



Mai 2021

## Reprise Economique & Déficits Publics

### Executive summary

- Les perspectives de sortie de crise sanitaire semblent s'améliorer nettement avec les campagnes de vaccination
- Les Etats occidentaux, emmenés par les US se lancent dans d'importants plans de relance alors que les économies sont déjà bien reparties
- Ces interventions sont financées par des déficits publics inégalés depuis l'ère Roosevelt
- Dans ce contexte nous favorisons les actifs bénéficiant d'un scénario d'inflation et moins sensibles à la hausse des taux d'intérêt
- La variable politique et sociale sera un enjeu majeur pour les années à venir avec un tournant structurel qui s'opère aux US

ACTIONS	Perf 2020	Perf 2021*
S&P500	16.25%	11.44%
Nasdaq 100	47.58%	3.58%
Stoxx 600	-4.04%	12.65%
Cac 40	-7.13%	16.19%
SMI	0.81%	6.55%
MSCI Emerging	15.25%	1.73%
Nikkei	16.01%	2.80%
CSI 300	25.28%	-0.37%

OBLIGATIONS	Perf 2020	Perf 2021*
High Yield US	4.33%	1.60%
Inv Grade US	10.81%	-4.48%
High Yield EUR	0.85%	1.42%
Inv Grade EUR	3.04%	-1.93%
Emerging	6.48%	-0.76%

Matières Prem	Perf 2020	Perf 2021*
Pétrole / Brent	-21.52%	36.7%
Or	25.12%	-2.05%

