

OCTOBRE 2021

Editorial

Les deux premiers mois de l'été furent plutôt radieux. A part un petit décrochement des valeurs du luxe à la mi-août quand la lutte contre les inégalités a été rappelée par les autorités chinoises comme objectif prioritaire, les marchés actions ont plutôt été orientés à la hausse. Du 30 juin au 31 août, l'indice américain S&P500 progressait de 5.24% tandis que l'Eurostoxx50 gagnait pour sa part 3.25%. Seules les bourses émergentes étaient en repli de 4.80%, et la Chine en premier lieu. Les opérateurs, déjà circonspects avec le ralentissement de l'Empire du Milieu sur fond de resserrement monétaire, ont été quelque peu surpris par l'accélération de la pression réglementaire dans pas mal de secteurs (éducation, internet, jeux vidéos, santé, immobilier...).

Cette hausse estivale ne s'est pas faite sur du vide, loin sans faut :

> Les politiques monétaires sont restées très accommodantes et la liquidité abondante.

> Les publications de résultats des entreprises pour le deuxième trimestre ont été de très bonne facture en Europe comme aux Etats-Unis, où l'ensemble des sociétés composant l'indice S&P500 s'est même offert le luxe d'enregistrer la plus forte croissance des bénéfices en année glissante depuis 10 ans ! Encore plus parlant, la manière dont s'est faite cette progression de bénéfices. Dans l'ensemble, les sociétés américaines ont battu les attentes des analystes, non seulement en termes de bénéfices par action, mais également en termes de croissance des revenus. Ceci semble suggérer que même si l'inflation (qui fera l'objet de notre Grand Angle en page 2) conduit à une augmentation des coûts de production, bon nombre d'entreprises américaines ont certainement le pricing power pour les compenser.

> L'activité en termes de fusion et acquisitions a été soutenue.

> Les campagnes de vaccination se sont avérées efficaces avec de bons résultats sur les chiffres d'hospitalisation, malgré la forte contagiosité du variant delta, ce qui a permis aux économies occidentales de progressivement rouvrir.

Les marchés actions ont ensuite fait une pause et entamé un mouvement de consolidation sur les deux premières semaines de septembre, consolidation horizontale pour l'Europe, légèrement baissière sur les US, dont le point de départ est certainement à mettre en relation avec le symposium de Jackson Hole, où J. Powell, le président de la FED, a officialisé ce qui bruissait déjà dans les couloirs de la banque centrale américaine depuis

plusieurs semaines, à savoir le principe d'une prochaine réduction du programme de rachats d'actifs, tout en précisant bien que tapering n'était pas synonyme de hausse des taux simultanée. Quelques jours plus tard, la publication du Beige Book de la FED confirmait une amélioration structurelle de l'économie, malgré les effets locaux du variant Delta et l'émergence de contraintes d'approvisionnement et de tensions sur le marché du travail, deux facteurs plutôt inflationnistes. Ceci dit, l'impact sur les taux longs est resté mesuré et la volatilité sur les marchés contenue.

Les choses ont évolué lors du week-end du 18 et 19 septembre au travers des déboires d'un des plus grands promoteurs immobiliers chinois, Evergrande, avec l'émergence brutale d'un doute dans l'esprit des opérateurs : Ce géant de l'immobilier chinois, croulant sous les dettes, ne pourrait-il pas devenir le Lehman Brothers chinois ? Quelques jours plus tôt, Pékin avait prévenu les grandes banques chinoises qu'Evergrande pourrait ne pas être en mesure de rembourser les prêts et les intérêts sur ses obligations - totalisant plus de 300 milliards de dollars - et pourrait, par conséquence, faire faillite. Cette annonce a suscité le trouble : le géant de l'immobilier a perdu jusqu'à 19% en séance, touchant son plus bas niveau depuis juin 2020. Par effet domino, plusieurs autres sociétés immobilières ont vu leur cours de Bourse dévisser.



Quant au géant de l'assurance Ping An, fortement exposé à l'immobilier, il a abandonné près de 7%. Il faut dire que ces derniers mois, les difficultés du secteur immobilier chinois ont été exacerbées par les mesures de répression de Pékin à l'encontre des promoteurs pour les obliger à se débarrasser de leurs dettes. En 2020, « trois lignes rouges » avaient été introduites, imposant le respect de certains ratios financiers, tout en interdisant la vente de propriétés avant leur achèvement, une partie importante du modèle économique d'Evergrande. Le groupe compterait plus d'un million d'unités prépayées par des clients et non construites, ce qui a ajouté au sentiment d'appréhension des investisseurs. Vendredi 17 septembre, le journal d'Etat chinois Global Times titrait : Evergrande n'est pas too big to fail (trop gros pour faire faillite).

