

Chercher l'erreur ?

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	31/12/2019
MSCI Europe NR €	243,34	3,16%	-0,27%
S&P 500 \$	3 824,68	1,83%	18,38%
Nasdaq Composite \$	13 201,98	2,43%	47,14%
Nikkei ¥	28 139,03	2,53%	18,95%
MSCI EM Net \$	654,29	4,79%	24,02%
China A Shares (CNY)	3 742,23	2,80%	17,09%
Gold \$	1 849,01	-2,62%	21,86%
Brent Oil \$	55,99	8,09%	-7,04%

Si la semaine passée paraît s'inscrire dans les semaines précédentes, nous sommes frappés par les évolutions observées : hausse significative du nombre de cas de Covid s'accompagnant d'une hausse des indices actions et d'une hausse marquée des taux d'intérêt longs. **Aucun doute, on revient directement à la vie normale ? ou chercher l'erreur ?** Comment analyser ces mouvements ; sont-ils tenables ?

Un début d'année toujours "risk-on"

La hausse soutenue des marchés actions se poursuit en ce début d'année, malgré les événements politiques aux Etats-Unis et surtout en dépit de la dégradation continue de la situation sanitaire pratiquement partout (y compris en Chine). Au cours de la première semaine de 2021, le S&P 500 a gagné 1,83% et le Nasdaq 2,43%, mais presque toutes les autres places font mieux, comme quoi **la crise politique américaine a quand même** pesé sur les performances américaines. Ainsi l'Euro Stoxx 50 affiche un gain de 2,65%, le Nikkei 225 +2,53% et le MSCI pays émergents +4,79% en USD (et même +5,12% en monnaies locales).

Plus que jamais, **les marchés continuent à regarder "à travers" la crise sanitaire**. S'ils n'ignorent pas les nouveaux variants et les multiples mesures de restrictions sociales, les investisseurs restent confiants dans la capacité des gouvernements et des banques centrales à soutenir l'économie à court terme, puis à la relancer à moyen terme.

Le revers de cette médaille c'est la baisse de l'obligataire, en particulier américain. Le rendement du T-Bond à 10 ans a progressé de 21pb, de 0,91% à 1,12% et celui du 30 ans est monté encore davantage (+23pb) de 1,64% à 1,87%, après s'être déjà adjugé 7pb chacun au cours du mois précédent. Par ailleurs, on notera que le point mort d'inflation à 10 ans poursuit sa hausse rapide, il a encore gagné 8pb la semaine dernière après +20pb en décembre pour atteindre 2,07% (tandis que le taux réel a effacé presque complètement sa baisse du mois dernier). En plus de la hausse des anticipations d'inflation à la faveur des attentes élevées d'un plan de relance démocrate, on cite également une possible adaptation de la politique de rachat de titres par la Fed qui pourrait survenir plus rapidement que prévu. Il faudra quand même que la situation sanitaire soit pleinement éclaircie et que l'économie soit remise sur des rails autonomes.

En Europe, le marché est plus calme, avec une hausse contenue des rendements allemands, +5pb pour le 10 ans et +3pb pour le 30 ans, après un mois de décembre étal. De surcroît, les

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	31/12/2019
10 ans Allemand	-0,52%	5 bps	-33 bps
30 ans Allemand	-0,13%	3 bps	-48 bps
10 ans US	1,12%	20 bps	-80 bps
30 ans US	1,87%	23 bps	-52 bps
Taux réel 10 ans US	-0,98%	12 bps	-111 bps
US Breakeven 10 ans	2,07%	9 bps	29 bps
Xover TR - Spread	246,45	4 bps	39 bps
Euro / Dollar	1,22	0,02%	8,96%

spreads entre souverains se sont également resserrés, malgré la poursuite de tensions politiques en Italie.

Des politiques monétaires plus différentes qu'il n'y paraît

Nous avons abordé dans ces colonnes, la semaine dernière, la façon dont les banques centrales, la Fed et la BCE, perçoivent l'inflation et tentent de gérer (voire de générer) les anticipations inflationnistes (notre analyse [ici](#)). Objectif poursuivi avec un certain succès si l'on en juge par la remontée des points morts d'inflation américains et, dans une moindre mesure, européens. Nous pouvons aujourd'hui compléter cette lecture avec l'analyse des politiques de QE de ces deux instituts d'émission.