\* Performances Total Return au 18 Mai 2021



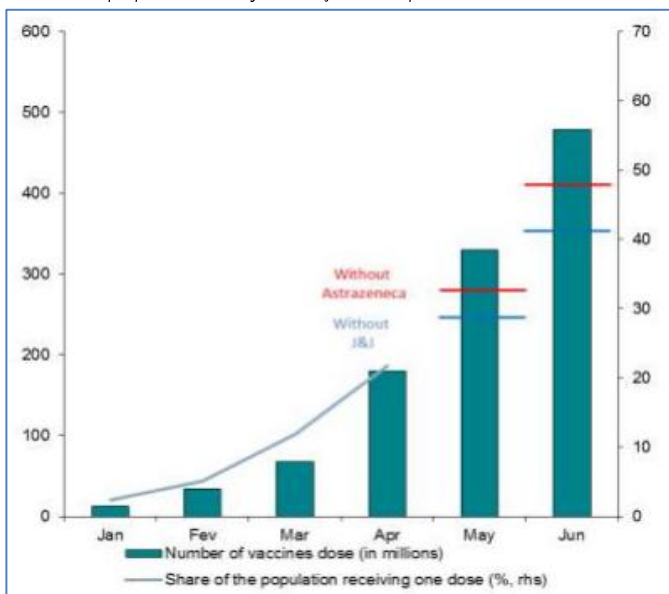
Mai 2021



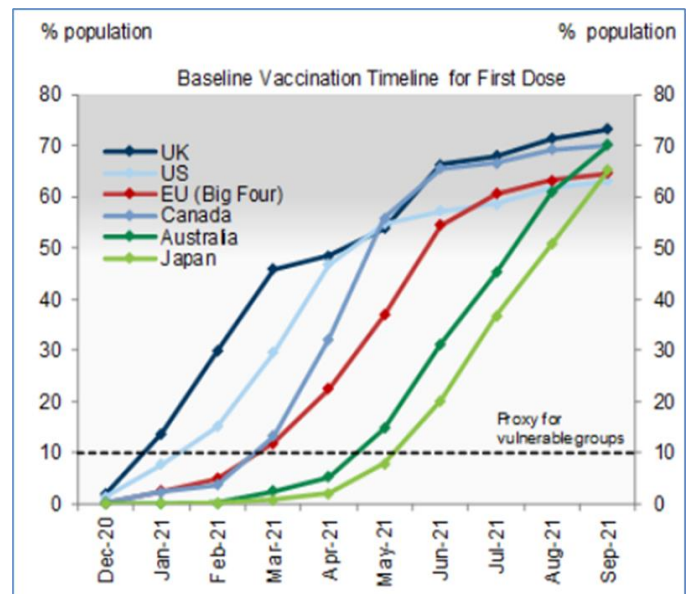
## COVID et vaccination

Les campagnes de vaccination s'accroissent partout dans le monde avec des zones plus ou moins en avance sur d'autres. Ce que l'on observe à ce jour, c'est qu'une fois la population vaccinée à plus de 60%, toutes les statistiques de propagation du virus chutent drastiquement. L'Europe a clairement du retard mais le trend est en place et comme le montre le graphique de droite, le printemps / début d'été devrait permettre une réouverture importante de nos économies.

% des populations ayant reçu une première dose



Anticipation des campagnes de vaccination en % de population



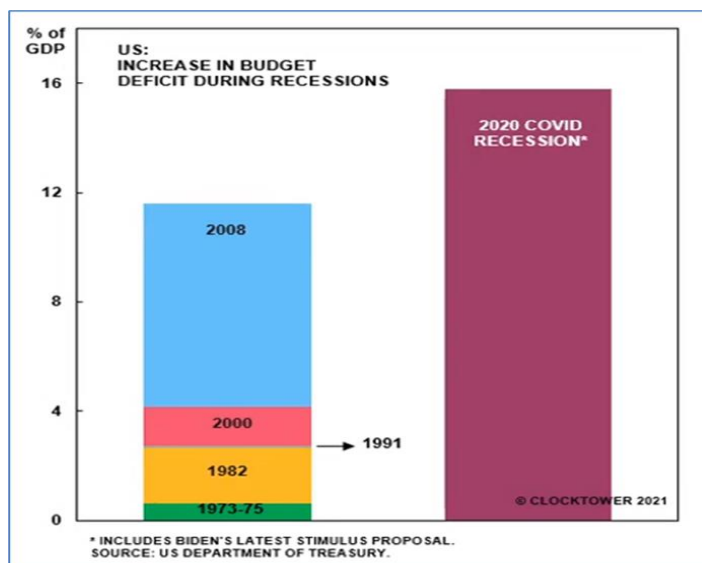


## Un alignement des politiques monétaires et fiscales

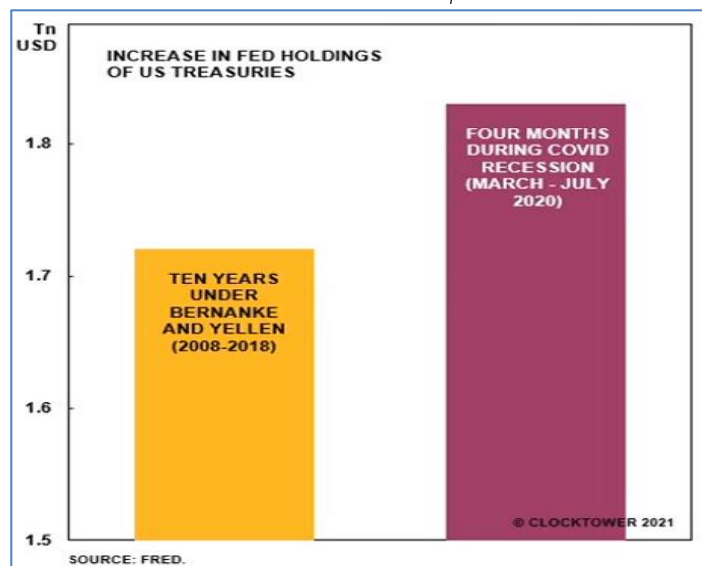
Cela fait de nombreuses années que nos politiques fiscales et monétaires sont embarquées dans une phase d'expansion. Cette tendance devrait s'accélérer avec un Etat de plus en plus présent, articulant des plans de relance très importants et en parallèle une pression fiscale grandissante.

