



"Ce qui ne nous tue pas nous rend plus fort"

Indice	Niveau	Evolution	
		2021	Depuis fin 2019
MSCI Europe NR €	274,56	16,39%	12,52%
S&P 500 \$	4 247,44	13,08%	31,47%
Nasdaq Composite \$	14 069,42	9,16%	56,80%
Nikkei ¥	28 948,73	5,48%	22,37%
MSCI EM Net \$	672,89	7,81%	27,55%
China A Shares (CNY)	3 762,65	3,36%	17,73%
Euro / Dollar	1,2109	-0,95%	7,84%
Gold \$	1 877,53	-0,89%	23,29%
Brent Oil \$	72,69	41,56%	23,35%
10 ans Allemand	-0,27%	30 bps	-8 bps
30 ans Allemand	0,29%	44 bps	-6 bps

Il y a un an et trois mois les marchés ont pris conscience que la pandémie de covid-19 serait meurtrière et économiquement ravageuse. Les pouvoirs publics ont pris des mesures sanitaires exceptionnelles (confinement, fermeture des commerces, télétravail massif, ...) qui ont assez largement, « éteint la lumière » sur le plan économique. Elles ont aussi généralement su, et le plus souvent ont pu, mettre en œuvre des politiques monétaires et budgétaires radicales afin de limiter les dégâts économiques. On rêvait à l'été 2020, avant la seconde et troisième vagues, non pas d'une reprise, comme après une crise classique, mais d'un retour à la normale, comme on reprend ses occupations, après une panne d'électricité.

Aujourd'hui, alors que l'on approche peut-être de la fin, avec retard et, dans l'intervalle, beaucoup plus de cahots que prévu, on peut quand même considérer que les 15 derniers mois sont une parenthèse de l'histoire.

Si c'est le cas, il faut changer les modes de mesure de la conjoncture, ce que beaucoup font assez naturellement en se référant plutôt à la même période il y a deux ans ou au T4 2019, qu'à l'an dernier. Si c'est vrai en analyse économique, ça l'est sans doute en analyse boursière, c'est pourquoi nous avons voulu effacer la crise, pour examiner les performances et les valorisations, comparées à fin 2019.

Quelques *caveat*:

- les soutiens publics n'ont évidemment pas pu être mesurés pour coller précisément aux besoins, ces déséquilibres, voire ces excès, de soutien et de dette, devront se résorber,
- la "machine" mondiale presque mise à l'arrêt s'est grippée et grince en redémarrant ;
- la durée de cette période de dystopie a sans doute durablement modifié les comportements et les objectifs de beaucoup, ce « nouveau monde » influera sur les valeurs relatives ;
- parmi eux, la prise de conscience climatique changera les tendances du futur.

En conservant ces limites en tête, on peut s'interroger pour savoir si la valorisation des marchés est nouvelle, ou n'est que le reflet de la fin 2019, si l'inflation actuelle n'est qu'une injection de dégonflant, ...

A la sortie du tunnel

Aujourd'hui les marchés financiers affichent de belles performances, comparé à leur niveau d'avant la crise sanitaire,

Indice	Niveau	Evolution	
		2021	Depuis fin 2019
10 ans US	1,45%	54 bps	-47 bps
30 ans US	2,14%	49 bps	-15 bps
10 ans Italie	0,74%	20 bps	-67 bps
Xover TR - Spread	231,10	-11 bps	24 bps
Indices factoriels Fideas	Mois	2021	Depuis fin 2019
EMU	2,22%	16,87%	16,07%
EMU Facteur Value	1,96%	18,68%	9,56%
EMU Facteur Growth	2,37%	14,62%	21,81%
US	1,04%	13,40%	33,64%
US Facteur Value	0,94%	19,87%	16,91%
US Facteur Growth	0,96%	10,77%	45,80%

et une tendance récente toujours haussière. Ces performances illustrent les changements qui ont eu lieu, mais elles posent aussi des questions sur les perspectives. Les marchés peuvent-ils continuer de monter longtemps ainsi ? Sont-ils déjà trop chers ? Comment vont-ils se comporter lorsque les mesures de soutien, budgétaires et monétaires, seront progressivement débranchées ?

