



Les taux donnent le ton !

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
MSCI Europe NR €	240,07	-2,29%	1,77%
S&P 500 \$	3 811,15	-2,45%	1,47%
Nasdaq Composite \$	13 192,35	-4,92%	2,36%
Nikkei ¥	28 966,01	-3,50%	5,55%
MSCI EM Net \$	648,19	-6,34%	3,85%
China A Shares (CNY)	3 678,27	-5,07%	1,04%
Euro / Dollar	1,2075	-0,36%	-1,23%
Gold \$	1 734,04	-2,81%	-8,46%
Brent Oil \$	64,42	3,67%	24,41%
10 ans Allemand	-0,26%	5 bps	31 bps
30 ans Allemand	0,19%	-2 bps	35 bps

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
10 ans US	1,40%	7 bps	128 bps
30 ans US	2,15%	2 bps	124 bps
10 ans Italie	0,76%	14 bps	-88 bps
Xover TR - Spread	265,43	19 bps	265 bps
Indices factoriels Fideas			
	Semaine	Mois	2021
EMU	-1,91%	3,68%	2,41%
EMU Facteur Value	-0,11%	4,97%	3,20%
EMU Facteur Growth	-3,44%	2,83%	1,76%
US	-2,47%	2,62%	1,50%
US Facteur Value	-0,90%	5,56%	4,21%
US Facteur Growth	-3,07%	1,86%	0,68%

Un mouvement violent sur l'obligataire.

La semaine passée a été marquée par la hausse des taux américains qui ont dépassé en séance 1,5% pour le 10 ans. Ce niveau est important à plusieurs titres. Tout d'abord, rappelons que les taux américains à 10 ans s'élevaient à 0,91% fin 2020. Ils ont donc monté de 60 bps en deux mois, ce qui représente une tension rapide et une baisse d'une obligation de cette maturité de l'ordre de 5%. En outre, 1,5% est équivalent aux points bas de ce taux 10 ans en 2012, 2016, 2019 et début 2020 avant que la crise Covid ne dégénère. Ce sont des " points techniques " importants regardés par les marchés.

Cette tension est causée par les anticipations de reprise de l'inflation (Cf. notre flash du 2 mars sur le sujet) qui conduisent les investisseurs à commencer à s'interroger sur l'évolution des politiques monétaires dans les trimestres à venir. La FED comme la BCE ont souhaité calmer les inquiétudes, J. Powell avançant même qu'il n'anticipait pas d'évolution de la politique monétaire de la FED avant 3 ans, ce qui a permis, à ce stade, de stabiliser le taux 10 ans. En Europe et au Japon les marchés obligataires ont suivi ce mouvement, avec une ampleur plus modérée. Le taux 10 ans japonais a quand même dépassé en séance les 0,16%, un plus haut depuis 5 ans.

Dans un contexte de sortie de crise, et à la faveur de plans de relance significatifs, nous n'anticipons pas de rechute marquée des taux d'intérêt hors éléments nouveaux (inefficacité vaccinale par exemple). Nous pensons que les taux devraient rester sur des niveaux bas, connaître des périodes de volatilité et, en tendance, remonter légèrement.

Des impacts très différents sur les différents types d'actions.

Cela faisait longtemps qu'un contexte de hausse des taux longs et de prise en compte d'un risque de hausse des taux courts n'était pas revenu comme une inquiétude auprès des investisseurs. Typiquement, depuis le début de la crise, les obligations d'Etat se comportaient comme des actifs contra-cycliques, en version toutefois dégradée par leur niveau très faible. Dans une période de retour du risque, les actions baissaient, et les taux aussi (les prix des obligations montaient). Dans une période de rebond des actions, les prix des obligations baissaient, ce qui était normal. Cette semaine, un nouveau paradigme est apparu : les hausses des taux ont

provoqué les baisses des actions. Quelles actions ? Tout d'abord celles des pays émergents, qui reculent de plus de 6%, elles sont traditionnellement adverses au risque de hausse des taux américains. Mais aussi le NASDAQ qui perd près de 5%, la raison étant que les valorisations les plus élevées sont naturellement les plus sensibles à une hausse des taux d'intérêt longs.