**Les années 2000-07 ont produit une quantité incroyable de dettes qui a conduit à d'importantes bulles spéculatives et des écarts de richesses grandissants. Les banques centrales ont alors augmenté leur taux d'intérêt directeur afin de réduire cet engouement, S'en est suivi un sévère retournement économique ainsi qu'une forte destruction de dette. Ces mêmes banques centrales ont dû ensuite (à partir de 2007) assouplir leur politique allant jusqu'à des taux négatifs, -0.5% pour la BCE encore aujourd'hui. Afin d'aller encore plus loin elles ont imprimé de la monnaie et acheté des obligations..... La récente crise du COVID est dans cette même continuité mais encore plus marquée !**

La crise 2020 est un millésime record en terme de déficit



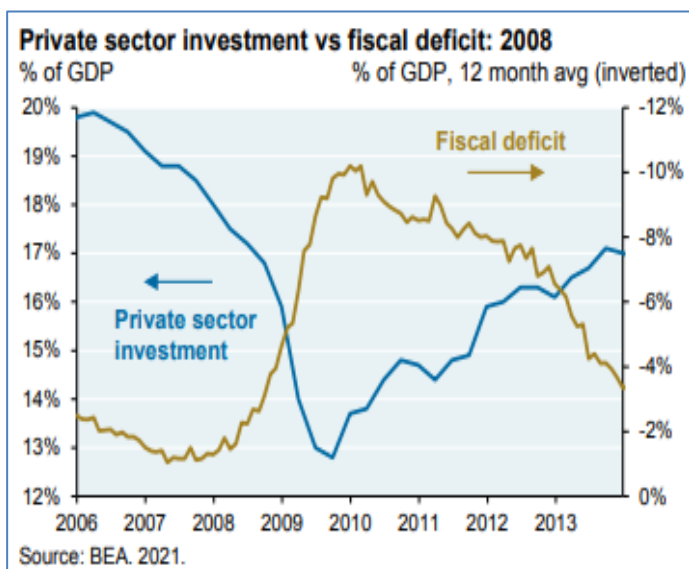
Financement de ces déficits par la FED



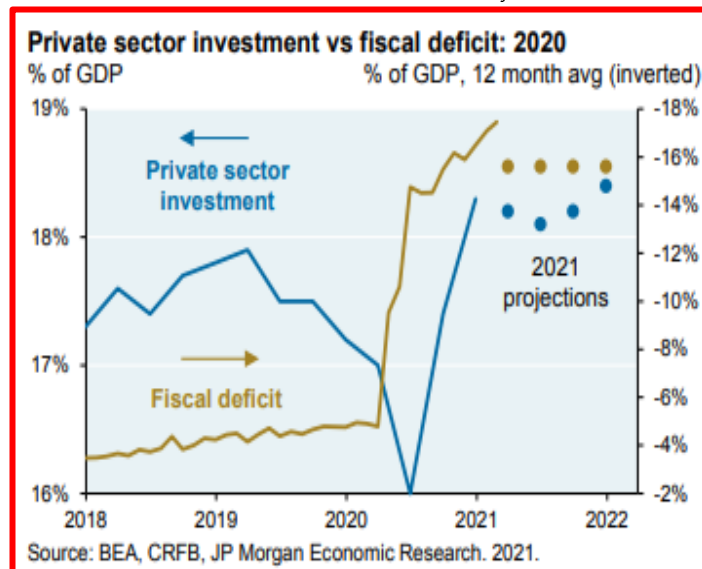
Historiquement, lorsque le secteur privé entre dans une période de crise et réduit ses investissements (ligne bleue en baisse 2007-2010), l'état intervient par des plans de relance qu'il finance par son déficit fiscal (ligne jaune) et réciproquement. On observe ce même schéma pour les crises de 1991- 2001 et 2008.

La crise du COVID a poussé nos banquiers centraux dans des recoins encore inexplorés. Bien qu'une grande partie des secteurs économiques se portent bien et investissent à nouveau fortement, l'état confirme aujourd'hui d'énormes plans d'investissement en parallèle et non en compensation.

Investissement Public vs Privé durant la crise 2008 (US)



Investissement Public vs Privé aujourd'hui





## Un timing historique

Un élément essentiel dans l'enchaînement des événements depuis 18 mois est la posture des banques centrales ainsi que des gouvernements alors que la reprise économique est déjà bien là. Pourquoi encore injecter tant d'aides dans des économies qui sont déjà reparties....

