



C'est le facteur !

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
MSCI Europe NR €	251,69	0,12%	6,70%
S&P 500 \$	3 913,10	-0,77%	4,18%
Nasdaq Composite \$	13 215,24	-0,79%	2,54%
Nikkei ¥	29 792,05	0,25%	8,56%
MSCI EM Net \$	647,80	-0,81%	3,79%
China A Shares (CNY)	3 568,68	-1,40%	-1,97%
Euro / Dollar	1,1904	-0,41%	-2,55%
10 ans Allemand	-0,29%	1 bps	28 bps
30 ans Allemand	0,28%	6 bps	44 bps
10 ans US	1,72%	10 bps	160 bps
30 ans US	2,43%	6 bps	152 bps
10 ans Italie	0,66%	4 bps	-98 bps
Xover TR - Spread	243,60	1 bps	244 bps

La période actuelle peut être qualifiée de **début de normalisation contrôlée des taux**, le défi de tout investisseur étant de gérer le mouvement au sein de ses portefeuilles, obligataires mais aussi actions en fonction des facteurs de performance et des corrélations entre les performances.

Hausse des taux et classes d'actifs

L'amélioration sanitaire avec une campagne de vaccination qui bat son plein, le retour d'une **dynamique de croissance** et la **hausse au moins transitoire de l'inflation** sont autant de raisons pour expliquer la hausse des taux. Dans le même temps, les Etats-Unis multiplient les annonces sur un **plan de relance** nécessitant des émissions obligataires en masse, et maintenant sur un plan de modernisation des infrastructures d'une taille conséquente, ce dernier n'ayant pas encore rajouté de pression sur les marchés.

Il faut d'abord gérer **l'impact de la hausse des taux sur les positions obligataires**. Les taux US continuent à monter tendanciellement, le taux 10 ans ayant dépassé 1,7%. Les taux européens demeurant bas sous l'œil attentif d'une BCE qui accélère ses achats ainsi qu'elle l'avait annoncé. Le taux 10 ans allemand termine la semaine à -0,29%. Pour fixer les idées, **les porteurs d'une obligation d'Etat américaine de 20 ans de maturité ou celui d'une obligation allemande de 30 ans de maturité ont perdu environ 10% depuis le début de l'année**. Ce n'est pas rien !

Cette remontée est-elle terminée ? Pour nous il est trop tôt pour le dire, et trop tôt pour imaginer un niveau plafond y compris pour les taux américains, bien en avance par rapport aux taux européens : 2,2% pour le 10 ans US ? Oui, le breakeven d'inflation 30 ans aux Etats-Unis, à 2,3%, nous paraît correctement valorisé et prévoit les évolutions long terme d'inflation, autant que faire se peut. Et oui ces taux offrent un rendement incomparable par rapport aux taux des autres pays développés (Europe, Japon). En cas de surprise négative sur les marchés (ex. : variants résistants à la vaccination), ces taux sont susceptibles de rebaisser et d'amortir les chocs dans les portefeuilles. Certains diront aussi qu'avec un niveau de dette aussi élevé, les Etats-Unis feront en sorte que le taux réel soit proche de zéro voire négatif pendant longtemps, il est bien de 0,05% sur du 30 ans aujourd'hui. Ou encore que le taux 5 ans dans 5 ans est déjà en ligne avec ce que la Fed a signalé comme hausses potentielles de taux. Il y a sans doute de la valeur

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
Gold \$	1 745,23	1,05%	-8,07%
Brent Oil \$	64,53	-6,78%	24,62%
Indices factoriels Fideas		Semaine	Depuis le 26/02 2021
EMU	0,26%	4,71%	7,24%
EMU Facteur Value	0,68%	7,28%	10,71%
EMU Facteur Growth	-0,06%	2,53%	4,34%
EMU Facteur Dividend	0,98%	7,00%	9,75%
EMU Facteur Low-vol	0,83%	4,20%	0,10%
US	-0,76%	2,72%	4,27%
US Facteur Value	-0,48%	6,45%	10,92%
US Facteur Growth	-0,92%	0,77%	1,45%
US Facteur Dividend	-0,46%	7,21%	14,15%
US Facteur Low-vol	0,36%	3,58%	0,55%

relative dans les taux américains, et des raisons d'en avoir dans un portefeuille. Malgré tout, la dynamique générale est toujours haussière taux. Il nous paraît donc prématuré de signaler une inflexion durable des taux longs américains en dépit de l'infléchissement de ces derniers jours.

A noter qu'à ce stade, cet environnement a eu peu d'impact sur les spreads euro des obligations émises par les entreprises privées, qui ont pu en moyenne se resserrer légèrement comme le montrent les évolutions des spreads des indices iTraxx Main (investment grade) et Xover (high yield) depuis le début de l'année.

