

2 SEPTEMBRE 2021

NOTE MENSUELLE - ACTIONS

Par Dominique Marchese, Head of Equities & Fund Manager

DES INVESTISSEURS ENTHOUSIASTES

- > Un bel été pour les marchés
- > Le 6^{ème} rapport d'évaluation du GIEC : vers une inévitable accélération des politiques de transition énergétique
- > Les besoins d'investissement public exigent de la complaisance de la part des banques centrales : une aubaine pour les marchés
- > Conclusion

UN BEL ÉTÉ POUR LES MARCHÉS

Alors que fleurissent les discours farfelus sur le SARS-Cov-2 et les vaccins, qui illustrent avec éclat les thèses exposées par le sociologue Gerald Bronner dans son dernier livre *l'Apocalypse cognitive* (Puf, 2021), le variant Delta continue de se propager pour une très large part au sein des populations non vaccinées. La persistance d'une diffusion à grande échelle du Sars-Cov-2 augmente ainsi les chances d'apparition de nouveaux variants potentiellement plus contagieux et plus virulents. Tant dans les démocraties que dans les démocraties – un paradoxe à souligner – les autorités publiques se refusent à imposer la vaccination et continuent de parier sur le civisme, l'esprit de solidarité, le sens de l'intérêt général, et au minimum sur la sagesse de chacun, avec plus ou moins de bonheur : dans les pays les plus avancés dans les campagnes de vaccination, le pourcentage de la population entièrement vaccinée est loin d'atteindre la barre des 85% considérée comme le minimum à respecter pour obtenir une réelle immunité collective vis-à-vis du variant Delta (contre 75% pour le variant Alpha). Vers la mi-août, à peine plus de 50% des populations américaines et européennes étaient totalement vaccinées. L'usage tantôt de la carotte (chèques offerts aux vaccinés dans certains États américains) tantôt du bâton (passes sanitaires, quarantaines, confinements ciblés...) n'a qu'un impact limité dans les pays de l'OCDE, alors que la situation sanitaire demeure réellement préoccupante dans les pays émergents (hors Chine). **Les autorités publiques semblent accepter l'idée que l'immunité collective ne pourra être atteinte par les campagnes de vaccination, d'autant que les vaccins actuels ne réduisent que de 40 à 60% le risque de transmission. L'objectif principal demeure de réduire au maximum les formes graves contre lesquelles les vaccins ont prouvé leur grande efficacité.**

Pourtant se dessine déjà la perspective d'une dose de rappel qui ne manquera pas d'alimenter les polémiques et les discours sophistiqués. Les données israéliennes publiées durant l'été, qui ont le mérite de rassembler des statistiques remontées du

terrain, suggèrent qu'après une période de six mois l'efficacité du vaccin à ARN messenger Pfizer/BioNtech tombe à 41% contre les formes symptomatiques et 88% contre les formes graves, ce qui reste néanmoins important. Ces données sont probablement influencées par le fait que ce sont les personnes âgées et les plus fragiles qui ont été vaccinées au début de la campagne. Cependant, d'autres études plus récentes indiquent qu'une dose de rappel est parfaitement indiquée au minimum six mois après l'inoculation de la deuxième dose.

On aurait pu s'attendre à ce que les marchés s'inquiètent de cette quatrième vague alimentée par le variant Delta. Il n'en fut rien (nouveaux records des indices S&P 500 et Nasdaq, bourses européennes en progression de 4% depuis le 1^{er} juillet) ou presque, en dehors d'un peu de volatilité observée à la mi-juillet. Deux raisons principales expliquent cette placidité des marchés à l'égard de la Covid-19. D'une part, les investisseurs semblent parier sur un pic de contamination beaucoup plus rapide que lors des précédentes vagues compte tenu de la très grande contagiosité du variant Delta. D'autre part, l'avancée des campagnes de vaccination aux États-Unis et en Europe semble bien avoir rendu leurs économies plus résistantes en évitant le retour aux confinements des vagues précédentes. L'activité du Vieux Continent reste d'ailleurs sur une dynamique d'accélération. Cette quatrième vague ne devrait donc pas entraver la reprise. On peut évidemment s'étonner du détachement des investisseurs à l'égard de la situation sanitaire préoccupante dans les pays émergents.

