



## Des performances sur un plateau ?

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
MSCI Europe NR €	266,30	0,49%	12,89%
S&P 500 \$	4 155,86	-0,43%	10,64%
Nasdaq Composite \$	13 470,99	0,31%	4,52%
Nikkei ¥	28 317,83	0,83%	3,18%
MSCI EM Net \$	646,36	1,74%	3,56%
China A Shares (CNY)	3 654,54	-0,11%	0,39%
Euro / Dollar	1,2182	0,34%	-0,35%
Gold \$	1 881,25	2,05%	-0,69%
Brent Oil \$	66,44	-3,30%	29,03%
10 ans Allemand	-0,13%	bps	44 bps
30 ans Allemand	0,42%	-1 bps	58 bps

Les trous d'air de mai semblent déjà être dernière nous, comme si les marchés ne voulaient pas corriger, ce qui ne serait pas aberrant après leur superbe parcours sur les 14 derniers mois. Rétrospectivement, exercice facile..., cette hausse pouvait apparaître comme servie sur un plateau : soutiens massifs budgétaires et monétaires, vaccins, une épargne abondante, ne pouvaient que faire rebondir des marchés dont les niveaux de mars 2020 étaient très altérés. **Aujourd'hui**, le scénario de la reprise économique semble difficilement pouvoir être contredit. Le consensus est d'ailleurs très large sur le sujet. Si bien que l'on peut se demander s'il n'est pas pleinement pris en compte par les marchés, dont les niveaux pourraient dorénavant évoluer ... **sur un plateau**, manquant de catalyseurs nouveaux pour leur prochaine jambe de hausse.

### L'économie est repartie

Cette fois, **il semble que rien ne puisse faire dérailler la reprise**. Les vaccins paraissent assez efficaces contre les nouveaux variants, même s'il faudra peut-être une troisième injection. Ce qui ne semble pas être un problème puisque le nombre d'injections s'envole, à plus de 1,7 md, un chiffre qui progresse maintenant de 150 à 200 mns par semaine. Même en Inde ou au Brésil l'épidémie, bien qu'encore violente, recule. Le Japon est l'une des rares grandes économies où la dynamique inquiète encore, à deux mois des JO.

Fortes de ce constat **les économies rouvrent progressivement**, sans crainte d'un retour en arrière. Ce contexte est naturellement porteur pour les marchés actions, avec un bémol toutefois, la perspective d'un retrait progressif des aides publiques massives existantes. Du côté des taux c'est **la montée indéniable des risques inflationnistes** qui pèse sur les marchés obligataires. Un danger auquel s'ajoute le même bémol sur le retournement des politiques monétaires.

Les marchés s'appuient le plus souvent sur les chiffres économiques pour appréhender les perspectives et les risques. Mais **la lecture des chiffres dans le contexte actuel est des plus compliquées**.

### Les indicateurs sont illisibles

Du côté de la production on observe que la crise et les plans de soutien ont provoqué **des changements structurels**, on ne consomme pas les mêmes biens et services et pas de la même manière, sans compter que les restrictions passées ont encore des effets perturbateurs sur les chaînes d'approvisionnement.

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
10 ans US	1,62%	-1 bps	71 bps
30 ans US	2,32%	-2 bps	67 bps
10 ans Italie	1,03%	-4 bps	49 bps
Xover TR - Spread	261,63	9 bps	19 bps
Indices factoriels Fideas	Semaine	Depuis le 30/04	2021
EMU	0,42%	1,68%	13,52%
EMU Facteur Value	0,37%	3,38%	16,49%
EMU Facteur Growth	0,54%	0,15%	10,54%
US	-0,41%	-0,55%	10,94%
US Facteur Value	-0,67%	2,54%	18,47%
US Facteur Growth	-0,07%	-1,96%	7,77%

Surtout, les plans de soutien ont gonflé les revenus des ménages alors que leur consommation était contrainte, ce qui provoque, dans les pays avancés, **un surcroît d'épargne**, massif dans le cas des Etats-Unis, pour lequel on ignore l'usage qui en sera fait. A court terme **les chiffres sont difficiles à analyser**, les variations mensuelles peuvent être anormalement fortes au gré des retours à la normale et des rattrapages, ce qui appellera ensuite des corrections difficiles à anticiper. De plus, les variations annuelles se font par rapport à des bases non significatives : pour effacer ces effets de base on peut regarder les variations moyennes sur deux ans, mais cela se fait au détriment de la lecture des dynamiques de court terme.

Même si l'économie ne tourne pas à plein régime, **les anticipations relatives à l'activité sont remontées en flèche**. La réalité pourra-telle rejoindre les anticipations ? En effet, les **sujets d'inquiétudes** ne manquent pas. Les goulets d'étranglements existent et peuvent affecter tel ou tel secteur ou toute l'économie, comme pour le transport. L'emploi est loin d'avoir retrouvé son niveau d'avant la crise, et l'adéquation de l'offre à la demande de travail semble s'être sérieusement détériorée, ce qui complique l'interprétation de tous les indicateurs relatifs au marché du travail.