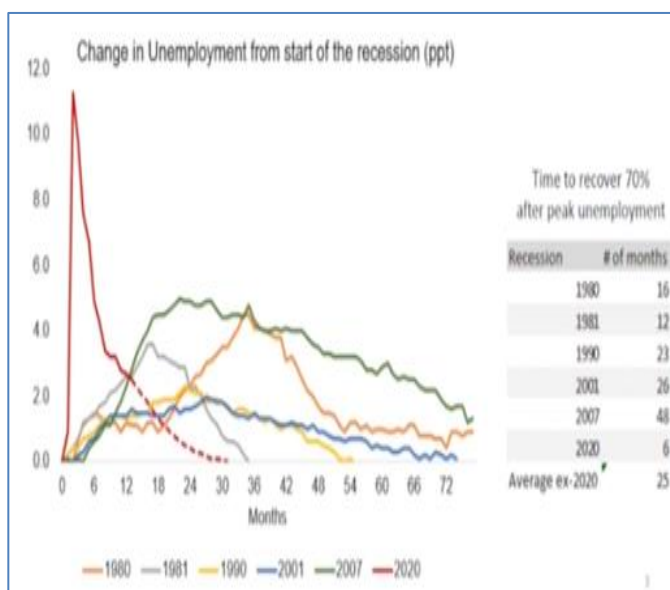
### 1. Consommateur

Durant cette crise sanitaire, les gouvernements ont produit un effort « de guerre » historique afin de venir en aide aux consommateurs. La statistique de US Retail Sales a largement dépassé son trend historique de croissance en à peine quelques mois. Il avait fallu 6 ans après la crise de 2008 pour retrouver ce niveau....



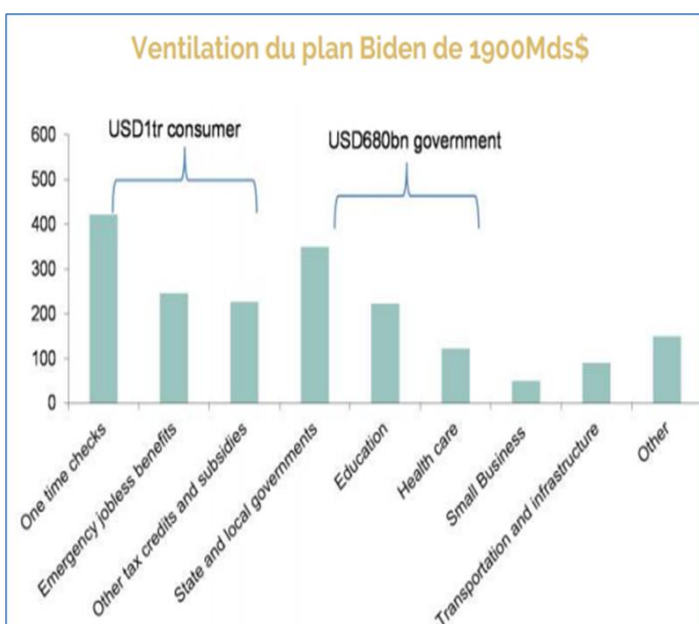
### 2. Chômage

Un des impacts les plus marquants est la chute extrêmement rapide du chômage. Historiquement il faut 25 mois après une récession pour retrouver 70% des emplois, ici il n'aura fallu que 6 mois !



