

AVRIL 2021

Editorial

Les marchés financiers ont poursuivi au cours du premier trimestre 2021 la belle hausse enclenchée début novembre, après les annonces positives de Pfizer-BioNtech concernant l'efficacité de leur vaccin anti-Covid. En dépit d'une vague plus longue et plus forte d'infections à la fin de l'année dernière (essentiellement à l'Ouest, l'Asie du Sud-Est et l'Australie parvenant mieux à contenir l'épidémie), les PIB Q4 2020 sont sortis globalement plus forts qu'attendus, avec toutefois des différences d'ordre géographique. Ainsi, ce sont plutôt les dépenses des ménages qui supportent la croissance aux Etats-Unis tandis qu'en Asie, la production industrielle et les exportations semblent constituer les facteurs principaux de la reprise. Qui plus est, les résultats publiés ces dernières semaines par les entreprises américaines comme européennes sont globalement sortis meilleurs qu'attendu.



Sur le front des vaccins, les nouvelles sont encourageantes aux Etats-Unis comme au Royaume-Uni, et l'on commence à entrevoir dans ces deux zones le bout du tunnel. La situation est toute autre en Europe continentale, qui marche en ordre dispersé et peine à monter en puissance sur cette question. Pénurie de doses disponibles, lourdeurs bureaucratiques, vaines hésitations sur la solution Astra-Zeneca, méfiance d'une partie de la population, discours contradictoires des scientifiques, notamment sur la question de l'efficacité des vaccins actuels sur les nouveaux variants... Tout cela n'aide pas. Ceci étant dit, avec la solution Jensen prochaine, voire Spoutnik, si l'Europe accélère ses procédures, l'immunisation de masse semble un objectif désormais atteignable sur le Vieux Continent en fin de deuxième semestre 2021, avec un retour à la normale des niveaux d'activités sociales et économiques. Cela a également aidé les bourses qui anticipent toujours de quelques mois les bonnes nouvelles et qui gardent toutes les yeux rivés sur le calendrier de la réouverture des économies. C'est ainsi que l'indice Eurostoxx50 progressait de 10.32% sur Q1 2021, contre +

5.77% sur le S&P500 et un petit +1.58% pour le Nasdaq 100.

C'est un des thèmes majeurs de ce premier trimestre 2021 : la poursuite de la sur-performance de la « value » et des valeurs cycliques après des années dominées par le style « growth ». Thème que nous approfondirons à la page suivante dans notre Grand Angle. Les valeurs technologiques, qui avaient tiré à la hausse le marché américain l'année dernière, ont temporairement marqué le pas, tandis que les marchés émergents, qui avaient également excellemment bien performé durant le second semestre 2020, se contentent pour leur part d'un modeste +1.95% depuis le début de l'année. Chiffres à relativiser toutefois compte-tenu de la hausse du dollar contre EUR de +/- 4.5% sur le premier trimestre, ce qui finalement nous donne une performance exprimée en EUR assez similaire pour l'Eurostoxx50 et le S&P500, de l'ordre de 10%. C'est une très belle performance pour ces deux marchés, qui ont également bénéficié du maintien des politiques monétaires accommodantes des deux côtés de l'Atlantique. Jerome Powell, le président de la Federal Reserve, s'est engagé il y a une quinzaine de jours à maintenir une politique de soutien fort à l'économie et a laissé entendre qu'il n'augmenterait pas ses taux avant 2024. Quant à Christine Lagarde, la présidente de la BCE, elle s'est également montrée prudente, précisant que « les perspectives économiques à court terme sont sujettes à l'incertitude, liée en particulier à la dynamique de la pandémie et à la vitesse des campagnes de vaccination ». La Banque centrale européenne a d'ailleurs augmenté de près de 50% ses achats d'obligations sur les marchés il y a trois semaines.