	Q3 2021	FY 2021	Close 30/09/21
DOW JONES	-1.91%	10.58%	33 843.92
S&P 500	0.23%	14.68%	4 307.54
FTSE 100	0.70%	9.69%	7 086.42
EUROST.50	-0.40%	13.95%	4 048.08
CAC 40	0.19%	17.45%	6 520.01
FTSE MIB	2.32%	15.52%	25 683.81
MSCI EM	-8.84%	-2.96%	1 253.10
CRUDE OIL	2.12%	54.64%	75.03
GOLD	-0.74%	-7.45%	1 756.95
EUR/USD			1.1580
EUR/CHF			1.0786
EUR/GBP			0.8593
EURIBOR 1M			-0.563%

Conséquence : L'indice VIX s'est envolé, passant très rapidement de 19 à 25 et les marchés européens comme US ont violemment reculé dans la foulée de Hong Kong dans la nuit de Dimanche à Lundi. Les opérateurs occidentaux, sans doute mal habitués à voir l'argent facile des banques centrales résoudre tous les problèmes, ont soudain semblé désemparés face à ce problème Evergrande que ni la FED, ni la BCE ne peuvent maîtriser à coups de milliards. Ce sera la décision chinoise de laisser couler ou pas ce géant, avec un potentiel effet domino sur d'autres secteurs qui reste à ce jour très difficile à quantifier.

Après une brève accalmie de quelques jours, la volatilité a refait surface durant la dernière semaine du trimestre avec des reculs compris entre 2 et 3% sur les indices actions. Plusieurs raisons à cela :

> Une nouvelle évolution dans le discours de J. Powell qui a prévenu la semaine dernière que la hausse de l'inflation pourrait se prolonger, les goulets d'étranglement de l'offre et les difficultés de recrutement des employeurs risquant de se révéler « plus durables que prévu ». Il a ajouté que si les prix restaient élevés, la Fed « ne manquerait pas de réagir ».

> La poursuite de la hausse des prix de l'énergie qui alimente le débat sur les pressions inflationnistes et fait craindre à certains un choc sur la consommation des ménages. Sous l'effet combiné de la hausse de la demande et du resserrement de l'offre, le cours du Brent a franchi la semaine dernière la barre des 80 dollars le baril pour la première fois depuis octobre 2018. Les problèmes d'approvisionnement subsistent alors que les économies mondiales redémarrent après les périodes de confinement. Les prix mondiaux du gaz ont encore grimpé, avec une hausse de 70 % par rapport au mois d'août et plus de 300% depuis janvier en ce qui concerne l'Europe.



> Le mouvement de normalisation des taux longs en Europe comme aux US suite à l'intégration par les opérateurs de la position désormais un peu moins accommodante de la FED. Avec pour conséquence des dégagements sur les valeurs aux multiples les plus élevés.

> La situation politique américaine où les négociations concernant le second volet du plan de relance traînent en longueur et mettent en relief l'ampleur des divergences entre démocrates et républicains. Un point positif cependant : le Congrès est finalement parvenu à trouver un accord pour prolonger le financement de l'Etat jusque début décembre et ainsi éviter un shutdown.

Dans ce contexte, à quoi faut-il s'attendre pour les prochains mois sur les marchés ?

