



Fais comme le NASDAQ...



Indice	Evolution		
	Niveau	Semaine	YTD
MSCI Europe NR €	242,13	3,42%	2,65%
S&P 500 \$	3 886,83	4,65%	3,48%
Nasdaq Composite \$	13 856,30	6,01%	7,51%
Nikkei ¥	28 779,19	4,03%	4,86%
MSCI EM Net \$	675,17	4,96%	8,18%
China A Shares (CNY)	3 665,04	0,39%	0,68%
Euro / Dollar	1,2046	-0,74%	-1,39%
Gold \$	1 814,11	-1,82%	-4,44%
Brent Oil \$	59,34	7,81%	14,51%
10 ans Allemand	-0,45%	7 bps	12 bps
30 ans Allemand	0,01%	9 bps	17 bps

Indice	Evolution		
	Niveau	Semaine	YTD
10 ans US	1,16%	10 bps	104 bps
30 ans US	1,97%	14 bps	106 bps
10 ans Italie	0,53%	-11 bps	-111 bps
Xover TR - Spread	242,84	-26 bps	243 bps
Indices factoriels Fideas			
	Semaine	Mois	2021
EMU	4,62%	4,62%	3,33%
EMU Facteur Value	3,74%	3,74%	2,00%
EMU Facteur Growth	5,47%	5,47%	4,37%
US	4,67%	4,67%	3,53%
US Facteur Value	4,32%	4,32%	2,98%
US Facteur Growth	4,92%	4,92%	3,70%

Cette semaine, dans une ambiance *risk-on* retrouvée et dans l'espoir de vous faire sourire, nous nous lançons dans une parodie de mauvais goût qui illustre ce qu'un investisseur sous-exposé (et nostalgique de Michel Fugain) peut se dire en ce début d'année.

« Fais comme le NASDAQ,
Cà vit d'espoirs et d'IT, le NASDAQ,
D'un peu de data et de flux, le NASDAQ,
Mais jamais rien ne l'empêche, le NASDAQ, d'aller plus haut...
Mais je suis seul dans les marchés,
J'ai peur des prix et des variants,
J'ai peur des actions et des taux,
J'ai peur du temps qui passe, dis,
Comment peut-on investir aujourd'hui
Dans un contexte de pandémie,
Je ne sais pas, je ne sais plus, je suis perdu.
Fais comme le NASDAQ... »

L'optimisme est de mise sur les marchés.

Les actions ont progressé partout : le S&P 500 a gagné 4,6% et le Nasdaq, toujours dopé par l'attrait pour les technos et la spéculation qui en découle, s'est envolé de 6,0%. Entre les deux on trouve l'Euro Stoxx à +5,1% et le MSCI émergent, avec +5,0% en USD. Dans le même temps, **la volatilité implicite a reculé**, même si c'est surtout le rebond de fin janvier qui a été effacé. **Les marchés obligataires se sont dégradés et les courbes de taux se sont tendues**. Par exemple le rendement des *Treasuries* a gagné 9pb sur le 10 ans et 14pb sur le 30 ans ; les taux des Bunds ne sont qu'un peu plus calmes avec des hausses de 7pb et 9pb respectivement.

Ce dynamisme provient d'un **grand optimisme sur les perspectives économiques**. D'abord, les mesures de restrictions en place ont un impact bien plus limité qu'au printemps dernier. Ensuite, les **plans de relance** gagnent en

crédibilité : aux Etats-Unis, où le plan actuel devrait porter à 30 points de PIB l'ensemble des mesures prises depuis un an, comme en Europe, où l'arrivée de plus en plus probable de Mario Draghi à la tête du gouvernement rassure (le spread de rendement du 10 ans italien s'est installé sous les 100pb). Enfin, **les campagnes de vaccination progressent** bien, assez vite et sans contretemps majeur, et presque partout, même si elles n'ont pas encore donné de résultats tangibles sur les hospitalisations et les décès. L'évolution de la situation sanitaire en Israël est encourageante. Il convient quand même de **surveiller l'efficacité des vaccins sur les variants** car une déception majeure reste possible. Le vaccin Astra Zeneca, sur lequel comptaient nombre de pays émergents, paraît peu efficace contre le variant sud-africain.

Autre signe de l'anticipation d'une croissance mondiale solide cette année, **les prix des matières premières augmentent rapidement**. En tête de gondole on trouve le pétrole : le WTI a gagné 8,9% sur la semaine et 16,9% depuis le début de l'année (le prix du Brent, parti de plus haut, est juste un peu plus calme avec +7,8% et +14,5% respectivement). Plus généralement c'est l'ensemble des produits de base qui montent, l'indice CRB affiche au 8 février un gain de 4,8% sur le mois et 9,4% depuis fin 2020). Il existe des exceptions à ces hausses, comme l'or, ce qui n'est pas une surprise pour une valeur refuge, ou le caoutchouc, victime collatérale de la pénurie de puces qui impose de mettre à l'arrêt des chaînes de montage automobile aux quatre coins du globe, si l'on ose dire.

La montée des risques inflationnistes perçus.