Autre élément de soutien pour les bourses occidentales, les plans de soutien massifs déployés par les pouvoirs publics, à commencer par les 1900 milliards de dollar de l'American Rescue Plan. Cette loi apportera notamment une aide d'urgence à des millions d'Américains, prolongera les prestations d'assurance-emploi et offrira un soutien financier aux États et aux gouvernements locaux pour faire face à la crise. Sept semaines après son arrivée en poste, il s'agit d'une étape significative pour Joe Biden, qui a fait de la gestion de la pandémie l'un des éléments phares de sa campagne électorale. Ce plan de soutien à l'économie, le troisième d'envergure adopté depuis l'an dernier, représente l'un des apports fédéraux les plus importants depuis la Grande Dépression dans les années 1930. Le plan Biden prévoit entre autres une nouvelle série d'allocations d'aide allant jusqu'à 1400 \$ par personne selon le niveau de revenus, la prolongation des prestations hebdoma-

	Q1 2021	FY 2021	Close 31/03/21
DOW JONES	7.76%	7.76%	32 981.55
S&P 500	5.77%	5.77%	3 972.89
FTSE 100	3.92%	3.92%	6 713.63
EUROST.50	10.32%	10.32%	3 919.21
CAC 40	9.29%	9.29%	6 067.23
FTSE MIB	3.92%	3.92%	24 648.56
MSCI EM	1.95%	1.95%	1 316.43
CRUDE OIL	21.93%	21.93%	59.16
GOLD	-10.04%	-10.04%	1 707.71
EUR/USD			1.1730
EUR/CHF			1.10698
EUR/GBP			0.85106
EURIBOR 1M			-0.556%

dares d'assurance-emploi de 300 \$ par personne jusqu'au 6 septembre et la hausse du crédit d'impôt pour enfants à 250 \$ ou 300 \$ par mois et par enfant, selon l'âge des enfants. Il alloue également une aide de 350 milliards de dollars aux États et aux gouvernements locaux, plusieurs dizaines de milliards pour la vaccination et le dépistage, 30 milliards pour soutenir la réouverture des écoles, de même que divers programmes d'aide aux petites et moyennes entreprises totalisant près de 50 milliards. Parmi les autres mesures, il prévoit par exemple des sommes pour l'aide au logement et le soutien alimentaire ainsi que des subventions temporaires aux soins de santé. Ces 1900 milliards viennent s'ajouter aux 900 milliards votés par l'Administration Trump en toute fin d'année dernière. C'est absolument considérable et ce n'est pas tout.

A l'agenda de la Maison Blanche figure ces jours-ci le tout nouveau plan Infrastructure de 2 000 milliards de dollars supplémentaires qui se décomposerait de la manière suivante : 621 milliards sur les infrastructures de transport (routes, voies ferrées, ponts...) avec un focus sur les énergies propres, 650 milliards sur la qualité de vie à la maison (construction et réhabilitation de logements, construction d'écoles, réseau d'eau potable souterrain, réseau internet à large bande pour tous...), 400 milliards pour les solutions de logement dédiées au troisième âge avec expansion du Medicaid program, et enfin 300 milliards pour la Recherche & Développement et la construction d'usines, dont 50 milliards rien que pour les semi-conducteurs.

Tout cela constitue un soutien puissant à l'économie US dont le PIB devrait croître de 6.5% en 2021. Mais l'énormité de ce soutien commence néanmoins à inquiéter plus d'un opérateur. Comment tout cela va-t-il être financé ? Doit-on s'attendre à de prochaines et massives hausses



(suite de l'édito) d'impôts aux Etats-Unis ? Tant de stimuli sur une économie qui tourne déjà très bien ne vont-ils pas être générateurs d'inflation ? Une partie de ces craintes est d'ailleurs d'ores et déjà reflétée dans l'évolution récente du taux de rendement à 10 ans aux US, qui est passé de 0.9% fin décembre à 1.75% au 31 mars.

La situation est assez différente dans la zone euro qui ne devrait croître que de 4.2% cette année (hypothèse optimiste), avec les retards à l'allumage en ce qui concerne la campagne vaccinale, les confinements encore en vigueur dans plusieurs pays, un certain nombre d'économies dépendantes du tourisme assez durement impactées (Espagne, France, Italie...). Les pressions sur les prix sont plus que contenues et nous nous attendons à ce que la BCE maintienne son status quo sur les taux pendant encore deux ans, d'autant qu'à l'inverse des Etats-Unis, l'implémentation du plan de relance européen se fait plus lentement et devrait faire ressentir l'essentiel de ses effets en 2022 seulement. C'est pour cette raison que les courbes des taux de pays comme l'Allemagne ou la France se situent encore largement en territoire négatif, sur toutes les maturités. Au 31 mars, le rendement du Bund allemand à 10 ans se situait ainsi autour des -0.30% vs -0.569% au 31 décembre dernier.