Il semble assez évident que compte-tenu des nouveaux nuages récemment apparus à l'horizon (Evergrande, crise énergétique, hausse de l'inflation, hausse des taux longs...), les marchés actions devraient conserver une certaine volatilité dans les prochains mois. En affirmant il y a quelques jours que le tapering pourrait s'achever au milieu de l'année prochaine, J. Powell a pris par surprise les investisseurs en ouvrant la voie à un processus de normalisation qui pourrait être plus rapide qu'anticipé. En effet, même s'il a exclu une hausse des taux pendant le retrait progressif de la stimulation monétaire, et en supposant que le tapering ne débute que le mois prochain à raison d'une baisse de 15 milliards de dollars par mois, cela ne laisse plus que 8 mois de répit quand le consensus ne tablait sur des hausses de taux qu'au mieux en 2023. Désormais, convaincus que la croissance va rester forte (PIB 2021 à +5,9% et +3,8% en 2022) et que l'inflation va s'assagir (+4,2% en 2021 et +2,2% en 2022), l'analyse des DOTS montre que 9 membres de la FED sur 18 s'attendent à un relèvement des taux directeurs en 2022 suivi d'autres mouvements en 2023 (3 hausses) et en 2024 (3 hausses). Ceci étant posé, nous restons tout de même constructifs sur les marchés actions, avec peut-être un focus plus appuyé sur l'Europe et les marchés émergents, moins fortement valorisés que la bourse américaine. Même si les taux longs ont entamé un début de normalisation, ils restent très bas encore et pour l'investisseur long terme en quête de rendement, les marchés actions demeurent un placement incontournable, surtout si l'on intègre les dividendes, en hausse dans certains secteurs comme les bancaires par exemple. Certes, les P/E commencent à être élevés, surtout aux US, mais la prime de risque action, qui mesure si les investisseurs sont bien rémunérés pour le plus grand risque en action vs le taux « sans risque » des emprunts d'Etat, laisse entrevoir encore un potentiel d'appréciation pour les bourses, d'autant qu'en termes de cycle économique, nous nous inscrivons à peine au milieu de la phase de croissance après le choc Covid de 2020. Ce n'est pas comme si nous étions déjà à la veille d'une récession avec déjà plusieurs années de hausse des Fed funds derrière nous et une courbe des taux inversée... Nous resterons toutefois très attentifs dans les prochaines semaines aux publications émanant des sociétés autour des résultats du troisième trimestre. Il conviendra d'observer entre autres si la hausse des matières premières et des prix de l'énergie en particulier aura ou non un impact important sur les marges des sociétés (surtout dans les secteurs industriels) et quelle proportion de la cote sera impactée. La sélectivité devra être de mise en matière de stock-picking et pour ce qui est de notre allocation fonds actions, nous réfléchissons à un léger rééquilibrage en faveur des fonds value au détriment du style growth, naturellement plus affecté par les hausses de taux. Sur l'obligataire, pas de changement, nous maintenons un focus plus appuyé sur les fonds globaux flexibles ayant la possibilité de se positionner court en termes de durée, et le cas échéant, sur des emprunts de meilleure qualité.

Christophe Carrafang

Grand Angle

Des craintes de déflation à une alerte sur l'inflation

Il n'aura fallu que quelques mois pour que la préoccupation liée à la faible inflation, témoin de la fragilité économique occidentale de la dernière décennie, ne soit remplacée par la crainte d'une hausse des prix généralisée. Alors que le CPI américain (indice des prix à la consommation) avait terminé l'année 2020 à un niveau de 1,30 %, le seuil d'alerte de 5% est désormais dépassé.

Aux US, sous l'effet d'aides gouvernementales généreuses, les ménages ont pu bénéficier d'une hausse de 9.8% de leur revenu disponible entre décembre 2019 et juillet 2021 et dès le mois de mars 2021 les dépenses de consommation dépassaient leur trajectoire de croissance d'avant crise. Mais ce retour du consommateur s'est réalisé en ordre dispersé : d'un côté le secteur des services qui accuse encore un manque à gagner de 4.1% par rapport à sa tendance pre-Covid, de l'autre côté le secteur des biens durables, qui ne représente habituellement qu'un dixième de la consommation américaine, qui a progressé de presque 40% entre la fin 2019 et avril 2021. Cette croissance atypique a entraîné des fortes perturbations des chaînes d'approvisionnement, tout en déclenchant une soudaine tension sur les prix.

L'inflation est de retour pratiquement partout dans les pays industrialisés, à l'exception notable du Japon. En septembre, les prix à la consommation ont bondi à 4.1% en Allemagne, au plus haut niveau depuis 1993, et à 2.1% en France. L'indice des prix à la consommation harmonisé en zone euro, qui sert de base de comparaison au niveau européen, a encore accéléré en septembre à 3.4%, au plus haut depuis 2008 et largement au-dessus du nouvel objectif de la Banque Centrale Européenne d'une inflation à 2%. Il est cohérent et logique lorsque l'activité redémarre fort que l'inflation augmente. C'est lié à une reprise plus forte que prévu, des pénuries de main-d'œuvre, des pénuries de matières premières. Nous pourrions donc croire que cette bouffée d'inflation est « conjoncturelle » et donc normale.