Et si l'on regarde de plus près les actions par catégorie de style, la semaine passée a montré que les actions défensives n'ont pas été celles que l'on croyait.

Depuis des années, ce sont les actions dites de " qualité " ou de " croissance " qui ont toutes les vertus, notamment de résistance en période de baisse. Leur performance a été respectivement de -2,7% et -3,4% dans la zone euro, la semaine passée, contre un indice à -1,9%. Elles ont sous-performé. Quid des actions à " faible volatilité " ? -2,96%. Le MinVaR ? -2,8%.

Ce sont les actions dites " value " (faible valorisation) qui tirent largement leur épingle du jeu avec une performance hebdomadaire de -0,11%, proche de la neutralité !

Ces tendances sont les mêmes dans le reste de l'Europe, aux Etats-Unis et au Japon. On avait vu que le " value " avait bien performé dans la hausse de novembre 2020, suite aux résultats positifs des vaccins, elles surperforment aussi dans la baisse récente. Depuis le début de l'année, les actions " value " de la zone euro ont généré une performance de +3,2%, l'indice a connu une performance de + 2,4%, le facteur " qualité " est en baisse de -0,4%, la faible volatilité de -3,9%. En deux mois, une gestion " value ", qui était considérée comme moribonde par rapport à une gestion " qualité ", a repris près de 7% par rapport à cette dernière.

Il y a encore beaucoup de chemin à faire pour un rattrapage complet, si rattrapage il y a, le " value " étant en retard de l'ordre de 30% sur 5 ans par rapport au facteur " qualité ". Les écarts de progression des bénéfices depuis plusieurs années rendent sans doute un rattrapage complet impossible.

Dans un contexte de sortie de crise, de reprise des débats, au moins à court terme, sur le redémarrage de l'inflation (à partir de niveaux très bas) et de tendance haussière sur les taux, il nous paraît pourtant important de ne pas être absents de la " value ".

A surveiller cette semaine

Après les PMI et les chiffres pour l'inflation européenne publiés en début de semaine, l'attention des marchés se focalisera sur **le rapport sur l'emploi américain de février**. L'interprétation de cet ensemble de chiffres est compliquée, car **si le taux de chômage a considérablement diminué** depuis les pires moments de la crise sanitaire, **l'emploi est loin d'avoir retrouvé son niveau antérieur**. La Fed semble estimer que le plein-emploi doit être jugé davantage selon le niveau de l'emploi que d'après celui du chômage, implicitement elle estime que, outre les demandeurs d'emploi, ceux qui se sont actuellement éloignés du marché du travail devraient pouvoir y revenir. Par ailleurs, **la Fed ne semble pas préoccupée par la hausse observée du salaire moyen** parce qu'elle est essentiellement due à la déformation de la structure de l'emploi au détriment des postes à bas salaires. Cependant, le retour à la normale ne sera pas chose aisée.

Au cours de la semaine suivante, ce sera au tour des indices de prix aux USA de retenir l'attention ; c'est l'autre sujet d'inquiétude des observateurs de la Fed et plus généralement

de l'économie américaine. Dans le cas de Etats-Unis c'est principalement la vague de froid qui pourrait avoir un impact à très court terme. **Pour 2021, l'inflation est un sujet mondial**. Tous les pays doivent être surveillés, car ils sont tous, quoiqu'à des degrés divers et avec des spécificités distinctes, exposés à la tension observable sur les prix des matières premières énergétiques, agricoles et industrielles. Cela dit, à plus long terme, la pression des salaires est sans doute loin.

C'est dans ce contexte que **se réunira jeudi 11 mars le conseil de la BCE**. Ce sera l'occasion de publier de nouvelles prévisions économiques, qui devraient en particulier inclure **une révision en hausse des prévisions d'inflation pour 21**, mais pas nécessairement pour 22. Pour autant, on ne prévoit aucune modification de la politique monétaire.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Dominique Barbet le 03/03/21 à 18h00*