La zone Asie-Pacifique bénéficie pour sa part d'une plus forte reprise, avec une Chine qui devrait connaître une croissance de l'ordre de 8% cette année sur fond d'échanges commerciaux en hausse et l'Inde qui, du fait d'une réouverture de l'économie plus rapide qu'attendue et du stimulus fiscal, devrait pour sa part croître de 10 ou 11% en 2021. Ceci nous conforte dans l'idée de rester diversifiés géographiquement dans nos portefeuilles, qui moins que jamais, ne peuvent faire l'économie d'une exposition sur la Chine et l'ensemble des pays émergents.

Si l'on devait résumer notre scénario central en quelques mots, nous dirions : situation sanitaire en amélioration avec pour conséquence immédiate la normalisation de l'activité économique, supportée par des politiques monétaires et fiscales toujours très accommodantes, tout ceci pavant le chemin à une reflation ordonnée, avec certes des pressions à la hausse sur les taux longs, mais gérables pour les marchés actions tant que la croissance des PIB et des bénéfices des sociétés seront au rendez-vous.

Suite et fin en page 4

Grand Angle

Value ou Growth ?

Vous êtes « growth » ou « value » ?

La question peut paraître saugrenue mais dans le monde de la finance elle devient banale et pourrait s'apparenter à celle de la vie de tous les jours : vous êtes sucré ou salé, ? thé ou café ?

Le style d'investissement « value » consiste à investir dans des titres décotés dont les valorisations sont particulièrement basses. Cela peut être pour des raisons conjoncturelles. C'est le cas souvent des sociétés productrices de matières premières liées aux cycles économiques, comme par exemple les actions pétrolières dépendantes de l'évolution du prix du baril. Ce peut être également pour des raisons structurelles comme les banques européennes depuis la crise des subprimes de 2008.

L'investisseur « growth » s'intéresse lui davantage à la croissance du chiffre d'affaires et des bénéfices plutôt qu'à la valeur intrinsèque de l'action. C'est évidemment le cas depuis plusieurs années des valeurs technologiques comme Apple ou Google ou encore de sociétés innovantes aux perspectives prometteuses comme Tesla.

L'investisseur patient, plutôt prudent et en quête de dividendes aura tendance à choisir le style « value », l'autre plus dynamique à la recherche de retour rapide sur investissement privilégiera le mode « growth ».

Mais au-delà de ce débat contradictoire, y a-t-il une stratégie plus efficiente qu'une autre ? Faut-il faire un choix définitif ou au contraire passer de l'un à l'autre ?

L'histoire nous enseigne que sur très longue période, la value finit par générer une rentabilité supérieure même si dans les phases de récession, la « growth » tend à surperformer. On en a eu l'illustration en 2020 avec la hausse de titres comme Amazon ou Netflix alors que les sociétés pétrolières ou immobilières par exemple, dévissaient.

Pour autant ces cycles alternés de surperformance d'un style sur l'autre peuvent se prolonger sur des durées d'au moins 10 ans.

Quel est l'investisseur qui peut prendre le risque pour des motifs psychologiques de « sous-performer » parfois profondément sur des du-

rées aussi longues, a fortiori dans un monde qui va de plus en plus vite et où les investisseurs attendent des retours sur investissement de plus en plus rapides ?

Si l'on examine l'évolution de ces deux modes d'investissement sur les 20 dernières années, qu'observe-t-on ?

Il semble que l'on puisse diviser la période en deux séquences.

La 1ère décennie 2000-2010 montre une large surperformance du style value :

Du 1er janvier 2000 au 31 décembre 2009, ce style a enregistré une performance de -10% là où la « growth », du fait de l'éclatement de la bulle internet puis de la crise des subprimes, a connu une chute de plus de 50%.

A son plus haut de la décennie en mai 2007, la « value » était en hausse de 30% tandis que la growth, en recul de 7%, n'arrivait toujours pas à retrouver ses niveaux d'avant la bulle.

