



Même pas peur des bulles gonflées à l'hélium

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
MSCI Europe NR €	232,82	1,03%	-4,58%
S&P 500 \$	3 638,35	2,27%	12,62%
Nasdaq Composite \$	12 205,85	2,96%	36,03%
Nikkei ¥	26 644,71	4,38%	12,63%
MSCI EM Net \$	593,76	1,79%	12,55%
China A Shares (CNY)	3 572,44	0,91%	11,78%
Euro / Dollar	1,1963	0,89%	6,69%
Gold \$	1 787,79	-4,45%	17,83%
Brent Oil \$	48,1800	7,16%	-20,85%
10 ans Allemand	-0,59%	-1 bps	-40 bps
30 ans Allemand	-0,18%	-1 bps	-53 bps

A l'approche des fêtes de fin d'année, **notre attention se porte sur les bulles**, mais pas encore sur les bulles de champagne ! Les questions portent sur l'existence de bulles **boursières** qui seraient alimentées par la liquidité abondante des banques centrales ; sur les bulles **d'endettement** des Etats qui soutiennent les économies par des plans de relance justifiés et conjoncturels, mais avec des risques de dérapage sur les déficits structurels à l'avenir ; sur les bulles au sens scolaire du terme qui nous l'espérons ne seront pas les résultats définitifs des **négociations politiques** en cours de part et d'autre de l'Atlantique, pour éviter le rattrapage à la rentrée.

Même pas peur de la bulle boursière...

Les bourses mondiales ont connu **un mois de novembre sans précédent, avec des gains souvent records** : +18,1% pour l'Euro Stoxx 50, +15,0% pour le Nikkei, +10,8% pour le S&P 500 (et un point de mieux pour le Nasdaq) et +9,3% pour les marchés émergents selon le MSCI en USD. Ces performances s'appuient sur deux éléments tangibles, l'annonce de l'arrivée imminente de vaccins efficaces et la levée des incertitudes sur le résultat des élections américaines, même si la composition finale du Sénat demeure inconnue. Hors d'Europe, de nombreux indices sont maintenant en nette hausse par rapport au début d'année, ainsi le Nasdaq affiche +36% ! Ils ont parfois, singulièrement aux Etats-Unis, atteint des records historiques, **alors que l'activité affiche cette année, dans la plupart des pays, une récession sans précédent** en temps de paix !

La bourse anticipe naturellement le redressement des années à venir, mais une question s'impose : **ne fait-on pas face à une bulle spéculative ?**

"Toutes choses égales d'ailleurs", comme disent les économistes, au vu de la récession les cours des actions ne semblent pas justifiés, mais précisément, **les choses ne sont pas "égales d'ailleurs"**. Des plans de soutien gigantesques ont été déployés. Les gouvernements ont mis en œuvre des **politiques budgétaires** de soutien à l'économie qui étaient inimaginables quelques semaines auparavant. **Les banques centrales ont inondé les marchés de liquidités**, les taux longs comme les taux courts ont baissé. La pandémie a sévèrement réduit l'offre mondiale, pourtant aucune trace d'inflation n'est visible et, avec la montée des taux de chômage partout, il n'y a guère de crainte de voir se développer une spirale prix-salaires.

Indice	Niveau	Evolution		
		Semaine	2020	
10 ans US	0,84%	1 bps	-108 bps	
30 ans US	1,57%	5 bps	-82 bps	
10 ans Italie	0,59%	-4 bps	-82 bps	
Xover TR - Spread	266,66	-15 bps	59 bps	
Indices factoriels Fideas		Semaine	Mois	2020
EMU	1,76%	18,16%	-1,67%	
EMU Facteur Value	2,69%	22,71%	-7,44%	
EMU Facteur Growth	0,98%	14,37%	3,94%	
US	2,24%	11,29%	13,79%	
US Facteur Value	3,18%	15,04%	-4,34%	
US Facteur Growth	1,82%	9,66%	26,34%	

La répression financière est là pour durer et **les taux semblent donc devoir rester faibles**. Dès lors **les PER actuels**, qui auraient semblé trop élevés l'an dernier **sont perçus comme parfaitement acceptables**. Surtout, ces liquidités surabondantes cherchent à s'investir dans un contexte de taux courts minimes, quand ils ne sont pas négatifs. **Tous les supports peuvent donc en bénéficier**. Immobilier, or, crypto-monnaies, actions, obligations, tous les actifs ont eu, tour à tour ou en même temps, leur moment d'euphorie, actuellement c'est surtout la bourse. Pourtant **il faut être sélectif** sur tous les choix, stratégiques, *value vs. growth*, géographiques, sectoriels et sur le *stock picking*.

Même pas peur des bulles d'endettement...

Qui dit relance budgétaire massive, dit **endettement massif des Etats**. Pour le moment on n'y prête qu'une attention limitée, dans les pays avancés, car les banques centrales soutiennent, par leurs achats, les marchés obligataires et singulièrement leur signature souveraine. Dans le contexte actuel **un débat sur une éventuelle annulation de dettes est inopportun**, ceux qui en parlent n'ont pas conscience que cela irait à l'encontre de leur objectif.