Mais l'inflation, c'est comme l'épargne: une partie disparaîtra comme

disparaît l'épargne forcée due à la difficulté de consommer pendant les confinements, mais une partie restera. L'inflation structurelle a progressé, comme l'épargne de précaution, et elles ne reflueront sans doute pas de sitôt. Certains effets de la pandémie sur les prix pourraient effectivement n'être que transitoires, mais d'autres pas.

Personne ne sait quels goulots d'étranglement vont pouvoir se desserrer et quand. D'où une incertitude complète à court terme. Sur le long terme, la hausse des prix ouvre des débats majeurs sur la consommation des ménages. Devant l'envolée des prix de l'énergie, des denrées alimentaires et des biens durables, les banques centrales tentent de rassurer l'opinion en parlant de hausse provisoire. Selon l'OCDE, en revanche, l'inflation va continuer à progresser sur les deux ans qui viennent.

Les prix du gaz naturel ont bondi depuis le début de l'année de plus de 350% en Europe et de plus de 120% aux Etats-Unis. Le pétrole affiche une hausse de près de 50%. Idem pour l'électricité : multiplication par deux du prix. À l'approche de l'hiver, cette poussée sur les prix crée un choc pour les entreprises et le budget des ménages. Un des facteurs qui a pu contribuer à ce goulot d'étranglement serait à rechercher chez V. Poutine : les Etats-Unis soupçonnent publiquement la Russie de ne pas avoir augmenté ses livraisons de gaz pour pousser à la finalisation de la construction du gazoduc controversé Nord Stream 2.

Les semi-conducteurs ont un impact sur l'industrie sans commune mesure avec leur taille. Il semble désormais probable que les pénuries persisteront l'an prochain. Des nouvelles hausses de prix sont à prévoir et seraient susceptibles d'atteindre 20%, en se répercutant aussi bien sur les coûts de l'électronique grand public que de l'automobile ou des téléphones portables. Avec l'essor des véhicules électriques et autonomes, le directeur général d'Intel prévoit que les puces représenteront 20% du coût de fabrication d'une voiture d'ici 2030 contre 4% en 2019. En Chine, où les prix à la production ont bondi de 9,5% en août, les coupures de courant freinent la production de nombreux biens et matières premières, du ciment à l'aluminium, ce qui alimente les pénuries dont souffrent de nombreux secteurs, comme l'automobile.



Macroéconomie

Contexte: Reprise économique avec des chocs d'offre inflationnistes

Inflation: Tout le monde en parle

- Aux USA, elle se stabilise et passe de +5.4% fin juin à +5.3% au sortir de l'été.
- Hors éléments cycliques, nourriture et énergie, le taux recule de +4.5% à +4%.
- En Europe, avec 3 mois de décalage avec les Etats-Unis, l'inflation accélère et passe de +1.9% à +3.4%. Toutefois l'inflation core reste contenue à +1.9%.
- La question qui se pose autour de la hausse des prix récente est de savoir quelle en est la part cyclique, donc provisoire, de celle plus structurelle qui pourrait s'installer dans le temps.