Inversement, depuis 2010, la surperformance de la « growth » est spectaculaire : elle a plus que doublé jusqu'à décembre 2020 alors que dans le même temps la « value » a baissé de 7%.

La « faute » évidemment entre autres aux valeurs pétrolières qui abandonnent 30% sur la période et surtout aux banques qui ont perdu les deux-tiers de leur valeur, plombées par la sur-réglementation, la concurrence et les taux d'intérêt.

La difficulté est double : faire preuve d'adaptabilité, ne pas être fixé sur un style ; la seconde plus compliquée encore : à quel moment changer de style ?

Pour affronter la décennie qui promet encore d'être remplie d'incertitudes, il est plus que jamais nécessaire de confier sa gestion à des professionnels par nature agnostiques et qui par expérience connaissent bien les atouts d'une approche diversifiée.

Geoffroy de Villaines



Macroéconomie

OCDE : Augmentation presque généralisée des objectifs de croissance pour 2021

- La croissance mondiale est désormais attendue en hausse de +5.6% contre +4.2% en décembre par l'organisation internationale.
- Portée par la hausse des prévisions sur la croissance américaine de plus de trois points à +6.5% et un retour probable à une activité pré-crise dès le second trimestre de cette année.
- Pour l'Europe, l'OCDE prévoit qu'il faudra attendre un an pour atteindre les niveaux de retour à la normale (courant 2022). L'activité est tirée vers le bas par la France et l'Italie à la traîne et une campagne de vaccination globalement ratée.

Activité manufacturière : Elle bat son plein

- Les principaux indicateurs sont à des niveaux très élevés et font état d'une accélération synchronisée.
- Presque toutes les zones affichent des niveaux extrêmement dynamiques : USA, Zone Euro et Chine.
- Cette accélération n'est pas sans poser des soucis d'approvisionnement ; on constate des goulets d'étranglement notamment sur les composants électroniques et une montée du prix de certaines matières premières.

Activité des services : Là où les écarts se creusent

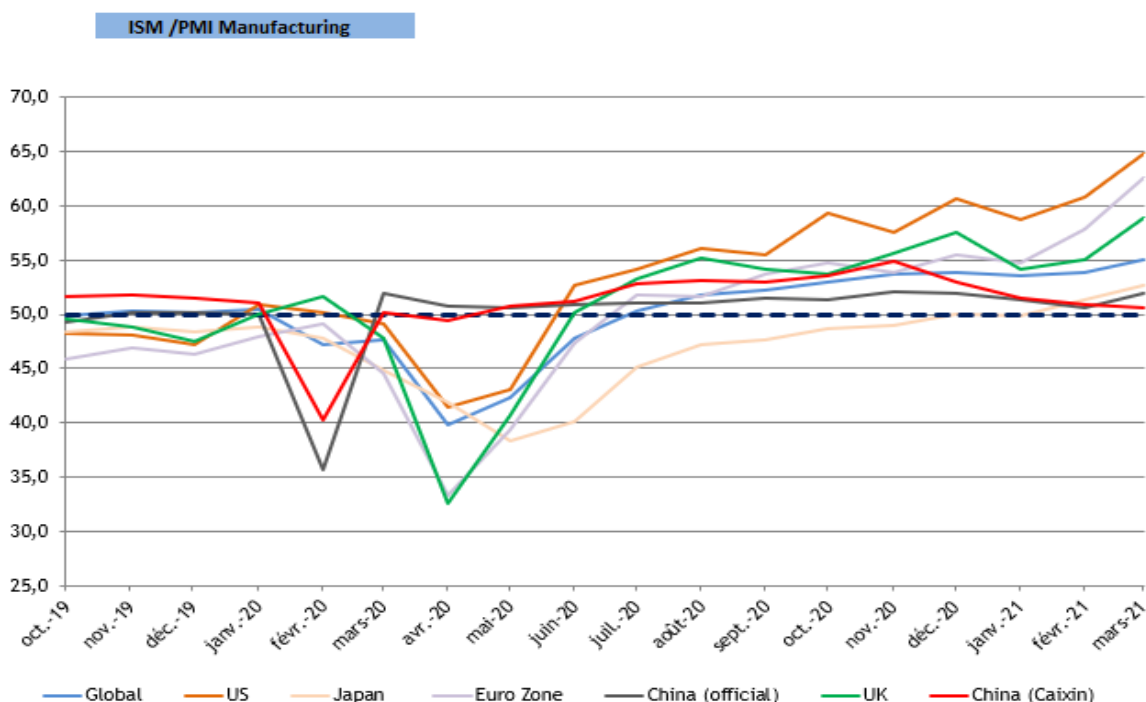
- Avec la réouverture des lieux de vie et le plan de relance, l'indice ISM des services reste proche des 60 aux Etats-Unis.
- En Europe l'indicateur ne dépasse pas les 50 pénalisé par les mesures de restrictions et autres confinements.
- En Chine l'activité des services accélère et passe en mars de 50.6 à 56.3.

