

JUILLET 2021

## Editorial

Partout dans le monde, le rythme des campagnes de vaccination contre le Covid-19 s'est intensifié au cours de ce deuxième trimestre si bien qu'à mi-juin, la couverture vaccinale était d'environ 50% aux Etats-Unis et en Europe, et supérieure à 60% au Royaume-Uni. Et la baisse spectaculaire des admissions à l'hôpital en service de réanimation a permis un peu partout dans le monde une levée progressive des restrictions et de bons chiffres de consommation, en Europe comme aux Etats-Unis, même si ces dernières semaines, le très virulent variant indien (ou delta comme on l'appelle désormais), a pu inquiéter et contraindre certaines villes à se reconfiner (au Portugal où ce variant représente aujourd'hui 90% des nouveaux cas, en Australie...). Le Royaume-Uni a même décalé d'un mois la levée totale des restrictions, de même que certains pays d'Asie du Sud-Est comme l'Indonésie, la zone étant plutôt à la traîne en termes de vaccination.



Réouverture des débits de boisson - Paris (Montmartre)

Face à cette embellie macro-économique assez globale (bien que plus spectaculaire du côté américain que du côté européen) et aux très bons chiffres globalement publiés par les entreprises, les opérateurs semblent vouloir désormais se concentrer sur trois sujets : La force de la croissance économique et la pérennité du rebond, les implications sur l'inflation et le timing avec lequel les banques centrales vont diminuer leurs achats d'actifs chaque mois (« tapering ») et éventuellement monter les taux. Avec l'espoir qu'une certaine immunité collective se mette en place et empêche de nouveaux reconfinements à l'automne.

Force de la croissance économique...Il est vrai qu'une meilleure gestion de l'impact du virus sur l'activité globale, couplée à la réouverture progressive des économies ont favorisé des chiffres de croissance supérieurs à ce qui était initialement anticipé, tant au niveau des pays développés que des pays émergents. Une croissance avec des services qui prennent le relai du manufacturier, tout spécialement aux Etats-Unis, mais ceci est vrai dans l'ensemble des pays développés, alors que dans les pays émergents, ce sont plus les exportations de biens technologiques et de ma-

tières premières qui ont été les locomotives récentes de la reprise. Depuis quelques semaines, avec l'accélération de la vaccination et la baisse du nombre d'hospitalisation, d'autres sous-secteurs prennent désormais le relais dans les services (restauration, voyages, tourisme...), avec ici et là quelques pénuries de main d'œuvre à souligner.

Cette croissance plus forte que prévue s'est accompagnée de chiffres d'inflation eux aussi plus forts qu'attendus et a fait réapparaître dans l'esprit des opérateurs une crainte que l'on n'avait plus observé depuis des années : la fameuse crainte liée aux tensions inflationnistes, traditionnellement associée à des prises de bénéfices sur les marchés actions. Ce scénario ne s'est heureusement pas matérialisé et le premier semestre 2021 s'est concrétisé par des performances à deux chiffres sur la plupart des marchés actions (voir tableau ci-contre). Une des raisons réside dans le fait que pour une majorité d'opérateurs, ce pic d'inflation serait essentiellement transitoire, lié d'une part à des effets de base nés de la violente chute de l'indice des prix à la consommation américain lors du confinement initial l'an dernier et à des goulots d'étranglement temporaires d'autre part, combinés à la flambée de nombreuses matières premières depuis quelques mois. Difficile donc à ce stade de tirer des conclusions hâtives sur le retour ou non de l'inflation. Inflation qui d'ailleurs ne constitue pas une mauvaise nouvelle en soi pour les pays développés après toutes ces années plutôt déflationnistes comme nous l'expliquons dans notre Special Topic. Mais si comme beaucoup le pensent, ce pic d'inflation est plus conjoncturel que structurel, alors les taux longs ne devraient pas violemment décaler à la hausse dans les prochains mois, ce qui serait effectivement problématique pour la valorisation des marchés actions.