- D'abord parce que dans certains pays, comme la France, la dette est émise à taux négatif, donc la dette "rapporte" à l'émetteur qui a tout "intérêt" à maintenir le statu quo. Pour les dettes à taux positifs, les intérêts payés aux banques centrales gonflent leurs profits ... qui sont reversés aux Etats.
- Ensuite, si certaines des dettes détenues par les banques centrales devaient officiellement être annulées, ça ne pourrait sans doute que sonner la fin des programmes d'achats... si précieux en ce moment !
- En outre, dans le même esprit un tel débat ne peut qu'accroître la pression pour que les budgets soient dorénavant équilibrés, autre contrainte.
- Enfin, la possibilité même d'annuler ces dettes, c'est un peu ouvrir la boîte de Pandore, même si cette dette peut bien être présentée comme exceptionnelle, justifiant un traitement exceptionnel. Le couvercle d'un cantonnement de style CADES, en plus long suffirait bien !
- De fait, avec le réinvestissement systématique des encours détenus dans le cadre du QE, accompagné d'un transfert à

l'Etat des intérêts de ce portefeuille, **on est déjà dans cette logique de cantonnement de fait du côté du porteur**, parler d'annulation serait superflu et contreproductif.

En revanche, la crise a affaibli les finances de la majorité des entreprises ainsi que celles de certains ménages. Ce gonflement de l'endettement privé est aussi porteur de risques importants car les dettes privées obèrent plus la croissance que les dettes publiques. La majorité des entreprises sortira de cette crise avec un endettement accru qui les fragilisera pour les années à venir. Le secteur financier devra supporter une large partie de ces risques, avec **une hausse probable des défauts** dans les années à venir.

Ces risques seront même accentués car **la crise sanitaire actuelle est un accélérateur des transformations** : davantage d'entreprises verront leur *business model* mis à mal, davantage de ménages se trouveront en situation de chômage ou de déclassement professionnel. La question d'une annulation des dettes privées, ou plutôt de leur transfert vers l'Etat souverain, pourrait se poser, ce qui aggraverait la situation de ce dernier.

Même pas peur des bulles politiques...

Le dernier type de risques auquel sont confrontés les marchés en ce moment ce sont **trois risques politiques dont l'échéance est imminente**.

Celui d'un **blocage au Congrès américain**, qui empêcherait le renouvellement du soutien à l'activité entre fin décembre et le 20 janvier, voire peut-être après. En principe ce n'est que transitoire, mais des milliers d'entreprises et de familles sont exposées à une catastrophe irrémédiable dès le début janvier avec des faillites, du chômage et des expulsions.

En Europe, l'absence d'approbation du plan de relance de 750 milliards d'euros **va de pair avec le blocage financier plus global** de l'UE, puisque le budget 2021 n'a pas encore pu être voté.

En Europe toujours, **la question du Brexit** demeure sans réponse. Cette négociation est **à coup sûr perdant-perdant**, le RU est plus exposé que l'UE, mais les enjeux politiques dominent les discussions et ont empêché jusqu'à présent de conclure. À tout moment **les négociations peuvent aboutir... aussi bien qu'être rompues !**

- Même un aboutissement serait cauchemardesque à mettre en œuvre en moins d'un mois... Après la signature, l'adoption d'une période de transition au moment de la mise en route serait peut-être nécessaire.
- Par rompues, il faut entendre que l'on passerait par une période de "no deal" à compter du 1^{er} janvier zéro heure

(avant sans doute de reprendre d'épiques négociations pour reconstruire quelque chose !) C'est **le Brexit par accident** que l'on avait beaucoup envisagé en mars puis en octobre 2019 et qui pourrait finalement se produire au 1^{er} janvier. Les parties prenantes mériteraient bien une « bulle » dans ce cas de figure.

Pour limiter la casse, on ne peut pas exclure un « rattrapage » en optant pour une solution plus raisonnable, celle d'**arrêter les pendules** et faire durer le statu quo et les négociations au-delà du 31 décembre, en une sorte de nouvelle période que l'on pourrait dénommer, en utilisant un vocable médical, une "transition dépassée".

A surveiller cette semaine

L'économie victime de la politique

C'est **le rapport sur l'emploi** de novembre, attendu vendredi, qui devrait retenir l'attention : **on redoute une mauvaise nouvelle**. Au vu des chiffres hebdomadaires d'inscriptions au chômage, le marché de l'emploi semble s'être dégradé. Les restrictions sociales progressivement mises en œuvre aux Etats-Unis ne peuvent que gêner la poursuite du redressement économique. Dans ce contexte, il apparaît de plus en plus **nécessaire que le Congrès adopte un nouveau plan de relance** pour prendre la relève des mesures actuelles qui, pour certaines, tombent à la fin du mois. Pourtant, la politique continue de prendre le pas sur l'économie.

En Europe, **les regards commencent déjà à se tourner vers la réunion de la BCE du 10 décembre**, pendant laquelle de nouvelles mesures de soutien monétaire doivent être décidées, selon ce qui a été annoncé lors de la précédente réunion. La BCE espérait certainement disposer d'ici-là des détails du **plan de relance budgétaire européen**, hélas le dossier **reste bloqué** par la Pologne, la Hongrie et la Slovaquie. Un déblocage serait donc particulièrement bienvenu. Sinon, la relance monétaire qui devait l'accompagner serait presque impossible à bien calibrer.

Le Brexit est un autre sujet politique brûlant ! La seule chose qui semble acquise, c'est qu'**aucun accord ambitieux** ne peut plus être conclu : il n'y aura que des perdants.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Dominique Barbet le 01/12/20 à 19h00*