Seul véritable bémol durant l'été, sans rapport avec la Covid-19 : la grande morosité sur les marchés chinois (l'indice MSCI China, en baisse de plus de 30% depuis son plus haut de février, s'est approché de son sommet de 2015 !), **le gouvernement de Pékin ayant intensifié sa reprise en main de l'économie en ne se limitant plus seulement au secteur des grandes plateformes technologiques privées (Alibaba, Tencent...).** Ce

renforcement de la régulation joint à la perspective d'un tour de vis fiscal dès 2022 visant à assurer un développement économique plus équitable (correction récente des valeurs du luxe de 10%, la Chine pesant pour environ 35% de la demande mondiale en produits de luxe), témoigne de la volonté du Parti communiste chinois, qui fête cette année ses cent ans d'existence, de conforter son pouvoir absolu en amont du XX^{ème} congrès qui se déroulera en 2022. A noter que le fiasco de l'intervention occidentale en Afghanistan renforce un peu plus la domination chinoise en Asie. Sur le plan géopolitique, la victoire incontestée des Talibans ne fera qu'alimenter les visées hégémoniques des démocraties (Turquie, Russie...), alors que les États-Unis ne sont plus prêts à jouer le rôle de gendarme du monde (réassurance de leurs alliés). Les Taiwanais apprécieront. Alors que la chute de Kaboul n'a aucun impact sur le PIB mondial et les marchés boursiers, l'avenir est bien devenu plus incertain et plus dangereux. L'Union européenne a tout intérêt à se penser comme

une puissance régionale et à se faire respecter. La dernière grande vague migratoire provoquée par la guerre en Syrie a joué un rôle clé dans le referendum sur le Brexit en juin 2016. Un éventuel nouveau choc migratoire en provenance d'Afghanistan aurait sans nul doute des répercussions politiques majeures sur les résultats des prochaines élections prévues dans l'UE.

Du côté de l'actualité des banques centrales, nous soulignons la perspective d'une diminution des achats de titres par la Réserve fédérale (*tapering*) un peu plus tôt que prévu (fin 2021 ?), ce qui n'a pas ému outre mesure les investisseurs (taux souverain à dix ans en dollar au niveau ridicule de 1,30%, contre un plus haut au début du printemps à 1,80% lorsque les craintes d'emballlement de l'inflation atteignaient leur paroxysme), et l'annonce par la BCE d'une nouvelle cible symétrique d'inflation de 2% (moyenne au travers du cycle économique), à l'instar de la Fed.

LE 6^{ÈME} RAPPORT D'ÉVALUATION DU GIEC : VERS UNE INÉVITABLE ACCÉLÉRATION DES POLITIQUES DE TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

Malgré les catastrophes naturelles qui ont émaillé l'été sur tous les continents (feux de forêt, inondations, nouveaux records de température...), le 6^{ème} rapport du GIEC (Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évaluation du climat) présenté au début du mois d'août n'a pas eu beaucoup d'échos au sein de la communauté financière. **Le résumé de 41 pages de l'étude scientifique destiné en priorité aux décideurs politiques mérite pourtant d'être lu, car il annonce clairement une inévitable accélération de la transition énergétique dans le monde**, ou du moins dans les pays démocratiques dont les populations sont sensibilisées à ces questions. Le rapport est sans ambiguïté : il sera difficile de respecter l'objectif de ne pas dépasser le seuil d'augmentation de la température moyenne de 1,5° par rapport à la période 1850-1900 (ce qui correspond encore à une hausse de 0,4° par rapport à 2011-2020). Dans les cinq scénarios envisagés selon les hypothèses d'émission de gaz à effet de serre (GES), l'estimation de progression moyenne de la température dépasse ce niveau à un horizon moyen terme (2041-2060), y compris dans le scénario le plus optimiste (très faibles rejets de GES dans l'atmosphère combinés à des émissions nettes de dioxyde de carbone (CO₂) nulles autour de 2050 suivies d'émissions nettes négatives). Pour éviter une augmentation de la température moyenne de 1,5 à 2° durant le XXI^{ème} siècle, il faudra une réduction significative non seulement des rejets de CO₂, mais également des autres GES tels que le méthane (CH₄).