D'autres facteurs expliquent également la bonne tenue des marchés actions au cours de ce premier semestre. Des facteurs conjoncturels tout d'abord : Nous sortons à peine d'une crise majeure, crise dont la magnitude a fait disparaître par exemple 9.4 millions d'emplois aux Etats-Unis en 2020 et nous nous situons de ce fait à peine au tout début d'un cycle de croissance, et ce, des deux côtés de l'Atlantique. C'est traditionnellement un moment dans le cycle où les actions performant très fort et tout spécialement les secteurs comme les valeurs cycliques, technologiques et financières. C'est très exactement ce qui s'est produit avec en prime un rattrapage du style « value » par rapport aux style « growth » qui surperforait largement depuis 10 ans. Et une bonne tenue des « small et mid-caps ».

	Q2 2021	FY 2021	Close 30/06/21
DOW JONES	4.61%	12.73%	34 502.51
S&P 500	8.17%	14.41%	4 297.50
FTSE 100	4.82%	8.93%	7 037.47
EUROST.50	3.70%	14.40%	4 064.30
CAC 40	7.26%	17.23%	6 507.83
FTSE MIB	1.84%	12.90%	25 102.04
MSCI EM	1.95%	6.46%	1 374.64
CRUDE OIL	21.93%	51.42%	73.47
GOLD	-10.04%	-6.76%	1 770.11
EUR/USD			1.1858
EUR/CHF			1.0968
EUR/GBP			0.8572
EURIBOR 1M			-0.569%

Autre élément de soutien : l'attitude toujours très accommodante des banquiers centraux.

La Réserve fédérale américaine a toujours prévenu les marchés qu'elle sortirait des politiques accommodantes quand l'économie retrouverait sa vitesse de croisière après le choc lié à la pandémie. C'est dans cet esprit que la FED a donc annoncé le 16 juin dernier un probable relèvement des taux...mais pas avant l'horizon 2023 alors que le plein emploi devrait être atteint d'ici là avec une inflation qui pourrait être revenue à cette date autour de sa moyenne long terme. Outre le relèvement des taux, la Fed va devoir également piloter la réduction de ses achats d'actifs (« tapering »). Mais comme l'indiquait il y a quelques jours Loretta Mester, Présidente de la Fed de Cleveland, il faudra une accélération des créations d'emplois pendant plusieurs mois avant de considérer une réduction du programme de rachat d'actifs. De son côté, la BCE doit faire face à un environnement légèrement différent avec des taux de dépôt en territoire négatif, une inflation qui devrait rester inférieure à son objectif de 2% en 2022 et des taux à court terme qui ne devraient pas revenir en territoire positif avant deux/trois ans. L'Institution basée Francfort devrait ainsi mettre plus de temps que la FED à « normaliser » sa politique.

Politiques monétaires accommodantes donc et, cerise sur le gâteau, des plans de soutien massifs de la part des Etats. Depuis l'investiture de Joe Biden, la valse des chiffres de la relance budgétaire américaine donne le tournis. Des 1900 milliards de dollars de l'American Rescue Plan, voté en mars, aux annonces préliminaires, le 28 mai dernier, d'un plan de 4400 milliards de dépenses supplémentaires sur 10 ans, le gigantisme du soutien apporté à l'économie américaine écrase quelque peu les 750 milliards d'euros du plan de relance européen, dont l'implémentation concrète tarde qui plus est à se mettre en place.



La Chine également n'est pas en reste avec des objectifs ambitieux en matière de neutralité carbone pour 2050 qui nécessitent là-aussi, des investissements massifs. Ces milliards d'argent public qui se déversent dans l'économie constituent plutôt une bonne nouvelle pour bon nombre d'entreprises, qu'elles travaillent dans le secteur des infrastructures ou de la transition énergétique.