La BCE a opté pour un programme de QE avec des objectifs lointains préfixés et une politique d'achats très réguliers, assez peu dépendante des mouvements de marché à court terme (les variations d'une semaine à une autre sont essentiellement dictées par les périodes d'illiquidité sur le marché, comme lors de la trêve estivale. Même si le programme pandémie (le PEPP) est officiellement plus souple que les programmes antérieurs (les APP), dans la pratique les montants achetés sont restés très stables. C'est sans doute la conséquence de dissensions internes, on sait que certains membres du conseil, pour ne pas dire certains pays membres du SEBC, restent réticents envers ces politiques d'achats de titres et ont voulu en limiter l'ampleur, pour éviter tout "risque de dérapage".

A l'inverse, la Fed a opté pour une stratégie beaucoup plus souple. Contrairement aux précédents épisodes de QE elle ne s'est pas engagée au moment où la pandémie a éclaté sur un objectif de long terme ni sur un rythme d'achats précis. Elle a réagi à la situation économique-sanitaire et aux évolutions des marchés, obligataires ou boursiers. Ainsi, nous avons pu observer trois phases dans les achats de Treasuries au cours de l'année passée. Avant la pandémie, l'encours détenu par la Fed progressait d'environ 20 mds par semaine. A partir de mi-mars les achats ont explosé, dépassant les 100 mds durant six semaines consécutives, avec une pointe à 362 mds fin mars et **un montant de près de 1 000 mds en 3 semaines**. Après avoir montré ses muscles la Fed a pu revenir vers son rythme d'achats antérieur, proche de 20 mds par semaine, mais toujours avec une flexibilité importante : des semaines à moins de 10 mds et d'autres à plus de 30 mds, comme mi-novembre ou mi-décembre.

Le total du bilan de la Fed a ainsi atteint un point haut le 10 juin à 7 169 mds, qui n'a plus été dépassé pendant les 4 mois

suivants. Avec les difficultés récentes et des achats ponctuellement plus importants, le bilan de la Fed a ré-augmenté pour atteindre 7 404 mds au 23 décembre, avant de se replier légèrement les deux semaines suivantes (comme souvent à l'approche des fins de mois). Avec cette politique d'achats assez souple **la Fed peut sans doute envisager l'arrêt de son QE de façon sereine**, les marchés savent qu'elle pourra et saura, à tout instant, revenir sur le marché en cas de nécessité.

Notons enfin que cette différence d'approche de la politique monétaire est aussi dictée **par l'attention importante que la Fed porte à la tenue des marchés financiers**. Tandis que la BCE est plus préoccupée par des considérations purement macro-économiques, et peut-être aussi de réputation... quoique, à force de vouloir se forger une image de rigueur, elle altère un peu son image d'efficacité. Pour utiliser un vocable à la mode dans les entreprises **la Fed est plus "agile"**, une souplesse qui est sans doute gage d'efficacité. Elle pourrait donc revenir sur sa politique de rachat de titres en cas d'accumulation de bonnes nouvelles. Dans le cas contraire, il est fort à parier que le QE demeure.

Dans un tel contexte, il n'est pas illogique que **les actions, notamment « value » susceptibles d'être soutenues par le plan de relance, montent**, lorsque les taux se tendent, puisque ces derniers dépendent aussi du succès du plan de relance, qui produira ses effets sur la politique de la Fed. A l'inverse, un scénario plus négatif pourrait voir les actions retomber, et les

taux baisser. **S'il s'agit d'un retour à la variété actions / taux, nous prenons !**

A surveiller cette semaine

C'est une semaine assez calme sur le plan des statistiques économiques qui s'ouvre. La situation politique américaine reste incertaine, avec une tentative d'impeachment qui n'aura qu'une portée limitée, mais **les marchés n'y prêtent que peu d'attention**. Il faut cependant rester vigilant quant à la détérioration de **la situation sanitaire** et aux nouvelles mesures de restriction qui continuent d'être prises à un rythme soutenu, même si, là-aussi les marchés ont jusqu'à présent regardé "à travers".

En fin de semaine les ventes au détail et la production industrielle américaines nous donneront une idée de **la tenue de la demande et de l'offre en décembre**. Dès le lundi suivant, les mêmes données seront disponibles pour la Chine.

Surtout, les démocrates votent le prochain **plan de relance américain** ce jeudi, et la publication **des résultats des banques américaines** débute vendredi.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Dominique Barbet le 12/01/21 à 19h00*