La perspective d'une activité déjà assez soutenue et d'une croissance solide cette année font monter les **craintes inflationnistes sur les matières premières mais aussi sur les produits finis**. Si l'on décompose la hausse du taux nominal américain à 10 ans, on observe que le taux réel n'a pas varié sur la semaine, alors que **le point mort d'inflation a encore augmenté de 10pb** à 2,20% (depuis le début de l'année leur hausse est respectivement de 5pb contre 21pb). On retrouve cette différence en zone euro, quoiqu'à un niveau bien moindre. Depuis fin 2020, le point mort d'inflation gagne 12pb en France à 0,98% et le taux réel baisse de 2pb, pour une hausse totale du taux nominal de 10pb. Le taux d'inflation reste

bas (+0,9% en janvier) pourtant Christine Lagarde s'est déjà sentie obligée de tenir des propos rassurants. La différence s'explique largement par le marché du travail.

Au-delà des facteurs de court terme, **le juge de paix, pour les risques inflationnistes, sera le marché du travail et l'évolution des coûts salariaux**, dans une économie américaine dynamique qui recrée petit à petit les emplois perdus.

Le rapport sur l'emploi de janvier peut, à juste titre, être qualifié de décevant. Avec +49k en janvier les créations d'emplois semblent en ligne avec les anticipations (+50k); mais les créations de postes dans le secteur privé sont sensiblement en deçà des attentes à 6k contre 50 (dont -10k pour le secteur manufacturier). Surtout les chiffres de décembre ont été revus en nette baisse de -140 à -227k pour l'ensemble et plus encore pour le secteur privé de -95 à -204k. Malgré ces emplois perdus **le taux de chômage est en nette baisse**, il passe en deux mois de 6,7% à 6,3% en janvier (et pour le taux qui inclut le sous-emploi il chute de 12,0% à 11,1%). L'explication se trouve largement dans **un nouveau recul du taux de participation** de 61,5% à 61,4%. Ce taux oscillait entre 62,7 et 63,2 depuis début 2016 jusqu'au T3 2019, avant de progresser fin 2019 et début 2020 (de 63,2 à 63,4) poussé par un taux de chômage très bas. Dès le début de la pandémie il s'est effondré jusqu'à 60,2% en avril, mais dès juillet il a cessé son redressement, et oscille depuis entre 61,4% et 61,7%. **Les difficultés économiques ont éloigné une partie de la population du marché du travail**, on constate que leur retour à l'emploi est difficile. Les chiffres hebdomadaires d'inscriptions au chômage, en baisse récemment, corroborent le recul du chômage : **on a moins de 5 millions de chômeurs indemnisés alors que l'économie a perdu près de 10 millions d'emplois depuis février 2020.**

Du côté des salaires, la poussée de décembre est révisée en hausse (+1,0% au lieu de +0,8%), c'est l'effet mécanique de la révision à la baisse de l'emploi, puisque l'on sait que **les emplois perdus pour cause de restrictions sociales sont moins payés**, le salaire moyen des employés occupés est donc rehaussé (sa hausse sur un an a été révisée de 5,1 à 5,4% en décembre). Avec peu ou pas d'emplois nouveaux en janvier cette distorsion persiste et le salaire moyen augmente de 0,2%, en ligne avec sa

tendance de long terme voisine de 3% ; **le glissement annuel, stable à +5,4%, est donc trompeur.**

Pourtant, **la thématique du risque inflationniste va persister** car, à cette situation, va s'ajouter la **hausse du salaire minimum fédéral**, voulue par Joe Biden. Au-delà d'un impact mécanique sur les coûts salariaux, le risque inflationniste est sans doute limité car la hausse est ponctuelle et le salaire minimum ne concerne que les emplois peu qualifiés pour lesquels un volant de main d'œuvre disponible devrait réapparaître avec le retour à la normale. Cette thématique inflationniste pourrait dominer les débats tout au long de l'année, voire au-delà. Elle sera nourrie par un retour vers un apparent plein-emploi, que Janet Yellen envisage déjà, mais aussi par un excès d'épargne disponible pour consommer.

A surveiller cette semaine

Peu de chiffres importants en dehors des **PIB au RU** cette semaine **et au Japon** dès le tout début de la semaine suivante. Sachant que les taux obligataires se tendent partout, on garde un œil sur **les indices de prix à la consommation**, d'autant plus que le cours du Brent débute la semaine au-dessus des 60 dollars le baril, un niveau que l'on n'a pas vu depuis plus d'un an (le WTI de son côté a dépassé les 57,35 dollars, sa moyenne de 2019).

Le nouvel an chinois, vendredi 12, nous promet une période plus calme en Asie tant du point de vue politique qu'économique, d'autant plus calme que les habituelles grandes transhumances chinoises pourraient être réduites par prudence sanitaire.

Du côté de la politique, on veillera à ce que la mise en accusation de D. Trump au Sénat, à partir de mardi, n'affecte pas le processus d'approbation du plan de relance américain. De même on suivra les progrès de Mario Draghi dans la construction de sa majorité et de son gouvernement.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Dominique Barbet le /02/21 à 19h00*