Nous conservons donc une vue plutôt constructive sur les marchés actions d'ici la fin de l'année, même si la hausse récente nous rend prudents et attentifs à court terme. L'indice S&P500 se paye désormais 22.75 fois les bénéfices, bien au-dessus de sa moyenne historique, ce qui va rendre ce marché américain probablement plus sensible aux mauvaises surprises dans les prochains mois. Le marché européen présente lui des valorisations plus raisonnables autour de 18x les bénéfices de l'année prochaine. Il constitue toujours le cœur de nos allocations actions à la veille d'échéances électorales importantes que nous suivrons évidemment de près. A commencer par les élections allemandes du 26 septembre prochain, où le suspense reste entier pour la succession d'Angela Merkel. Les Allemands vont-ils se laisser séduire par la tentation écologique représentée par la jeune et charismatique Annalena Baerbock, qui a récemment accumulé quelques faux pas ? Ou vont-ils opter pour le changement dans la continuité avec Armin Laschet de la CDU ? Nous serons bientôt fixés sur ce premier élément d'un binôme franco-allemand toujours essentiel pour l'avenir de l'Europe. Il nous faudra attendre avril 2022 pour connaître l'autre élément du binôme avec des élections présidentielles françaises qui s'annoncent très ouvertes. Aurons-nous droit à un remake des élections 2017 avec un duel Macron-Le Pen ? La droite républicaine peut-elle se rassembler autour d'un seul leader incontesté ? Xavier Bertrand peut-il être ce leader ? D'autres vont-ils émerger d'ici là ? La gauche française peut-elle renaître de ses cendres autour d'une Anne Hidalgo ou d'un Yannick Jadot ? Tout semble encore très ouvert dans un pays où l'abstention atteint des taux records et où les clivages apparaissent nombreux. Nous conservons notre allocation intacte sur les émergents et la Chine en particulier, qui n'a pas fait des miracles boursièrement en ce début d'année, du fait entre autres de l'attitude plus restrictive des autorités monétaires depuis la fin 2020, attitude qui pourrait évoluer dans le courant du second semestre 2021 pour soutenir une croissance un peu en demi-teinte. Sur les 3 zones, US, Europe, Emergents, un seul mot d'ordre : diversification et qualité des instruments utilisés.

Nous serons également attentifs à la situation sur le front des taux d'intérêts. Nous l'évoquons dans notre Special Topic, le « bull market » obligataire de ces trente dernières années est probablement en train de prendre fin, les niveaux observés l'été dernier sur les taux longs US comme européens constituant vraisemblablement un niveau plancher. Depuis, la situation se normalise doucement, mais toute nouvelle dans les prochains mois/années allant dans le sens d'une surchauffe de l'économie US (pas impossible compte-tenu de l'importance du stimulus budgétaire) pourrait faire décaler les taux longs de manière plus significative que ce que l'on observe depuis un an, surtout si la FED entame un « tapering » en 2022. Nous maintenons dès lors une allocation plutôt prudente et ciblée sur l'obligataire, avec un focus plus marqué sur nos fonds globaux flexibles, ayant la capacité d'être très court en durée si le besoin devait s'en faire sentir.

Christophe Carrafang

## Grand Angle

### Commodities - Vrai « hedge » contre l'inflation ?

*Les matières premières industrielles, agricoles, l'énergie... Du cuivre au plus haut depuis 2011 au soja au plus haut depuis huit ans, en passant par le maïs, le minerai de fer ou encore le sucre : l'indice global des matières premières a monté de presque 60% depuis le creux de mars 2020. Le fait que toutes les matières premières progressent en même temps est un phénomène suffisamment rare pour qu'on parle de "supercycle". Une période longue de prix élevés du fait d'une demande supérieure à l'offre.*

*Les raisons de la hausse sont à chercher de plusieurs côtés : la masse de liquidités déversée par les banques centrales, les plans de soutien et les plans de relance massifs des gouvernements, le rebond de l'économie post-crise sanitaire en Chine - premier consommateur au monde de matières premières - et aux États-Unis avec l'effet rattrapage de la consommation et de l'investissement. Et enfin la "transition écologique" qui provoque des ruées sur certaines matières premières.*

*Les prix des « commodities » sont cycliques et, jusqu'à récemment, l'environnement n'était pas favorable à cette classe d'actifs. Mais les matières premières sont en train de bénéficier d'une reprise économique générale et de la recherche par les investisseurs de couvertures contre l'inflation.*

*Le récent rallye du pétrole reflète l'espoir que les progrès réalisés sur le front sanitaire seront à l'origine d'une reprise robuste de la demande. Aux US, les mesures de relance de l'offre du président Biden, sous la forme de dépenses d'infrastructure et d'une attention accrue aux énergies renouvelables, soutiendront les métaux, en particulier le cuivre.*

*En général, la réouverture des économies a soutenu les prix des matières premières, qui dans le contexte actuel pourraient offrir une protection en période d'inflation. On observe en effet une inadéquation entre une demande croissante, alors que nous sortons progressivement de la*