Inflation : Chiffres contenus, attentes élevées

- Aux USA, le dernier chiffre d'inflation rassure ; à +1.7% il reste toujours inférieur à l'objectif de la Réserve Fédérale de +2%.
- On s'attend à un pic d'inflation au courant de l'été avant une nouvelle décélération fin 2021.
- En Europe, l'inflation à +1.3% n'est pour le moment pas un sujet (+0.9% hors énergie et alimentation). Attention tout de même à l'inflation importée si la hausse du prix des matières premières se couple avec une nouvelle faiblesse de l'euro.
- En Chine, avec une politique monétaire déjà restrictive, le niveau des prix baisse sur les deux premiers mois de l'année, et sur un an la progression est contenue à +2%.

Damien Liegeois

Evolution des indices ISM/PMI manufacturiers depuis octobre 2019





Special Topic

Vers une nouvelle guerre froide ?

D'un côté les occidentaux, avec les USA en tête, de l'autre la Chine et la Russie, les gentils contre les méchants, le bien contre le mal. Ce n'est malheureusement pas le scénario d'un mauvais film et cela rappelle aux plus anciens la division du monde post seconde guerre mondiale, ou plus récemment les Axes du bien et du mal chers à GW Bush en 2001.

Cette division du monde est poussée par les « faucons » américains qui ont peur que l'Amérique ne perde sa place de première puissance diplomatique, technologique, monétaire et économique au profit de l'empire du milieu. On croyait qu'avec la défaite de Donald Trump, les choses s'arrangeraient tout de moins dans la forme, or, force est de constater que Joe Biden a l'intention de poursuivre la confrontation. Il commence fort en traitant Vladimir Putin de tueur et les autorités chinoises de génocidaires.

Le gendarme du monde qui lui n'a rien à se reprocher ni en politique intérieure, ni en politique extérieure (20 ans de politique chaotique au moyen orient et en Asie de l'Ouest), cherche à faire reculer l'influence chinoise par tous les moyens. De plus, après les avoir maltraités pendant 4 ans, les américains aimeraient fédérer avec eux les européens. Pas si simple puisqu'en théorie, la nouvelle doctrine européenne en matière de politique extérieure est l'autonomie stratégique, bref ni pour l'un ni

contre l'autre, une façon de chercher à s'exonérer de l'influence américaine. L'accord commercial historique signé avec la Chine fin 2020 en est une illustration, mais son récent rapprochement avec les USA sur les sanctions visant des dirigeants chinois au sujet de la minorité Ouïgour met déjà l'Europe en porte à faux et illustre les divisions internes sur le sujet.

La première conséquence directe de ce cli-vage est que les occidentaux poussent la Russie dans les bras de la Chine. Ces derniers renforcent leur coopération tant au niveau diplomatique qu'économique. Avec une volonté commune de réduire leur dépendance avec l'économie américaine et le dollar. Dans ce processus, la Russie est déjà bien avancée depuis les premières sanctions par suite de l'annexion de la Crimée. La dette russe en dollar a fondu, la part du dollar dans les réserves de change est passée en quelques années de 40% à 20%, et les échanges commerciaux Russo américains sont désormais proche de zéro. Pour la Chine cela sera plus compliqué mais son objectif est clair, elle veut s'émanciper de sa dépendance économique et technologique envers les Etats-Unis. Cela passe par un focus sur la recherche et développement, l'accroissement naturel de la consommation interne et une plus grande influence en Asie. Ils ont certains avantages pour y arriver : le temps, les moyens, une devise stable et pour le moment tout un peuple derrière eux.