Activité manufacturière : Ralentissement contenu

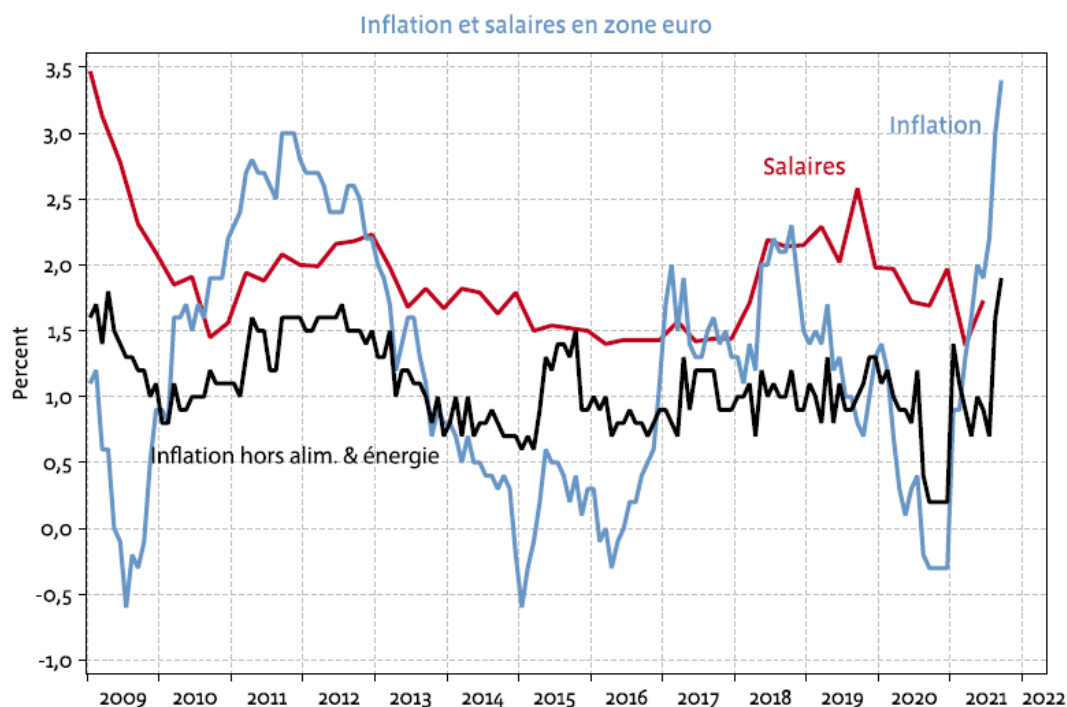
- L'activité manufacturière recule mais reste sur des niveaux élevés, les goulets d'étranglement sur les semi-conducteurs, l'énergie et le transport pèsent.
- En Europe l'indicateur recule en septembre à 58.6.
- Après deux mois de stabilisation et contre toute attente, l'ISM manufacturier américain rebondit pour atteindre 61.1.
- Avec l'amélioration de la situation sanitaire en Russie, en Inde et au Brésil, les indicateurs des pays émergents retrouvent des couleurs.
- L'activité manufacturière en Chine reste mesurée, les politiques restrictives et le train de réformes constituent un frein.

Activité des services : Les réouvertures se poursuivent

- Aux USA, les chiffres de l'emploi s'améliorent mais lentement, à tel point que le nombre d'offres d'emplois devient supérieur au nombre de chômeurs.
- L'indicateur des services pour le mois de septembre, qui était attendu plutôt à la baisse, progresse pour s'établir à 61.9.
- Après un été très robuste, l'activité des services décélère en Zone Euro, elle passe de 59 à un niveau somme toute toujours fort correct de 56.4.
- Les premiers indicateurs chinois pointent sur une amélioration sensible de l'activité des services en septembre, qui après un recul à 47.5 le mois précédent, rebondit à 53.2.

Damien Liegeois

Comme en 2010/2011, un choc inflationniste de sortie de crise...



Dorval Asset Management – 01/10/2021 – Source : Macrobond



Special Topic

Chine: la saison des réformes

Tout s'est sans doute déclenché avec un discours l'an dernier de Jack Ma fustigeant le manque de modernité des autorités de régulation chinoises. Mal lui en a pris, cela lui a coûté l'introduction en bourse de sa pépite financière Ant Group, plusieurs milliards de dollars et en prime un séjour probable dans un centre de « rééducation ».

Pour le gouvernement ce fut un électrochoc car, effectivement la Chine accusait un retard dans ce domaine et se faisait déborder par la rapidité et l'inventivité d'acteurs économiques devenus trop puissants. En prenant le taureau par les cornes le gouvernement, profitant d'une fenêtre macro-économique favorable, a en quelques mois bouleversé de nombreux secteurs par des annonces qui se sont articulées autour de 4 thématiques.

En premier lieu, il s'agissait de réduire les risques systémiques dans les secteurs de la finance et de l'immobilier, pour éviter la crise que les USA ont connu en 2008. Pour cela, Pékin avait déjà fortement réduit ces dernières années le poids du fameux shadow banking et donc récemment fait rentrer dans le rang Ant Financial qui s'affranchissait de tous contrôles bancaires. Au niveau de l'immobilier, des lignes rouges ont été mises en place ; des ratios d'endettement à ne pas dépasser pour les développeurs : dette/actifs,

dette nette/equity, cash/dette à court terme, ce qui a mis en difficulté les plus fragiles du secteur et provoqué la crise Evergrande.

Le second axe des autorités a été la mise en place de lois anti-trust plus sévères afin d'améliorer la libre concurrence et de lutter contre les positions dominantes abusives. Des sociétés telles que Alibaba ou Meituan ont été particulièrement ciblées.