*récession, et une offre qui peine à rattraper le retard, ce qui crée des goulots d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement.*

*Le débat autour d'un possible supercycle des commodities est au centre des discussions à cause du phénomène de « reflation » que l'on peut observer et du « stimulus fiscal vert » qui commence à être implémenté au niveau global.*

*L'augmentation significative de la demande de matières premières dans les programmes d'infrastructures vertes est précisément ce qui fait débattre sur un possible supercycle. Cette révolution « green » va sans doute faire exploser à la hausse la demande pour certains métaux, mais il ne faudra pas s'attendre à un phénomène généralisé pour toutes les « commodities ».*

### OR

*Après deux mois très positifs pour les métaux, le discours de la FED - qui a laissé entendre un prochain début de « tapering » sur les rachats obligataires et deux hausses des taux en 2023 - a été le catalyseur pour une vague de sell-off, en particulier sur les métaux précieux.*

*Malgré les préoccupations liées à l'inflation et l'optimisme par rapport à l'emploi, l'or consolide, parallèlement à la montée des taux longs américains. Dans cette optique, un ralentissement des achats obligataires massifs de la banque centrale américaine entrainera normalement une montée ultérieure des taux US, en rendant les US Treasuries plus attractifs, ainsi que le dollar américain. Un dollar plus fort rend l'or, qui est libellé en cette devise, moins attractif pour les investisseurs basés en d'autres devises. Mais le débat reste ouvert car si une inflation plus élevée persiste, l'or restera un « hedge » efficace. Le métal jaune a toujours bien performé en périodes d'inflation.*

(Suite en page 4)



## Macroéconomie

### Inflation: Tout le monde en parle

- Aux USA, elle passe de +2.6% à fin mars à +5% à la fin du semestre. Une hausse attendue mais pas dans ces proportions.
- Hors éléments cycliques, la nourriture et l'énergie, le taux progresse de +1.6% à +3.8%.
- Les indicateurs des prix à la production vont dans le même sens ; l'augmentation des prix des matières premières, les goulets d'étranglement de production et d'approvisionnement sont à l'origine de cette situation.
- En Europe, la hausse des prix est moins flagrante. De +1.3% fin mars, elle passe à +1.9% à fin juin.

### Activité manufacturière : Poussée de l'investissement dans les pays occidentaux

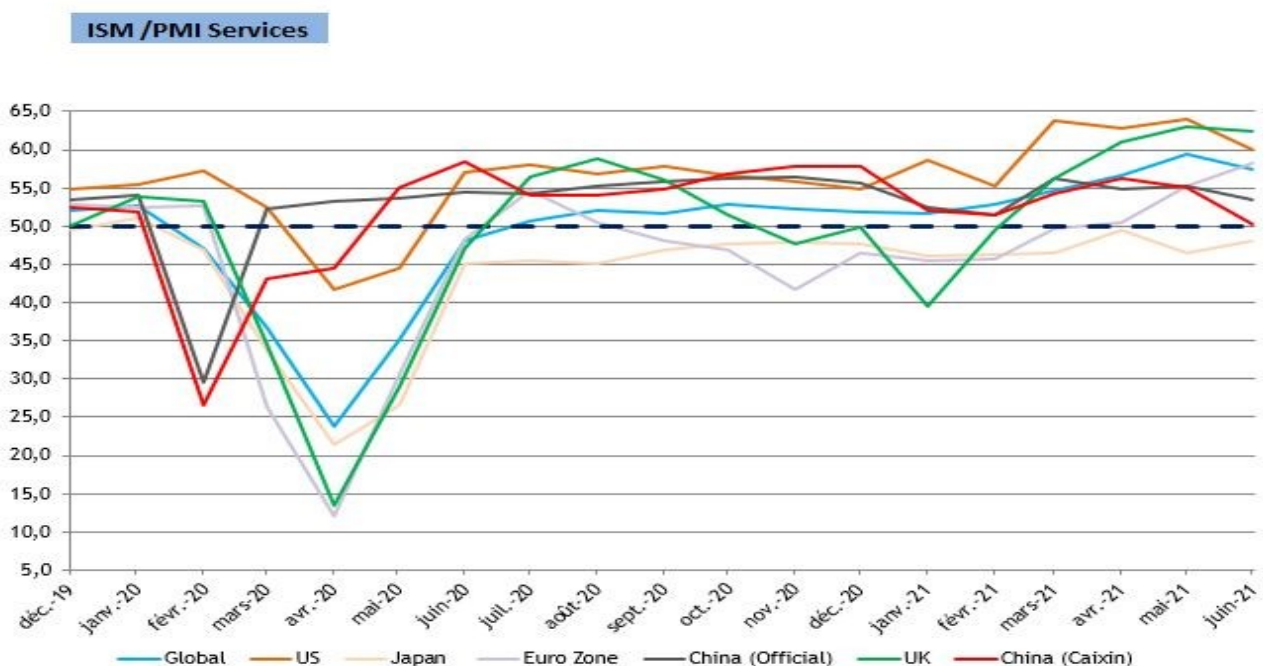
- L'activité manufacturière bat son plein notamment dans les pays développés.
- En Europe, l'indicateur se stabilise depuis plusieurs mois sur des niveaux élevés autour de 62.
- Il en est de même aux USA sur des niveaux légèrement inférieurs de 60.
- La situation sanitaire en Russie et en Inde ramène les indicateurs sous les 50 en juin.
- La Chine affiche des taux de croissance plus mesurés, les politiques restrictives pèsent.

