

BREVE MENSUELLE JUIN JUILLET 2021

Commentaires (Portefeuilles et Modèle Athénée Investment)

La saison des bénéfices va battre son plein dans quelques jours. Voilà peut-être de quoi insuffler aux marchés financiers une nouvelle dynamique ; en effet, ces dernières semaines, les investisseurs se sont inquiétés de l'inflation, des mesures de resserrement envisagées par les Banques Centrales, du variant Delta tout en se réjouissant de la dynamique de consommation, de la validation fin juin du plan de relance américain et aussi de la réouverture (provisoire ?) des frontières en Occident.

Avant de retomber dans l'incertitude début juillet ! Et pour cause : au regard des récentes statistiques contrastées et des valorisations de sociétés historiquement élevées, **il relèverait presque du bon sens que de se positionner quelque part entre prudence et prises de bénéfices**. Pourtant un tel pari s'avère **relativement contrariant, car il s'inscrit dans un contexte de demande soutenue, de rendements réels toujours aussi négatifs et de bénéfices qui pourraient une fois encore battre le consensus**.

Aussi, ces publications au titre du 2ème trimestre sont-elles très attendues ; mais **c'est surtout ce que les entreprises auront à dire sur les perspectives à 6-12 mois, qui donnera le « la » de la tendance estivale**. En effet, les sociétés ne pourront se contenter d'indiquer que les affaires reprennent, **il faudra l'assurance d'une reprise stable** et de bénéfices en progression sensible par-delà 2021 pour entamer une nouvelle vague de hausse. Si tel ne devait pas être le message, il y a fort à parier que les actions pourraient être chahutées, au mieux sans tendance - notamment aux Etats Unis - où bon nombre de sociétés sont tout simplement valorisées à des niveaux qui frisent la perfection voire qui dérisent l'entendement !

Cependant la clôture des indices à des niveaux records fin juin illustre la **difficulté de se détourner des actifs risqués; pour faire quoi, d'ailleurs?** Ces derniers jours, le rendement du 10 ans américain est revenu quasiment à son niveau de début d'année soit autour de 1,30% alors même que les paris allaient bon train quant à un niveau de 1.8%-2%... Et cette détente des taux longs américains, contre toute attente, n'a pas été sans soutenir le S&P500 : **l'indice phare américain a gagné plus de 5% pendant 5 trimestres consécutifs**.

Performances	2021 Au 30/06/2021	2020	2019
STOXX600	+13,49%	-4,04%	+23,16%
CAC	+17,23%	-7,20%	+27,86%
SMI (CHF)	+11,58%	+0,82%	+25,95%
S&P500 \$	+14,51%	+16,26%	+28,88%
NASDAQ \$	+12,54%	+43,64%	+35,23%
MSCI Emerging \$	+6,46%	+15,84%	+15,42%
EUR / USD	-3,02%	+8,94%	-2,22%
Gold \$	-6,26%	+25,12%	+18,31%
Rendement 10 ans USA	1,466%	0,91%	1,92%
Allocation Tracker Classique	+4,31%	-0,83%	+7,05%

C'est seulement la deuxième fois depuis 1945 que cela se produit. La fois précédente, c'était en 1954, à une époque où la Fed essayait également de sortir d'une période de taux ultra-bas. Et cela ne s'est pas terminé par un effondrement des actions - il y a certes eu des à-coups mais la tendance est restée positive durant de longs mois.

Est-ce que l'histoire se répète ? Compte tenu des rendements au plus bas (High Yield vs Investment Grade (*) – voir graphe page suivante), des indices de confiance au plus haut et des progressions vertigineuses de certaines sociétés sur un an glissant, rien n'est moins sûr – même si le célèbre TINA (*) semble peser de tout son poids dans les allocations de portefeuille.