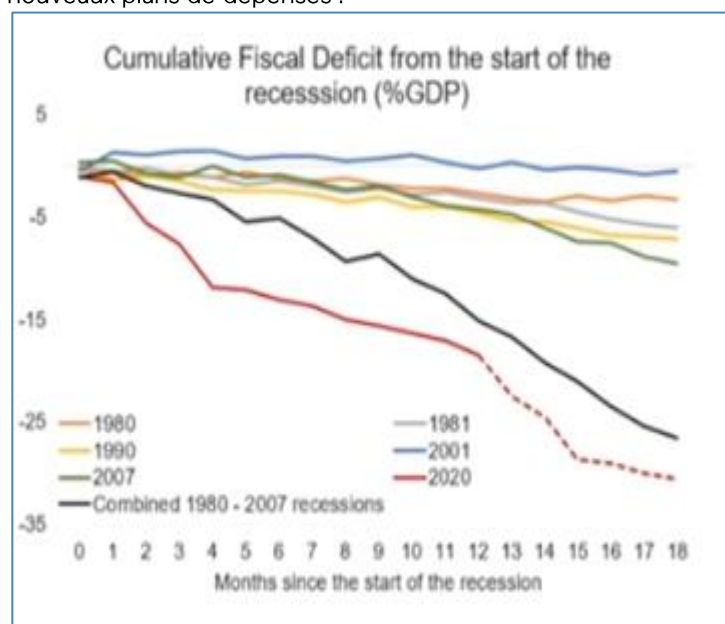
### 3. Plan de relance

Comme on le voit sur le graph 1, alors que la consommation est déjà bien repartie, le président US annonce encore un deuxième plan de relance très important et qui vise en grande partie le consommateur (USD 1 TLN !!)



### 4. Financement de ces plans

Cette politique très agressive est financée par un déficit fiscal tout simplement inégalé. La somme des déficits historiques durant les précédentes crises (ligne foncée) est plus faible que la situation actuelle (ligne rouge). La pente du déficit actuel, va encore s'accroître (pointillé rouge) avec les nouveaux plans de dépenses !







# Classes d'actifs

## Obligations

Nous avons la conviction, qu'une des conséquences de ces politiques très agressives des pays développés, est une augmentation des taux d'intérêts long terme. La FED semble pour l'instant vouloir attendre avant d'augmenter ses taux directeurs.....

**Dans ce contexte nous favorisons toujours les obligations à durations courtes (certificat Short Duration / +5.9% YTD en USD) ainsi que l'exposition à la zone émergente où les spreads sont plus importants et donc moins de sensibilité aux mouvements de taux ( Vontobel EM Corp / +6.5% YTD en USD).**

## Actions

Un taux d'intérêt plus élevé implique une revalorisation des actifs ayant la plus faible visibilité de cash flow futurs (ex : la tech qui ne procure pas encore de résultats / bénéfices).

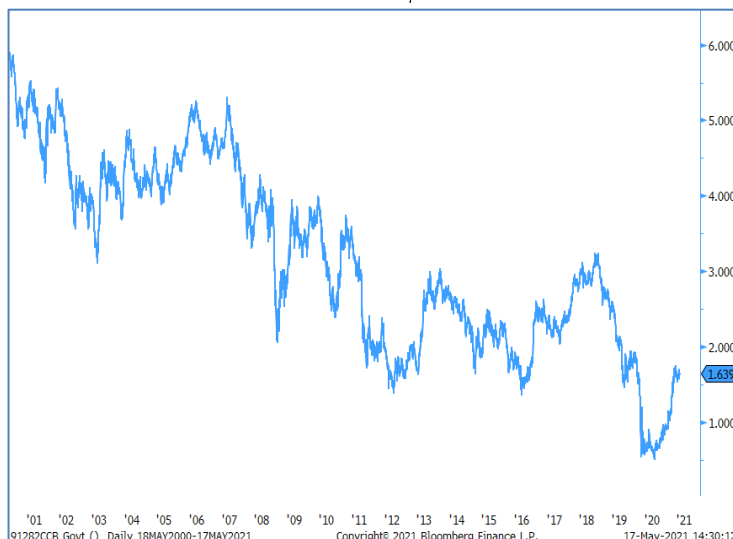
**Ceci couplé à la sortie post COVID suscitée par les campagnes de vaccination nous conforte dans nos thèmes : certificat Recovery (+19.8% YTD) / Small cap européennes ( Berenberg Europ Small + 10.7% YTD) / Banques Européennes. Nous restons convaincus de notre exposition émergente, malgré les performances décevantes à ce jour (GEM -0.32% YTD).**