Par rapport à fin 2019 l'indice MSCI euro n'a gagné que 12,5% l'euro Stoxx 50 14,0%, ce sont déjà des performances positives et pourtant elles sont moins favorables que dans la plupart des autres zones économiques. En Europe, le RU est presque le seul marché dans le rouge, le MSCI UK ayant perdu 3,4%. Les performances sont très variables d'un pays à l'autre, puisque la Suède et les Pays-Bas affichent des gains de presque 40%, la France et l'Allemagne font à peine mieux que la moyenne.

Les pays émergents font dans l'ensemble une performance moyenne, avec un gain de 18,3% depuis fin 19 pour le MSCI en euros, mais avec bien sûr des écarts nationaux énormes, de - 21,3% pour la Turquie jusqu'à + 66,9% pour Taiwan (MSCI en USD). Ces écarts reflètent souvent les spécialisations sectorielles régionales. D'ailleurs on retrouve en Europe des différences sectorielles fortes : entre l'énergie à une extrémité, - 20,2%, et la Tech à l'autre, + 38,0%. A noter que les financières ont résisté à cette crise tout à fait atypique (+ 1,4%) mieux que les télécoms (+ 0,3%), tandis que l'immobilier a dû céder 2,9%.

On retrouve la surperformance des Tech dans les brillants chiffres américains : le S&P 500, qui a gagné 31,5% (bien mieux que le Dow Jones +20,8%), grâce aux GATFAM et consorts, lesquels ont permis l'envol du Nasdaq +56,8%. Ces écarts illustrent bien le bouleversement rapide de l'organisation du travail et des habitudes de consommation, ce que l'on a souvent décrit comme "le monde d'après". Mais ce mouvement est-il terminé ou bien jusqu'où allons-nous aller ainsi ? Une question d'autant plus d'actualité que la totalité de la surperformance du Nasdaq a eu lieu l'an dernier : depuis le début de l'année cet indice sous-performe le S&P (+ 9,2% contre + 3,1% - certaines entreprises à forte capitalisation étant pourtant dans les deux).

On retombe sur la même problématique en regardant les performances par catégories. Partout, les valeurs de type "croissance" ont surperformé celles de type "value" : + 44,8% contre + 15,2% pour le S&P 500 américain, + 23,3% contre + 8,1% pour le Stoxx européen, et + 18,8% contre + 7,3% pour, le Topix japonais. Un décalage de performances qui s'est

inversé depuis le début de cette année dans chacune des trois zones étudiées (les "value" dépassent les "croissance" de 4% en Europe, de 6,6% aux Etats-Unis et de 14,2% au Japon). Le cycle favorable aux valeurs de croissance serait épuisé ou bien va-t-il reprendre dans les mois et années à venir ?

A surveiller cette semaine

C'est naturellement **la réunion du FOMC et en particulier la conférence de presse de Jay Powell** qui retiennent l'attention cette semaine. Nous n'attendons pas de modification de la politique monétaire à ce stade, en revanche, la Fed pourrait **commencer à préparer le marché à un durcissement de sa politique monétaire**. Soit en incluant une hausse du taux directeur en 2023, tels qu'ils apparaissent dans les *dots*. Soit en évoquant une prochaine réduction progressive de son *Quantitative Easing*, ce que l'on appelle le *tapering*. En effet, **les prévisions d'inflation du FOMC** seront encore revues en hausse. La poussée inflationniste est bien plus forte et surtout beaucoup plus durable aux Etats-Unis qu'en Europe, elle

devrait inciter la Fed à changer de ton. L'expérience montre que le *tapering* est un processus assez long et surtout délicat, comme nous l'avons analysé dans la newsletter de la semaine dernière. Par ailleurs, la banque du Japon et banque nationale suisse se réunissent également mais sans enjeux de marché... ces deux nations vivent dans un autre monde où l'inflation est, désespérément, absente !

Pour ce qui est des indicateurs économiques, on suivra en particulier les **ventes au détail et production industrielle** pour le mois de mai, qui seront publiés pour les Etats-Unis ainsi que pour la Chine. Il faudra **attendre la semaine prochaine pour disposer des PMI de juin**, accompagnés par une série d'enquêtes conjoncturelles nationales.

*Achévé de rédiger par Pierre Filippi
et Dominique Barbet le 15/06/21 à 19h00*