USA, il serait intéressant d'allonger la duration sur les obligations étatiques européennes.

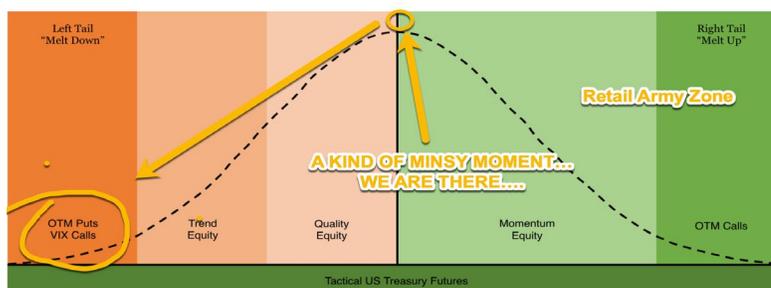
Pour résumer, et pour reprendre les propos de Moody's, en 2021, les obligations seront aux mieux ennuyeuses. Et votre scribe ajoute qu'elles pourraient devenir très vite destructrices en cas de résurgence incontrôlée de l'inflation, par exemple.

A travers une allocation « conventionnelle » long only et notre GTO, nous allons illustrer cette stratégie d'investissement.

Un graphique résume bien la pensée de votre scribe concernant les actions.



EQUITY MARKET RETURN REGIME AND CORRESPONDING STRATEGIES



En résumé :

Surpondération sur les actions et sur les matières premières.

Sur les actions :

Surpondération sur la Chine (long only ou Absolute Return, pour le GTO) et

Neutre sur les Etats-Unis (long-short ou Barbell pour le GTO). Attention à la thématique High Dividend Yield qui pourrait pâtir d'une résurgence violente de l'inflation.

Surpondération dans les pays émergents exportateurs de matières premières.

Sous-pondération de l'Europe (Short pour le GTO)

Sur les matières premières.

Surpondération sur les matières premières agricoles, l'or, l'argent et l'uranium.

Sous-pondération sur le pétrole (short pour le GTO).

Sous-pondération sur les obligations :

Sous-pondération Short-duration sur les Etats-Unis (Govies), Long-duration pour l'Europe (Govies).

Favoriser les steepeners sur la courbe US.

Neutre sur les obligations des pays émergents exportateurs de matières premières.

Surpondérer sur les obligations chinoises.

Surpondération sur les investissements alternatifs :

Bitcoin

VIX

Private Equity en privilégiant les stratégies de Buyout.

Jacques Lemoisson

Outlook 2021

28.12.2020



Outlook 2021. Not to be forwarded. For professionals only. For personal use only!

Outlook 2021 Disclaimer

None of GATE Publishing LLC (“GATE Publishing”), GATE-IM LLC (“GATE IM”) or GATE Advisory is registered as an investment adviser under the Investment Advisers Act of 1940, as amended (the “Advisers Act”), or the securities laws of any state or other jurisdiction, or in any other regulatory capacity. GATE Publishing is responsible for the opinions and content in Outlook 2021. All opinions expressed by Mr. Lemoisson in or through the document are solely those of Mr. Lemoisson.

The investments and strategies discussed in the Outlook 2021 are impersonalized and do not take into account any reader’s particular investment objectives, financial situation, or needs and are in no way tailored to the specific investment portfolio of any single reader.

The information in the GMI is based on data currently available to Mr. Lemoisson, as well as various expectations, estimates, projections, opinions, and beliefs with respect to future developments, and is subject to change. Neither Mr. Lemoisson, GATE Advisory, nor any other person or entity undertakes or otherwise assumes any obligation to update this information.

The distribution and/or publication of the outlook 2021 should not be construed by any reader as GATE Advisory’s (i) solicitation to effect or attempt to effect transactions in securities, or (ii) provision of any investment-related advice or services tailored to any individual’s financial situation or investment objective(s). All content is provided for informational purposes only and should not be construed as investment, tax, accounting, or legal advice, as an offer or solicitation of an offer to sell or buy any security, or as an endorsement, recommendation, or sponsorship of any company, security, or fund... In making any investment decision, each subscriber must rely on its own examination of each investment, including the merits and risks involved, and should consult with its investment, legal, tax, accounting, and other advisors and consultants prior to making any investment. Past performance is not a guarantee of future results.

Capital at risk. This content has been prepared for professional investors only. All financial investments involve taking risk which means investors may not get back the amount initially invested.