## Gold

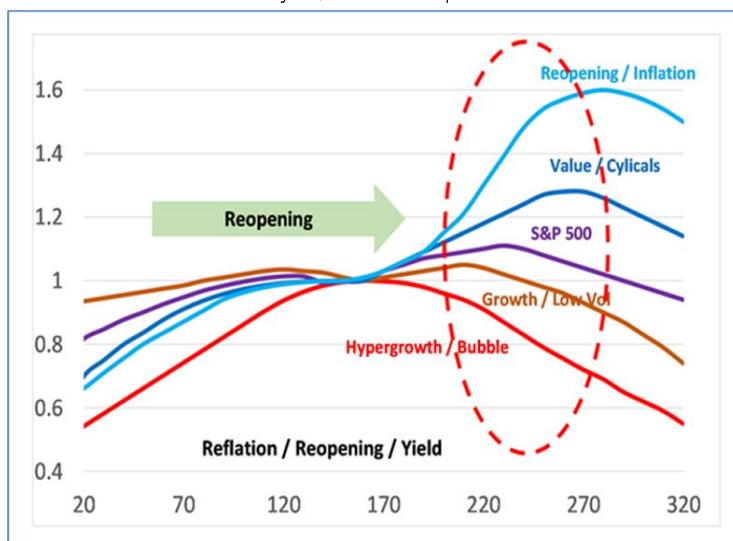
Techniquement, l'or semble avoir bien tenu ses points bas sur la zone des USD 1'650. pour revenir au-delà de USD 1'800.

**La composante bijoux et industrielle de l'or revient fortement et les récents chiffres d'inflation démontrent que les craintes des marchés obligataires sont fondées. Les taux d'intérêts réels rechutent, ce qui devrait favoriser encore davantage le prix de l'Or. Nous restons donc constructifs sur l'or et le secteur des minières aurifères (IXIOS Gold +3.94% YTD).**

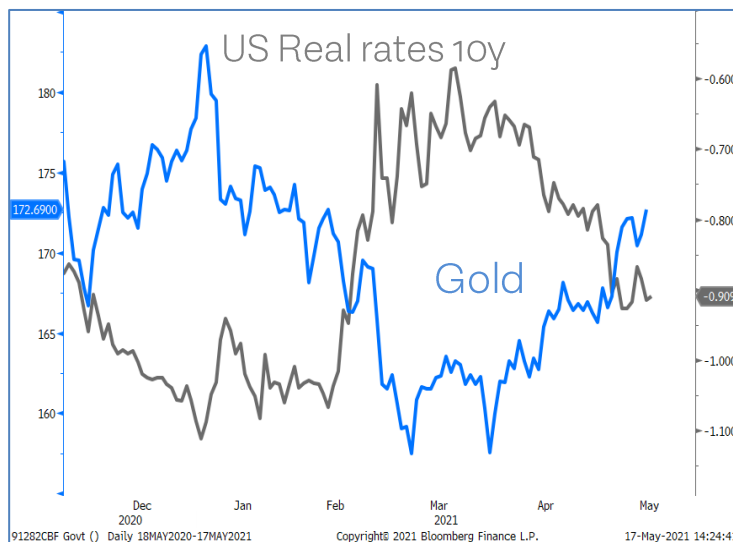
Taux US 10 ans depuis 2000



Sensibilité des styles/thèmes en période Post Covid



Taux d'intérêt réel US 10 ans et Gold





## Vision Long Terme

Au début des années 2010, les craintes d'inflation étaient importantes avec un bilan de la FED qui dépassait USD 2 Trillions avec son premier QE. Pour de nombreux investisseurs ceci ne pouvait qu'aboutir à de l'inflation. Les investisseurs avaient alors favorisé les actifs bénéficiant d'un tel scénario (Or, tips, etc...). Finalement le scénario de recovery n'a pas eu lieu et la crise de solvabilité des états européens (les fameux PIGS) avait étouffé cette possible reprise de l'inflation.