### Un risque inflationniste indéniable

Les prix des matières premières flambent, qu'il s'agisse des produits industriels, agricoles ou énergétiques. Cela se répercute déjà sur les prix à la production, qui subissent aussi les effets des tensions sur les appareils productifs. **Il y a une concomitance des tensions inflationnistes** que l'on retrouve dans presque tous les pays, même les impacts sont très variables au niveau des prix à la consommation. Comme pour la production, les variations annuelles des indices de prix sont faussées par de forts effets de base. **Des tensions inflationnistes sont inévitables à court terme, ce qui n'est pas grave**. Les banques centrales tiennent toutes des discours très rassurants, disant qu'il faut regarder au-delà de ces tensions de court-terme. Mais justement **l'incertitude prédomine sur le moyen terme**. Les prix qui se tendent aujourd'hui peuvent-ils revenir à niveau normal ou les hausses sont-elles pérennes ? La hausse actuelle des prix, conjuguée à la désorganisation du marché du travail, ne va-t-elle pas **relancer un cycle de hausses des salaires** ? Les banques centrales ne sont-elles pas trop généreuses, depuis trop longtemps ? Et comment pourraient-elles, si nécessaire, contrer d'éventuelles tensions inflationnistes sans risquer de provoquer une rechute de

l'activité ? Peut-être en essayant, petit à petit, d'**instiller aux marchés des primes de risques plus élevées** et donc de contrer leur hausse, alors même qu'elles les soutiennent encore massivement, ce qui permettrait d'éviter une correction significative le jour où les politiques monétaires évolueront.

Et puis, lorsque les plans d'aides publiques seront retirés, ne risque-t-on d'avoir **des entreprises trop endettées** ? Dans ce cas on aurait, à la fois un risque accru de faillites, mais aussi un risque accru d'inflation, les entreprises, profitant d'une demande dopée (retour à la normale, aides publiques, épargne disponible), voulant restaurer leurs marges et rembourser leurs nouvelles dettes au plus vite. Il est probable que les Etats, conscients de ces risques, procèdent avec précaution.

### Des performances sur un plateau

**Les marchés ont reçu beaucoup de bonnes nouvelles**, tant au niveau **macro-économique** qu'au niveau **micro-économique** avec des résultats généralement excellents sur le 1<sup>er</sup> trimestre. Les actions ont retrouvé des valorisations supérieures à celles d'avant la crise. Les taux d'intérêt sont également proches de leurs niveaux d'avant la crise. Donc **tous les marchés sont chers, c'est le reflet d'une injection massive de liquidités** pendant la crise. Pourtant la pandémie a complètement rebattu les cartes, avec des perdants et des gagnants.

**Si l'on résume**, le scénario de reprise économique est solide, sans doute largement pris en compte par les investisseurs, et les risques (inflation, évolution des politiques monétaires et budgétaires) sont également bien identifiés. A cela on peut ajouter des performances très favorables des marchés actions et un contexte de statistiques peu lisibles.

Au vu de toutes les incertitudes et des difficultés pour lire les indicateurs économiques on comprendrait que les marchés

fassent **une pause au sortir de la crise**, le temps que la poussière se dissipe.

### A surveiller cette semaine

**Les enquêtes de conjonctures** sont robustes presque partout, mais on les regarde avec précautions car elles sont portées à la fois par l'activité, qui redémarre franchement, et par les prix, qui parfois s'envolent. Les interprétations doivent donc être faites avec une extrême prudence. Les marchés devraient regarder avec davantage d'attention des indicateurs directs de l'inflation, **les indices de prix**. En fin de semaine, on aura d'une part **les revenus et les dépenses de consommation des ménages américains ainsi que les déflateurs associés** pour avril, ces derniers devant confirmer le bond des indices de prix à la consommation qui avaient ébranlé les marchés deux semaines plus tôt. On aura, d'autre part, **les premiers indices de prix à la consommation pour le mois de mai**, pour la région de Tokyo (le Japon va-t-il enfin sortir de la déflation ?) et, surtout, pour certains pays de la zone euro. L'indice ICPH flash de mai sera publié au début de la semaine suivante, avec une question, **le rebond des prix à la réouverture de l'économie peut-il avoir lieu en zone euro** en mai comme il a eu lieu aux Etats-Unis en avril ? Techniquement, deux facteurs poussent à la hausse de l'inflation, primo il y a un résidu d'effet de base sur l'énergie, secundo, une correction des prix des services aura lieu après le chiffre déprimé d'avril. Cependant, la réponse à la question sera à chercher dans les autres postes.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville  
et Dominique Barbet le 25/05/21 à 19h00*