### Activité des services : Au gré des restrictions

- Le surplus d'épargne commence à être dépensé avec les réouvertures des lieux de loisirs.
- Les chiffres de l'emploi sont très solides, ce qui participe à l'amélioration de la confiance des consommateurs.
- Aux USA ce sont 2.5 millions d'emplois qui ont été créés sur les 6 premiers mois (à titre de comparaison 2 millions d'emplois ont été créés sur toute l'année 2019).
- La Zone Euro est particulièrement dynamique avec un retour à la croissance depuis le mois de mai à 58.3 après un hiver sous les 50.
- L'indicateur des services aux USA pour le mois de juin est en deçà des attentes mais sur des niveaux toujours élevés à 60.1
- La décélération se poursuit en Chine avec des indicateurs qui indiquent cependant toujours de la croissance.

Damien Liegeois

### Evolution des indices ISM/PMI Services depuis décembre 2019







## Special Topic

### **Inflation: vraiment une mauvaise nouvelle ?**

L'inflation est en hausse, c'est une réalité. Elle sera bien évidemment plus élevée qu'en 2020 où tout s'est arrêté, et probablement la décennie qui vient verra des niveaux de prix plus élevés que la décennie précédente. Il faut se rappeler sans gros efforts de mémoire qu'il y a encore deux ans, la préoccupation principale de nos banquiers centraux était de ne pas tomber en déflation. Et celle de nos économistes et stratégestes éminents était d'attendre une inflation qui n'arrivait pas. Cette baisse des prix pesait sur les marges des entreprises, empêchait toute hausse de salaires et limitait les créations d'emplois. Les facteurs étaient bien connus : globalisation, généralisation du e-commerce et faiblesse structurelle du prix des matières premières...

Avec la crise sanitaire, tout a changé. D'habitude, une crise porte en elle la désinflation voire la déflation. Celle-ci au contraire, passé le premier choc, a provoqué une hausse généralisée des prix. En cause les périodes de « stop and go » de l'activité, la reprise puissante de la production manufacturière (qui a provoqué des goulets d'étranglement), une ruée sur l'immobilier résidentiel (en dehors des villes), de forts investissements dans le digital et une augmentation globale des coûts liés à la santé. Avec en point d'orgue la mise à mal de l'idée de la globalisation pointée du doigt

comme principale responsable des nombreux soucis d'approvisionnement.

Ce changement de régime de prix est-il problématique ? Oui et non.

Oui car c'est un changement probable de paradigme qui au niveau des investissements va modifier beaucoup de choses et va provoquer inéluctablement une hausse des taux d'intérêts. Plutôt qu'une hausse, il convient, pour le moment, de parler d'une normalisation d'une situation anormale de rendements négatifs ou très faibles sur les obligations de qualité. De même, dans l'avenir, il ne faudra pas s'étonner quand les obligations d'entreprises ou d'Etats trop endettés seront sous pression du marché, la discrimination sera importante. Le « bull market » obligatoire de ces trente dernières années devrait se terminer et en tant qu'investisseur, il faut y être préparé.