**Nous pensons qu'aujourd'hui la situation est bien différente et l'inflation devrait surprendre à la hausse, principalement pour les raisons suivantes :**

- la FED va garder ses taux bas et les Etats-Unis ont lancé le pas avec leur plan de relance. L'Europe suivra à l'image des premières décisions budgétaires prises par l'Italie.
- la situation du COVID a créé des frictions importantes sur des chaînes de productions qui aboutissent aujourd'hui à de fortes augmentations de prix (bois / semi-conducteurs / cuivre etc...)
- les marchés financiers ne sont pas prêts pour ce scénario, les 10 dernières années de liquidités surabondantes et sans inflation ont largement favorisé les actifs « long duration » (Tech / low volatility, ESG, secular Growth / Private Equity etc...)

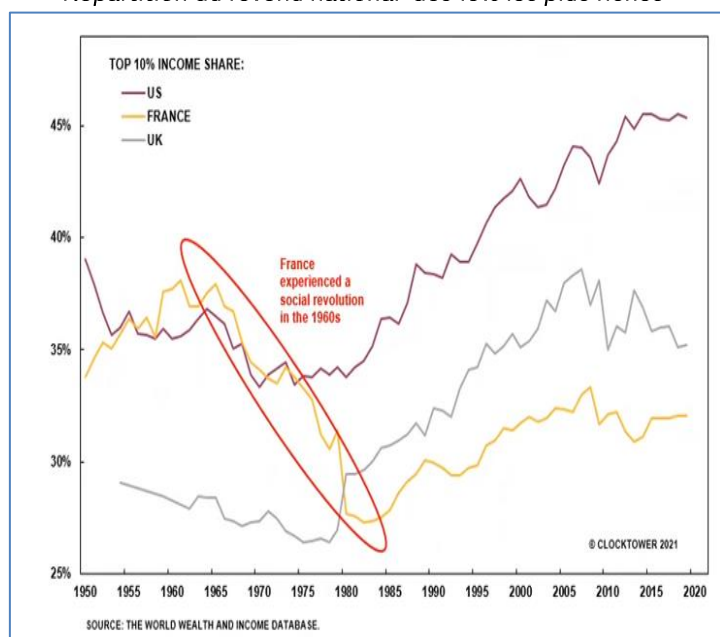
### A cela s'ajoute un élément essentiel : Politique

L'élection de J Biden s'est faite sur un programme qui devrait marquer un changement structurel sur l'interventionnisme des états. Depuis Reagan et Thatcher, les taux d'impositions n'ont fait que baisser sur les revenus les plus importants et ceci devrait s'inverser.

Ce phénomène devrait s'observer dans toutes les économies occidentales, car les électeurs souhaitent ces changements avec davantage de redistributions et plus d'équité entre le travail et le capital.

**A l'image de ce qu'il s'est passé en France entre les années 70 et 85, nous devrions voir dans les années à venir un important resserrement de la distribution des revenus. Ceci aura de nombreux impacts sociétaux ainsi que pour les portefeuilles. Nous restons convaincus, qu'une bonne diversification est pour l'heure la meilleure attitude face à un marché qui sera plus volatile.**

Répartition du revenu national des 10% les plus riches



Interventions récentes de Joe Biden

- **Biden, April 2021 Speech to Joint Session of Congress:** "It's time for corporate America and the wealthiest 1% of Americans to pay their fair share. Just pay their fair share."
- **Biden, April 2021 Speech to Joint Session of Congress:** "20 million Americans lost their jobs in the pandemic, working- and middle-class Americans. At the same time, roughly 650 billionaires in America saw their net worth increase by more than \$1 trillion...Let me say that again. Just 650 people increased their wealth by more than \$1 trillion during this pandemic. They are now worth more than \$4 trillion. My fellow Americans, trickle-down economics has never worked. It's time to grow the economy from the bottom up and middle out."

A close-up photograph of a lion's face, looking directly at the camera. The lion has a light-colored mane and a focused expression. The image is partially obscured by a semi-transparent white box containing text.

# Wealth Managers for Today's World

- Experienced
- Agile
- Performant
- Transparent

RJ Management SA  
5 Cours de Rive,  
1204 Geneva - Switzerland

+41 22 888 00 50  
[Info@rjmanagement.ch](mailto:Info@rjmanagement.ch)  
[rjmanagement.ch](http://rjmanagement.ch)

 RJ Management