Il faut ensuite gérer l'impact de la hausse des taux sur les poches actions. Nous l'avons rappelé, les actions dont les multiples de valorisation sont particulièrement élevés sont sensibles aux hausses de taux. A l'inverse, les actions les moins chères dites « value » le sont beaucoup moins, pour des raisons variées. Tout d'abord, les banques, qui en font partie, sont positivement sensibles à la hausse des taux et à la pentification de la courbe des taux (hausse plus rapide des maturités plus longues). Ensuite, les sociétés industrielles (ex. : automobile) bénéficient des plans de relance. Enfin, mathématiquement, les hypothèses qui sous-tendent une valorisation moins élevée d'une société sont moins sensibles aux taux. A l'inverse, les actions dites de « croissance » sont sensibles aux taux.

Pour ces raisons, **nous suivons depuis le début de l'année les performances des « facteurs » de performance. Et la semaine passée est étonnante de ce point de vue**. Sur un marché européen en hausse de 0,26%, les facteurs en tête de peloton sont le facteur « dividendes », qui regroupe les sociétés dont l'historique et les prévisions de paiement de dividendes sont plus élevés que la moyenne et le facteur « faible volatilité », ces deux facteurs générant d'habitude des écarts de performances à l'indice quasi-opposés. Le premier regroupe des sociétés qui ont particulièrement souffert l'an dernier, il affiche une performance depuis le début de l'année de près de 10%. C'est à peu près logique. Le facteur « faible volatilité regroupe des sociétés dont les actions sont moins volatiles que le marché, souvent des sociétés de bonne qualité, relativement chères et sensibles aux taux. Ce facteur a généré une performance faible de 0,1% depuis le début de l'année, mais proche du facteur « dividendes » la semaine passée. Rappelons aussi que, ces derniers mois, le facteur « value » surperforme, avec une

performance de près de 11% depuis le début de l'année dans la zone euro contre un indice à +7,2% et de +6,45% aux Etats-Unis, contre un indice à +4,27% et un NASDAQ à +2,54%.

A l'avenir, nous allons continuer à suivre ces facteurs, en nous interrogeant sur les évolutions des corrélations entre chacun d'entre eux et les mouvements de taux.

Nous continuons aussi à nous interroger sur les décisions futures de la Fed et les tendances taux sur les marchés.

Points forts et focus.

Pour mémoire, lors du **précédent cycle de hausse des taux**, la Fed avait amorcé le mouvement en décembre 2015 à partir du même niveau de taux, 0,25%, mais alors que **le taux de chômage était encore à 5,0%** en baisse de 0,8 point sur un an. La vraie tendance haussière n'a débuté qu'un an plus tard, et elle s'est développée au rythme d'une hausse de ¼ de point chaque trimestre ou presque à partir de décembre 16, alors que le taux de chômage du T4 était de 4,8% (celui de décembre venait de tomber à 4,6%). On pourra objecter que le taux de chômage naturel était alors estimé à 4,8% contre 4,0% aujourd'hui. La hausse s'est poursuivie jusqu'à ce que **la politique monétaire soit neutre** soit un taux de Fed Funds à 2,50% atteint en décembre 2018 (en plein Quantitative Tightening). A ce moment, **le chômage était tombé à 3,7%** soit 0,7 point en dessous du taux de chômage de long terme estimé à l'époque.

Si les prévisions des membres du FOMC se réalisent, les USA auront un taux de chômage de 4,5% au T4 de cette année, inférieur à celui de fin 2015, mais toujours supérieur au taux naturel. En revanche, en fin d'année prochaine, il serait de 3,9% donc conforme à un niveau susceptible d'amorcer la remontée des taux vers un étiaje plus normal, même avec un taux de chômage structurel ramené à 4,0%. Certes, la situation cette

fois est différente, du fait de l'ampleur d'une récession encore très récente et d'un "retard d'inflation" significatif. Mais depuis le bilan de la Fed a également bien gonflé. **Si la hausse des taux n'est pas acquise (ou très probable) d'ici la fin de 2022, elle devrait alors être imminente.** Un taux directeur à 0,25% fin 2023 n'est pas cohérent avec le reste des prévisions économiques présentées le 17 mars et notamment le taux de chômage de 3,5%, soit 0,5 point sous le niveau normal. D'après les contrats Fed Funds futures **le marché n'anticipe qu'une seule hausse des taux de 0,25% en 2023, c'est sans doute trop peu.**

A surveiller cette semaine

Parmi les chiffres économiques, ce sont surtout **les indicateurs avancés** que l'on regardera cette semaine en particulier **mercredi, les PMI flash** dans les pays qui en publient. Mais aussi diverses enquêtes nationales, auprès des ménages ou des entreprises, en fin de semaine ou au tout début de la semaine suivante, notamment en Europe, mais aussi aux USA avec l'enquête du *Conference Board* auprès des ménages L'idée est de **voir si la confiance parvient à redécoller**, ailleurs qu'aux Etats-Unis où la vaccination rapide, l'allègement des contraintes sanitaires et le plan de relance devraient avoir des effets très positifs.

Enfin, on regardera **les premiers indices** de prix à la consommation en zone euro, puisque le sujet inflationniste s'impose dans le débat, peut-être de façon excessive.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Dominique Barbet le 23/03/21 à 19h00*