Le GIEC insiste sur la forte probabilité que ses estimations d'augmentation de température seront dépassées car les réponses de l'écosystème au réchauffement climatique ne sont pas parfaitement incorporées dans les modèles actuels (rejets de GES liés au dégel du permafrost, aux incendies...). Les scientifiques soulignent le caractère irréversible de nombreux changements induits pour des siècles voire des millénaires, notamment s'agissant des océans et des glaciers. Le GIEC rappelle ainsi que lorsque la température moyenne était supérieure de 0,5 à 1,5° par rapport à la période 1850-1900, il y a environ 125 000 ans, le niveau moyen des océans était 5 à 10 mètres au-dessus du niveau actuel. Il est également rappelé dans le rapport que la concentration de CO₂ n'a

jamais été aussi élevée depuis deux millions d'années et que les concentrations en CH₄ et en N₂O atteignent des sommets depuis 800 000 ans. Le rapport insiste sur la relation quasi linéaire entre le stock accumulé de CO₂ rejeté par les activités humaines et le réchauffement climatique. Depuis 1850-1900, la contribution nette des effets naturels (variations orbitales, activité solaire, volcans...) à la hausse de 1,09° (période 2011-2020) est pratiquement nulle.

L'étude apporte des précisions utiles pour les pouvoirs publics sur deux sujets essentiels. Le premier aborde la hausse de la fréquence et de l'intensité des événements extrêmes (canicules, précipitations, sécheresses). Le second concerne l'estimation des rejets de GES que l'activité humaine peut tolérer dans les prochaines années pour respecter l'objectif d'une hausse de la température de 2° voire 1,5° (COP 21 de Paris de 2015). Une augmentation de 2° par rapport à la période 1850-1900 signifie encore une hausse d'environ 1° par rapport à la température actuelle. Dans ce scénario, le GIEC prévoit que la fréquence des canicules doublerait par rapport à aujourd'hui (en moyenne 5,6 événements extrêmes sur une période de dix ans), avec une déviation des températures bien supérieure. Autrement dit, les pouvoirs publics doivent s'attendre à une inévitable accumulation de catastrophes dans les prochaines décennies avec son lot de conséquences économiques et sociales funestes, même dans un scénario optimiste de réduction des rejets de GES. Le second sujet abordé démontre le gouffre qui sépare les bonnes intentions de la réalité des politiques engagées. Selon les estimations du GIEC, respecter l'objectif d'augmentation de 1,5° avec une forte probabilité (83%) exige que les émissions nettes de CO₂ que l'humanité pourrait encore se permettre se limitent à environ dix années de rejets actuels (c'est-à-dire environ 300 gigatonnes de CO₂, contre 34 gigatonnes rejetées en 2018). Autrement dit, la planète devrait atteindre la neutralité carbone d'ici 2030 ! Les engagements actuels des États sont loin du compte. L'Union européenne (9% des émissions mondiales de CO₂ avec le Royaume-Uni) prévoit dans son pacte vert de diminuer les émissions nettes de GES d'au moins 55% par rapport au niveau de 1990 et d'atteindre la neutralité carbone d'ici 2050, en ligne avec l'objectif de l'Administration de Joe Biden (les États-Unis

représentent à eux-seuls 15% des émissions). La Chine, responsable d'environ 30% des rejets mondiaux de CO₂, ne s'est engagée que sur un objectif de neutralité carbone en 2060 sans fournir de détails sur sa feuille de route ! Alors que Pékin annonce vouloir atteindre un pic d'émissions nettes de CO₂ avant 2030, de nouvelles centrales électriques alimentées au charbon continuent de voir le jour – le charbon représente encore environ 65% de son mix énergétique. L'Inde (7% des rejets mondiaux), tout comme la Chine, alimente le plus grand scepticisme à l'égard de la trajectoire mondiale des concentrations de CO₂ dans l'atmosphère, les efforts des uns pouvant être largement compensés par les politiques peu volontaristes des autres. **La 26^{ème} conférence de l'ONU sur le climat (COP 26) qui se tiendra à Glasgow du 1^{er} au 12 novembre sera décisive.**

Quelles sont, sur les marchés financiers, les implications du réchauffement climatique et de la lutte engagée pour en limiter au maximum l'ampleur ? Gigantesques à n'en pas douter ! Tous les secteurs d'activité sont bien sûr concernés. Il n'y a pas de retour en arrière possible pour les politiques publiques. Certes, les gouvernements tâtonnent encore dans le choix des moyens à mettre en œuvre pour atteindre la neutralité carbone. Le vif débat toujours en cours au sujet de l'énergie nucléaire dans l'UE (cf. les derniers commentaires du commissaire au marché intérieur Thierry Breton), sous la pression de l'Allemagne qui a rejeté cette énergie décarbonée dans les heures qui ont suivi la catastrophe de

Fukushima du 11 mars 2011, témoigne d'une grande fébrilité dans les choix des politiques publiques qui nous engagent pour les cinquante prochaines années. Il nous semble néanmoins évident que la transition énergétique connaîtra une accélération sous la pression de l'opinion publique (cf. le plan de relance européen). Une tarification du carbone contribuera notamment à modifier en profondeur les modes de production et de consommation. L'annonce récente par la BCE d'un « verdissement » de sa politique monétaire n'est pas qu'anecdotique. Il ne s'agit pas seulement de mieux intégrer la problématique du réchauffement climatique dans les modèles de prévisions économiques et financières et d'analyse des risques, mais aussi de définir des critères « verts » dans les programmes d'achat de titres.