Cela dit, l'inflation a aussi des points positifs dans la mesure où elle est maîtrisée entre 2% et 3% de moyenne avec une croissance équivalente. Dans la mesure également où l'on parle d'une augmentation des coûts que les entreprises pourraient répercuter sur les prix sans toucher leurs marges ce qui pérenniserait l'emploi avec des hausses de salaires. Un cercle vertueux pourrait se mettre en place. C'est un scénario envisageable pour la simple raison que nous sommes dans un monde où les capacités de production ont été fortement réduites ces dernières années et que cette

augmentation des prix est liée à une demande vigoureuse et à un changement mondial de mix énergétique. Pour la première fois depuis longtemps les entreprises doivent investir pour augmenter les capacités de production, pour la transition énergétique, la digitalisation... Avec un effet boule de neige favorable à la croissance et à l'emploi.

Un autre effet positif de niveaux de prix plus élevés est celui-ci mathématique. S'il limite la valorisation des flux futurs de certains actifs, il limite l'expansion des ratios d'endettement voire les réduit pour les Etats les plus vertueux, par une croissance nominale plus élevée et le double effet de la croissance et de l'inflation. Les américains ont toujours été très forts dans leur histoire pour faire baisser leur dette de cette manière. C'est le moyen le moins douloureux... si cela marche.

Une inflation plus élevée dans ce scénario un peu rose est donc une bonne nouvelle, et il est amusant dans le contexte actuel de voir les cassandres qui criaient à l'incapacité de nos banquiers centraux de créer de l'inflation, s'inquiéter fortement de ce nouveau régime de prix qui pousseront les banques centrales à sortir des politiques ultra accommodantes, utiles en leur temps mais qui ont peut-être fait leur temps, l'avenir nous le dira.

Damien Liegeois

(Suite et fin du Grand Angle)

### **PETROLE**

Les prix du brut ont fortement monté au cours des deux derniers mois, soutenus par des chiffres économiques très solides et un pragmatisme des membres de l'OPEEC. A plus long terme, les alternatives au pétrole dans les transports terrestres sont là, techniquement efficaces, de plus en plus compétitives économiquement et globalement disponibles. La dernière fois que le pétrole était à 100\$ le baril, en 2014, on comptait simplement 300k véhicules électriques vendus ; l'année dernière ce chiffre était passé à 3.1 mln. La flotte croissante des véhicules électriques amènera à une forte réduction de la demande de pétrole. La demande décroissante pour une matière première « boostera » la demande pour une autre et cela pourra s'alimenter pendant des années. Si les métaux entrent dans un supercycle, il sera plus « propre » qu'auparavant, avec l'objectif de décarboner une partie de l'économie en réduisant les émissions dans le process.

### **CUIVRE**

Les producteurs mondiaux de métaux vont bénéficier du phénomène « d'électrification » et pas seulement dans le secteur des transports. La demande globale de cuivre dans les secteurs de l'énergie propre et des transports devrait doubler dans la prochaine décennie (au moins 5mln de tonnes / an). Dans ce contexte de transition énergétique et de stimulus fiscal vert, le momentum devrait rester favorable au cuivre dans les prochains mois avec des prix qui devraient rester élevés. Toutefois, l'abondance des réserves devrait mitiger cette tendance : d'ici 2023 le marché sera impacté par une montée en puissance de l'offre (+20% vs 2019), conséquence de tous les projets d'exploitation qui seront commissionnés dans les toutes prochaines années.

Sur le marché chinois, qui avait guidé le rallye l'année dernière, on observe les premiers signaux de faiblesse de la demande. La Chine poursuit en effet une campagne visant à ralentir la hausse des prix des matières premières. Parmi les mesures adoptées, l'Empire du Milieu compte remettre sur le marché d'importants stocks de métaux incluant du cuivre, de l'aluminium ou encore du zinc, accumulés stratégiquement en périodes de prix favorables. Ils comptent aussi, pour éviter la spéculation, maîtriser l'activité d'échange de matières premières sur les marchés onshore et offshore au travers d'entreprises publiques.

Costanza Corneri

### AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 6 juillet 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.