La grande différence avec la dernière guerre froide est qu'à l'époque, l'Union Soviétique et la Chine n'avaient quasiment aucune relation commerciale avec le bloc de l'Ouest, ils étaient des nains économiques. Aujourd'hui tous deux sont intégrés au commerce international et le poids de la Chine dans la croissance mondiale est déterminant. A moyen terme, il est possible que ce soient les entreprises américaines et européennes qui aient le plus à perdre tant elles exportent et vendent sur le territoire chinois. A elles seules, les entreprises américaines vendent pour près de 600 milliards de dollars de biens par an en Chine, contre 100 milliards pour les entreprises chinoises aux US. La Chine est également devenue le premier partenaire commercial de la Zone Euro pour la première fois en 2020 devant les USA.

En cherchant systématiquement à stigmatiser la Chine, les dirigeants américains la poussent à l'indépendance, mais dans ce scénario elle pourrait être celle qui en souffrira le moins.

Damien Liegeois

(Suite et fin de l'édito)

Quels sont les risques à ce scénario que nous devons soigneusement monitorer dans les prochains mois ?

En tout premier lieu le risque de mauvaise lecture de la FED qui pourrait sous-estimer les conséquences sur les prix et les salaires de ce fantastique stimulus américain. Courant derrière la courbe, elle pourrait dans cette hypothèse être contrainte de relever les taux courts trop vite ce qui, non seulement ralentirait la croissance US mais créerait un climat d'incertitude et de volatilité qui pourrait transpirer sur les autres places financières. Et si en réaction les taux longs devaient monter trop forts aux US, cela pourrait s'avérer problématique pour certains pays émergents trop dépendants des investisseurs étrangers pour le financement de leur dette et qui pourraient subir des sorties de capitaux.

Deuxième risque, le risque sanitaire. La virulence de certains variants (anglais et sud-africains en particulier) sèment le trouble et contraignent les chercheurs à une remise en cause permanente. On comprend en les écoutant que la nécessité d'une vaccination future sera conditionnée à l'efficacité des vaccins actuels contre les variants existants et contre ceux qui seraient amenés à émerger. Il est possible que les variants obligent à procéder à de nouvelles vaccinations à l'avenir, en particulier si le niveau d'efficacité des vaccins actuels venait à diminuer très fortement. Pour autant, cela ne signifierait pas véritablement l'injection d'une troisième dose du même vaccin, puisqu'il s'agit de développer une immunité contre une nouvelle forme du virus. Une dose identique aux deux premières ne permettrait pas de stimuler une réponse immunitaire efficace contre des variants émergents. Les vaccins alors dispensés seraient adaptés aux nouvelles souches, à l'instar de ceux qui sont proposés tous les ans contre la grippe. Le coût de ces campagnes devrait continuer à être exorbitant...

Troisièmement, le risque géopolitique avec des relations entre l'Occident et la Chine toujours compliquées, l'Empire du Milieu désirant clairement s'affranchir de sa dépendance économique et technologique vis-à-vis de l'Amérique, point que nous développerons dans notre Special Topic en page 4.

Enfin, la flambée récente du Bitcoin doit nous rendre attentifs à une chose. Une frange croissante d'investisseurs ne fait plus confiance aux monnaies traditionnelles et aux banques centrales dont la taille des bilans a augmenté de manière totalement vertigineuse ces dernières années. Cela doit nous inciter à regarder avec attention ce qui se passe au niveau des cryptocurrencies et à garder précieusement dans nos portefeuilles une allocation de taille respectable sur l'Or, le métal jaune pouvant à l'instar du Bitcoin, se révéler un actif intéressant en cas de crise systémique, avec un autre avantage de taille en ces périodes de forte reprise économique : Une propension à être traditionnellement une bonne protection contre l'inflation.

Christophe Carrafang

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 5 avril 2021. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information uniquement et sont susceptibles de contenir des erreurs. Les informations contenues dans le texte et les illustrations ne peuvent être copiées ou utilisées sans l'accord préalable de 2PM. Tous droits réservés.