Sans nul doute, les besoins d'investissement que nécessite la transition écologique seront massifs, ce qui ne manquera pas d'alourdir un peu plus le poids de la dette publique. Les banques centrales n'auront pas d'autre choix que de faciliter au maximum le financement de ce surcroît de dette en poursuivant le contrôle de la courbe des taux d'intérêt. Alors que les entreprises adoptent au pas de course des stratégies de décarbonation de leurs activités (cf. les plans ambitieux des constructeurs automobiles), **les thématiques liées aux investissements responsables (acronyme ESG pour Environmental, Social, Governance) ont clairement le vent en poupe, drainant des proportions toujours plus grandes de l'épargne mondiale.**

LES BESOINS D'INVESTISSEMENT PUBLIC EXIGENT DE LA COMPLAISANCE DE LA PART DES BANQUES CENTRALES : UNE AUBAINE POUR LES MARCHÉS

C'est le sujet fondamental pour les marchés financiers dopés aux liquidités des banques centrales : combien de temps l'environnement ultra-favorable des taux d'intérêt va-t-il persister et soutenir ainsi les prix des actifs financiers et immobiliers (taux nominaux inférieurs au taux de croissance de l'économie, taux réels après inflation en territoire négatif) ? Compte tenu des énormes besoins des États (plans de relance, transitions énergétique et numérique...), des fragilités structurelles des économies au sortir de la crise sanitaire (qui renforcent le rôle de l'Etat dans des économies de moins en moins libérales), et de la prudence affichée par les banquiers centraux ces dernières années, nous restons convaincus que les politiques monétaires resteront plutôt accommodantes. L'extrême sensibilité des bourses américaines à la courbe des taux en dollar – souvenons-nous de la violente correction des marchés fin 2018 – a rendu la *Federal Reserve* plus vigilante à l'égard de son action sur les prix des actifs financiers qui sont un facteur clé dans la bonne tenue du PIB des États-Unis (cf. le discours prudent du président de la Fed Jerome Powell à l'occasion du symposium de Jackson Hole). La zone euro tente quant-à-elle de rattraper le temps perdu par des années de dogmatisme monétaire imposé par l'Allemagne ; la BCE continuera d'assurer la solvabilité des États les plus endettés. Les investisseurs n'attendent pas de resserrement de politique monétaire avant longtemps (hausse des taux d'intérêt directs sans doute pas avant 2023), au-delà des ajustements des programmes d'achat de titres. A ce sujet, la BCE

restera sans doute plus accommodante que la Fed pour une période plus longue.

Et l'inflation dans tout cela ? Il faut avouer que les banquiers centraux gardent une grande crédibilité en la matière puisque les récents discours de la Fed et de la BCE sur la nature transitoire du pic d'inflation lié à la sortie de la crise sanitaire et à la reprise économique ont convaincu les marchés financiers. Malgré les goulets d'étranglement qui devraient persister plus longtemps que prévu dans les chaînes de production et les difficultés de recrutement observées des deux côtés de l'Atlantique (signe d'un problème massif de compétences au sein de la population active), les attentes d'inflation telles que reflétées dans les contrats financiers swaps ont eu tendance à refluer depuis le printemps (swap d'inflation en dollar 5 ans dans 5 ans à 2,35% contre 2,55% à la mi-mai). On n'observe pas de spirale inflationniste salaires-prix dans les pays de l'OCDE, et c'est bien là l'essentiel pour les banquiers centraux qui peuvent dès-lors poursuivre leur politique accommodante.

Nous signalons au passage que les besoins d'investissement ne se limitent pas au secteur public. Les goulets d'étranglement dans les chaînes de production ont démontré l'insuffisance de l'investissement privé depuis la crise des *subprimes*. Or, les prix orientés à la hausse, conséquence de la stimulation exceptionnelle de la demande favorisée par les programmes publics de soutien, semblent bien déclencher un cycle de hausse

des investissements des entreprises privées. Ces investissements de capacité et de modernisation observés dans de nombreux secteurs (niveau mensuel des commandes de biens d'équipement jamais vu depuis vingt-cinq ans aux États-Unis) seront bien évidemment de nature à modérer les hausses de prix – c'est d'ailleurs la base du fonctionnement d'une économie capitaliste efficace. Bien plus, ce

nouveau cycle d'investissement annonce un renforcement de la croissance économique potentielle et de futurs gains de productivité obtenus grâce à l'effort de modernisation des entreprises (transition numérique), et nous permet d'espérer finalement un cycle vertueux pour les marchés boursiers.