**Athénée Mercury Certificate
(International Stocks Long Only)**

**+6,53%
YTD (30/06/2021)**

**-28,10%
(from 27/03/2020 to 30/06/2021)**

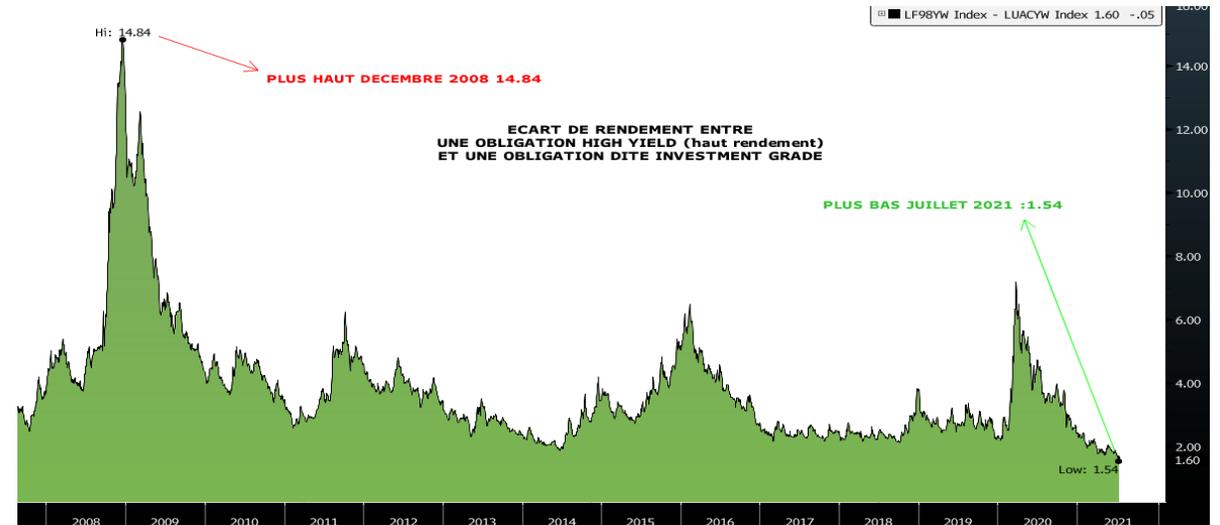
Par ailleurs le thème de la réouverture semble s'essouffler, mais d'autres secteurs pourraient prendre le relais, soutenus notamment par les plans de relance et le repositionnement post Covid de la consommation (davantage tournée vers l'environnement, la santé, une possible relocalisation industrielle).

Il semblerait que les investisseurs aient désormais à analyser de plus près les activités des entreprises en vue de déterminer lesquelles ont la capacité de prospérer dans un environnement plus complexe. Une surperformance relative de l'Europe est possible avec la mise en œuvre du plan NextGénération EU (une première tranche de 20 mds a été libérée le 15 juin), visant à financer des projets d'énergie verte, de numérisation et d'infrastructure dans toute l'UE jusqu'en 2027.

En revanche il sera plus difficile de choisir entre valeurs de croissance et valeurs dites value ; les dernières données macroéconomiques, en demi-teinte, donnent à penser que nous sommes dans une économie qui se renforce globalement mais qui ne semble pas en surchauffe. Aussi, la liste des arguments plaidant pour une inflation transitoire est aussi longue que celle allant dans le sens d'une inflation persistante : dans un tel contexte, la stratégie « barbell » (*) que nous préconisons dans notre Brève d'Avril-Mai est plus que jamais d'actualité. Bien entendu nous conservons des liquidités en cas de secousses aoûtiennes et restons à l'écart des obligations, les rendements actuels nous semblant peu alignés avec la réalité économique (cependant nous mettons dans nos portefeuilles de la dette privée dont nous maîtrisons la mise en place et le suivi). Pour le reste, à surveiller comme le lait sur le feu !

(*) Traduction du langage « financier »...