Le troisième axe est lié à la sécurité nationale des données. Le déclencheur en a été Didi (le Uber chinois), sanctionné au lendemain de son introduction en bourse au Nasdaq. Ce dernier a en effet pris certaines libertés sur des données domestiques qui se sont retrouvées disponibles sur le territoire américain, sujet particulièrement sensible dans un contexte géopolitique de quasi-guerre froide. Cette mésaventure a entraîné une réforme stricte du traitement des données par les géants de l'internet chinois.

Finalement, afin de répondre à une pression sociale grandissante et d'atteindre leurs objectifs démographiques ambitieux, les autorités se sont attaquées aux questions d'égalité des chances, et de réduction du coût de la vie, dont les symboles ont été les secteurs de l'éducation privée et des jeux en ligne.

Toutes ces réformes sont somme toute logiques et vont dans le même sens que celles

voulues dans les pays démocratiques développés, mais c'est la rapidité avec laquelle elles ont été annoncées et appliquées qui a surpris les observateurs, les investisseurs et les acteurs de ces secteurs.

En début d'année, Xi Jin Pin s'est félicité que depuis l'amorce des réformes économiques des années 70, la Chine a réussi à sortir de l'extrême pauvreté 800 millions de personnes, tout en se fixant un nouvel objectif : la prospérité commune. L'idée étant de promouvoir une meilleure redistribution des richesses, fournir un filet de protection social plus solide et promouvoir l'égalité des chances.

Les pro-chinois diront que ces réformes devraient amener à moyen terme une croissance économique plus soutenable et faire rentrer la Chine définitivement dans le clan des pays développés, les sceptiques y voient plus un signe d'extrême nervosité d'un gouvernement qui voit son pouvoir s'étioler. L'avenir en sera le seul juge.

A court terme toutefois, la fenêtre macro-économique se referme et l'on devrait assister dans les prochains mois à l'assouplissement de la politique monétaire et des annonces de relances ciblées car les derniers trimestres ont tout de même bien perturbé l'économie domestique chinoise.

Damien Liegeois

(Suite et fin du Grand Angle)

Les cours du bois ont flambé, puis ceux du café, du blé, du sucre.

Le réchauffement climatique et les accidents qu'il provoque (sécheresses, inondations...) vont régulièrement faire grimper les cours des matières premières alimentaires. La hausse des prix alimentaires mondiaux a atteint 30% sur un an en août selon l'indice de référence de la FAO, l'organisation des Nations unies pour l'alimentation et l'agriculture. Cette accélération s'explique par l'augmentation des prix des matières premières agricoles mais aussi à cause des tensions créées par la pandémie, qui a perturbé de multiples chaînes logistiques et fait bondir les prix du transport. Dans de nombreux pays émergents, l'alimentation représente une part importante du panier de référence servant au calcul de l'inflation, ce qui se traduit par une pression accrue sur les autorités monétaires et budgétaires.

Et pour finir, on commence à parler de hausse des salaires. Le mécanisme est connu : quand la hausse des prix à la production se répercute sur les prix à la consommation, elle favorise les revendications salariales.

Aux Etats-Unis, la hausse du salaire horaire moyen a atteint 0,6% en août et les anticipations d'inflation des consommateurs évoluent autour de 3%. Au Royaume-Uni, dans certains secteurs, les salaires ont augmenté jusqu'à 30% cette année. Dans la zone euro, si les coûts du travail ont diminué au deuxième trimestre, les anticipations d'inflation sont désormais orientées à la hausse.

Un possible scénario aujourd'hui est celui d'une surchauffe de début de cycle: la croissance va s'accélérer à mesure que les goulots d'étranglement de l'offre seront levés, mais l'inflation pourrait rester plus élevée que celle enregistrée ces 20 dernières années car ses causes ne sont pas uniquement temporaires. L'épargne non dépensée et la demande contenue étant déjà élevées, la poursuite de politiques monétaires et budgétaires ultra-accommodantes stimule encore davantage la demande globale.

Les banquiers centraux vont-ils se concentrer sur la croissance et choisir d'être « un peu en retard sur la courbe » ou seront-ils davantage préoccupés par l'inflation et retireront-ils rapidement les soutiens ?

Costanza Comeri

AVIS AUX LECTEURS

Document achevé d'être rédigé le 7 octobre 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.