



**Jean-Jacques Ohana**, CFA  
Directeur de la  
Gestion

## “*Quelles surprises financières pour 2021 ?*”

Alors que 2020 s'est achevée dans un contexte difficile de crise sanitaire et économique, les Bourses mondiales ont réussi malgré tout à recouvrer leur niveau de fin 2019.

Le consensus boursier de 2021 n'a jamais été aussi fort :

- Forte hypothèse de reflation de l'économie mondiale avec un retour à la normale sur le second semestre ;
- Scénario « Boucle d'or » sur les marchés avec des Banques Centrales toujours accommodantes et simultanément une économie mondiale en croissance.

Cela se traduirait à la fois par la **hausse** des Bourses et des cours des matières premières, en particulier les métaux de base et les métaux précieux mais aussi par la **baisse** du dollar engendrée par le double déficit budgétaire et commercial américain. Cette hypothèse serait aussi confortée par le débasement monétaire des devises fiduciaires et la poursuite de la flambée des actifs réels. Dans ce contexte potentiel de hausse généralisée des actifs risqués, les points morts d'inflation (inflation anticipée par le marché des obligations indexées sur l'inflation) poursuivraient leur rebond et les taux réels se maintiendraient à des niveaux relativement bas pour remonter au second semestre sous l'effet de la normalisation de l'économie.

Trois surprises pourraient cependant mettre à mal cette projection :

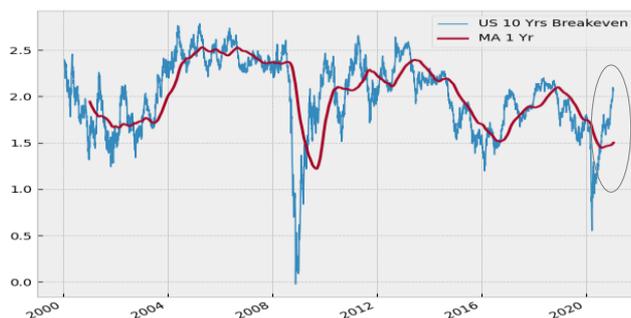
1. La réouverture des économies pourrait arriver bien plus tard que prévu. Sous l'effet des nouvelles mutations du virus et du retard pris dans les campagnes de vaccination, les confinements pourraient à nouveau se multiplier dans de nombreux états, d'autant que la saison hivernale a ravivé le virus dans toutes les zones géographiques. **La normalisation de l'économie de service serait de ce fait différée.**
2. De plus, lors de la réouverture, une reprise hétérogène en K pourrait continuer. Certaines industries, comme le numérique, la santé, la distribution et la grande consommation ont en effet pris une avance considérable dans leur croissance à long terme du fait de la fermeture de l'économie physique. Cependant, dans certains sous-secteurs (tourisme, pétrole, immobilier commercial ou automobile), les problèmes qui se posaient déjà avant la crise du Covid 19 finiront par resurgir. Certaines activités seront durablement impactées par la crise et une fois l'économie réouverte, l'incitation des Etats à sauver à fond perdu des industries sinistrées diminuera tandis que le libre marché reprendra ses droits, laissant la « destruction créatrice » suivre sa logique de sélection naturelle pour apurer les excès d'endettement privé. Le nombre d'entreprises zombies, sous perfusion économique, n'a jamais été aussi élevé dans l'histoire et la reprise pourrait bien paradoxalement être le début d'une vague de défauts lorsque les aides publiques seront retirées. **La crise de la dette n'aurait ainsi été que différée mais non évitée.**
3. Il se pourrait que les aides d'Etat trop indifférenciées et massives accroissent l'épargne des ménages en deçà d'un niveau critique et engendrent du même coup une vague inflationniste à la réouverture. Ce scénario est d'autant plus crédible que les démocrates ont désormais, en plus de la victoire de Biden, pris le contrôle des deux chambres du Congrès américain. Du même coup, les Banques Centrales seraient contraintes de resserrer prématurément leur politique monétaire. **Ce resserrement pourrait se traduire à la fois par une remontée brutale du dollar et des taux réels et un effondrement des cours de bourse** qui évoluent aujourd'hui à un record historique de valorisation.

Dans un marché où les valeurs n'ont jamais été aussi hautes depuis la bulle technologique de 2000, la volatilité implicite du S&P 500, ou VIX, demeure élevée (27) au regard des niveaux observés habituellement. Si la défiance des investisseurs professionnels se maintient dans cette zone, cela signifie que l'exubérance de la Bourse et sa déconnexion avec la réalité nous place dans une situation inconfortable.

En 2021, tout investisseur ne devra pas ignorer le schéma reflationniste alimenté par la volonté sans faille des Etats et des Banques Centrales de soutenir les marchés.

Un « investisseur averti en vaut deux ».

### Hausse du point mort d'inflation à 10 ans sur les obligations du Trésor américain



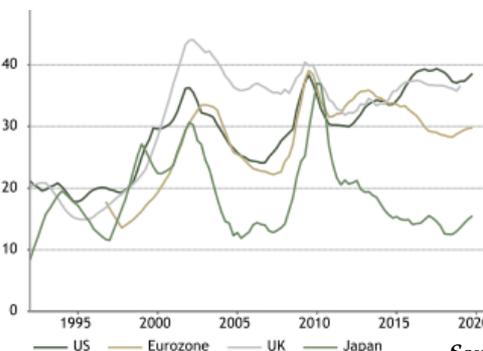
Source : Bloomberg

### Evolution des matières premières



Source : Bloomberg

### Evolution défavorable du pourcentage d'entreprises surendettées, par zone géographique *Interest Coverage Ratio <1*



Source : Absolute Strategy Research

### Ratio Prix sur Chiffre d'Affaires du S&P 500

Valeur historique \* **1,6** vs. Valeur au 05.01.2021 **2,77** \* *Moyenne 2002-2021*  
Source : Bloomberg

### Evolution de l'indice VIX

Valeur historique \* **17,5** vs. 05.01.2021 **27,04** \* *Moyenne 2015-2021*  
Source : Bloomberg

INFORMATIONS IMPORTANTES : Ce document est destiné aux investisseurs professionnels. Toutes les informations disponibles sur le présent document ont un caractère purement informatif. Toutes les opinions exprimées sont celles de HOMA CAPITAL et ne constituent pas de conseil en investissement. Les données disponibles sur le présent document sont constituées à partir de sources réputées fiables mais n'ont pas été vérifiées par un organisme indépendant. Elles ne constituent ni un élément contractuel, ni une proposition ou une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Les commentaires ne sauraient être considérés comme une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente d'instruments financiers mentionnés. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer auprès de HOMA CAPITAL.