- High Yield (Bonds) : Obligations à Haut Rendement (notation de crédit faible)
- Investment Grade (Bonds) : Obligations assorties d'une cote de solvabilité élevée
- TINA : There Is No Alternative (Il n'y a pas d'autre alternative... aux actions)
- FOMC : Federal Open Market Committee : comité mensuel de la Fed décidant de la politique monétaire US
- MBS : Mortgage Backed Securities = titres adossés à des créances hypothécaires
- Barbell : littéralement haltère, stratégie composée de titres appartenant à des secteurs opposés



De la Fed : toujours et encore...

Début juin, la Banque Centrale américaine a annoncé qu'elle commencerait à vendre les obligations d'entreprises achetées au plus fort de la pandémie, ce que l'on peut considérer comme le signal avant-coureur de mesures plus restrictives dans un futur plus ou moins proche. En même temps, la croissance annuelle de la masse monétaire M2 s'est contractée, passant d'un pic de 25 % en février à 14 % en avril.

En ce sens, indiscutablement, le resserrement monétaire est en cours et il est probable que lors de la prochaine réunion du FOMC (*), les 27 et 28 juillet, Jérôme Powell fasse d'autres annonces, parmi lesquelles un ralentissement des achats mensuels de dette ; pour mémoire, le montant des rachats est de 120 milliards \$ par mois, dont **40 milliards de MBS (*)**. **Dans un environnement où ventes immobilières et prix des logements flambent outre Atlantique, il ne semble pas insensé de mettre un terme à l'interventionnisme sur le marché hypothécaire, bien au contraire !** Et si tel ne devait pas être le cas, la Fed pourrait avoir à rendre des comptes sur le bien-fondé d'une politique monétaire d'urgence alors que l'urgence, sur les marchés financiers, est passée depuis belle lurette !

Ce contexte de resserrement amène d'ailleurs certains économistes à envisager **une baisse du PIB dès le 2ème semestre 2021**, ceci pouvant expliquer le retour des rendements à 10 ans autour de 1,30% (contre 1,75% en mars), **à moins que la Fed n'ait d'ores et déjà mis en place une stratégie de «curve control», de façon à soutenir la reprise économique et ne pas déstabiliser les places boursières.** En effet la hausse des actions alimente à la fois l'effet richesse des ménages américains (facteur de soutien pour la consommation) et les plans de retraite 401K (les baby-boomers sont désormais à la retraite, le vieillissement de la population s'accélère – la progression de la bourse n'est donc plus seulement un domaine réservé aux nantis mais touche aussi à l'ordre social du système américain).



Le télétravail : l'éventuel revers de la médaille...

Si certains évoquent des **relocalisations industrielles** (justifiées par des coûts de transport moins élevés, une plus grande autonomie à l'égard de pays tiers, des gains de productivité issus de l'intelligence artificielle et de la robotisation), on peut se poser la question de **la délocalisation des services.**

En effet, une étude récente effectuée en Grande-Bretagne pointe du doigt une possible conséquence du travail à distance, s'il devenait la norme dans certains secteurs : « *Un emploi sur cinq basé au Royaume-Uni pourrait être délocalisé dans d'autres pays à la suite de la pandémie, menaçant la perte d'emplois de cols blancs bien rémunérés. 5,9 millions de travailleurs "n'importe où" (du designer graphique au programmeur informatique) pourraient être en danger. L'expérimentation massive du télétravail signifie que les entreprises soucieuses de réduire leurs coûts pourraient décider de ne conserver en physique que le personnel décisionnel ou strictement nécessaire.* ».

Une telle évolution n'est en rien certaine mais elle soulève de vraies questions sur la localisation future de nos activités, voire sur la nature de nos emplois (il y a fort à parier que le secteur bancaire ne sera pas épargné).

Donc à défaut de plage, vive le bureau !

(*) Source : Tony Blair Institute / Bloomberg

Merci @ My Funds Office – 16 rue de Chaillot, 75116 Paris, France – de nous autoriser à publier leur bulle hebdomadaire, dont nous apprécions l'humour sans modération