CONCLUSION

Oui, les marchés sont généreusement valorisés dans l'absolu (sans référence aux taux d'intérêt). Oui, l'impossibilité d'atteindre l'immunité collective annonce plusieurs années de lutte contre la Covid-19 et de probables épisodes sanitaires douloureux. Oui, les développements géopolitiques récents invitent à la plus grande circonspection – acheter de la volatilité garde ainsi tout son sens pour couvrir les risques extrêmes. Tous ces sujets sont finalement connus de tous. Pourtant, le comportement récent des indices boursiers démontre que les investisseurs sont surtout attentifs aux questions de rendement de leurs portefeuilles. **Face aux**

taux d'intérêt ridiculement bas qui pénalisent la performance des actifs obligataires, **aux perspectives de croissance plutôt attrayantes** (reprise économique plus rapide que prévu, saison des publications des résultats du deuxième trimestre réellement convaincante, amorce d'un nouveau cycle d'investissement), **et aux autorités politiques et monétaires qui offrent comme une réassurance contre les risques de dislocation de l'économie et des marchés financiers, les investisseurs saisissent la moindre occasion pour acheter sur faiblesse** (cf. les corrections boursières passagères de juillet et août). Cette situation peut durer longtemps.

DISCLAIMER

Le contenu ci-dessus a été produit et est diffusé par Pure Capital S.A. Il est donné à titre informatif uniquement et a pour objectif de présenter les activités de gestion de la société Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») ainsi que de donner des informations au sujet de ses stratégies d'investissement. Les informations ou données (incluant les textes et les supports photo) reprises dans ce document sont protégées par le droit d'auteur et toute reproduction ou distribution de celles-ci à des tiers, entièrement ou partiellement, sans l'approbation préalable de Pure Capital, est interdite.

Pure Capital se réserve, à tout moment, le droit de modifier ou changer les données contenues dans ce document sans communication préalable.

Ce document ne doit en aucun cas être assimilé à une offre en vue d'acquiescer/vendre un instrument financier ou à une quelconque activité de démarchage ou de sollicitation à l'achat ou à la vente de d'instruments financiers ou d'investissement. Toutes les informations publiées ici ne sont fournies qu'à titre informatif et ne constituent en aucun cas des conseils en investissement. Néanmoins, aucune garantie ne peut être donnée sur leur exactitude ou exhaustivité. Ces informations n'ont pas été préparées conformément aux exigences légales favorisant l'indépendance de la recherche en investissements, et devraient dès lors être considérées comme une communication marketing. Bien que ce contenu ne soit soumis à aucune interdiction d'utilisation avant sa diffusion (par exemple, pour exécuter des ordres), Pure Capital ne cherche pas à en tirer profit.

Pour plus de détails concernant les produits d'investissement, les documents de vente officiels (le Document d'Information Clé pour l'Investisseur, le prospectus, le rapport semestriel et le rapport annuel) sont disponibles gratuitement sur simple demande auprès de Pure Capital S.A. (ci-après « Pure Capital ») (tél. : +352 26 39 86) ou par consultation du site internet www.purecapital.eu.

Les informations reprises dans ce document sont fournies de bonne foi et ne sauraient engager la responsabilité de Pure Capital.

Il ne peut y avoir aucune garantie que des objectifs d'investissement seront obtenus. La performance passée n'est pas un indicateur fiable des résultats futurs. Les performances peuvent varier au fil du temps. La valeur nette d'inventaire du portefeuille dépend des tendances du marché. Tout fonds d'investissement est donc soumis aux fluctuations des marchés et l'investisseur pourrait ne récupérer qu'un montant inférieur à celui qu'il a investi.

Des frais de conservation annuels, ou droits de garde, peuvent être prélevés par votre teneur de compte. Ils varient d'un établissement à l'autre. Pour les connaître, veuillez-vous en informer.

Ce document vous est fourni à la condition qu'il ne constituera pas une base primaire à des investissements. Tout investissement devrait être le fruit d'une décision suffisamment éclairée et avertie.