

BREVE MESUELLE MARS 2021

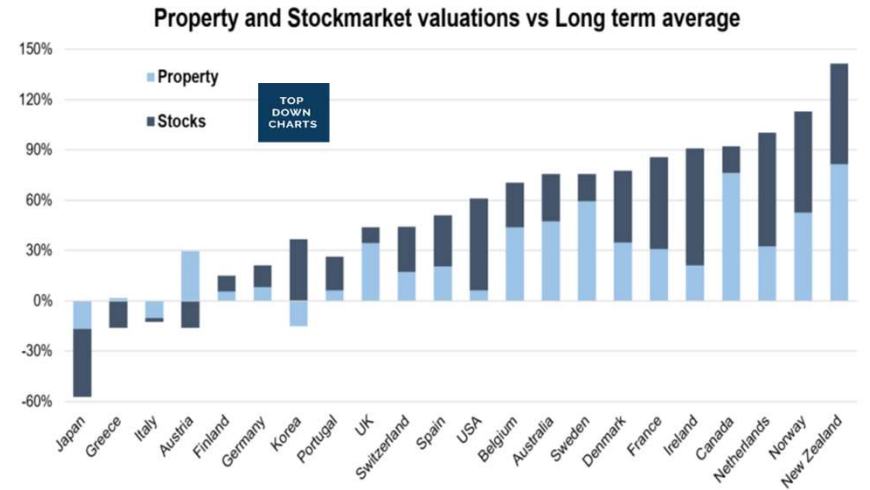
Commentaires (Portefeuilles et Modèle de Gestion Mascareignes/Athénée)

Les résultats des entreprises américaines au titre du T4 2020 sont désormais connus : deux tiers des bénéfices ont dépassé le consensus d'un écart-type ou plus (c'est beaucoup !). Il s'agit de la deuxième meilleure lecture en 23 ans - la meilleure étant celle du trimestre précédent ! Forts de ces éléments microéconomiques prometteurs, les investisseurs vont désormais se focaliser sur la macroéconomie, elle aussi encourageante : au regard de la situation sanitaire favorable en Chine et du déconfinement progressif aux Etats-Unis, l'économie mondiale devrait bientôt tourner à plein régime ce qui pourrait continuer à entretenir la frénésie acheteuse. Mais pour que certaines valorisations historiquement élevées puissent tenir dans la durée, il faudrait que l'inflation soit contenue – afin de conserver les rendements obligataires à des niveaux bas et ainsi limiter la hausse de la prime de risque. Or c'est bien là que le bât blesse depuis deux semaines.

Certains semblent s'en étonner et pourtant inutile d'avoir travaillé à la BCE pour constater l'envolée des prix sur toutes sortes d'actifs : maisons, voitures, SPACs, bitcoin, cuivre, pétrole - presque tout prend l'allure d'une parabole sauf les bureaux commerciaux.

Bref, **les investisseurs commencent à voir l'inflation pointer le bout de son nez et cela n'est pas sans conséquence sur les taux d'intérêt** : le T-Note (obligation à 10 ans US) a bondi de 1,37% à 1,61% en une seule séance le mois dernier. Pour la plupart d'entre nous, une augmentation de 0,24 % du 10 ans américain ne semble pas être un problème majeur. Cependant la violence et la vélocité avec lesquelles les taux se sont tendus le 25 février ont tiré la sonnette d'alarme ; **faut-il rappeler que le rendement des T-Notes n'était que de 0,52% en août dernier ?**

Le coût de la dette américaine à 10 ans a donc littéralement triplé en quelques mois (la plus forte augmentation d'une année sur l'autre était de 77 %, en 2013... la fameuse année du Taper Tantrum). On a donc affaire à un bond de 300% des rendements : à situation exceptionnelle, visiblement, réactions et ajustements extraordinaires ! Qui risquent bien de se répercuter sur les conditions de financement des entreprises, mais aussi sur les taux hypothécaires : **une hausse soutenue et continue du taux hypothécaire risquerait de peser sur le marché immobilier américain**, en surchauffe, comme c'est le cas d'ailleurs dans la plupart des pays industrialisés. Nul doute que cela affecterait beaucoup plus de gens dans leur vie quotidienne que le verbiage entourant les hauts et les bas des « meme » stocks, cryptomonnaies et autres lubies ponctuelles.



Source: Topdown Charts, Refinitiv, OECD

topdowncharts.com

La question est donc de savoir si la hausse brutale des taux n'est qu'une exagération (parmi tant d'autres) ou s'il s'agit d'un mouvement amené à perdurer dans le temps - et dans ce cas, s'il menace réellement la trajectoire stratosphérique des actions.

Bien qu'il soit encore trop tôt pour le dire, les ingrédients d'un retour de l'inflation au cours des prochains mois – voire années - semblent se mettre en place, tout du moins aux États-Unis. En effet, les mesures de relance massives décidées par l'administration Biden viennent s'ajouter à la liste des facteurs inflationnistes : par exemple, les exportateurs asiatiques augmentent leurs prix pour la première fois en 20 ans, ce qui constitue un changement majeur par rapport à la tendance récente. Le prix des matières premières est dans une spirale haussière depuis plusieurs mois. Enfin des signes de tension sur le marché du travail commencent à apparaître aux États-Unis – alors que nous sommes loin du plein emploi, ce qui pourrait éventuellement poser la problématique de la pression par les salaires en cours d'année.

Certificat MFM/Athénée Mercury
(Actions Internationales)

+4,25%
YTD (26/02/21)

+25,66%
(du 27/03/2020 to 26/02/2021)

BREVE MENSUELLE MARS 2021

Commentaires (Portefeuilles et Modèle de Gestion Mascareignes/Athénée)

L'inflation est en train de s'inviter au bal de la bourse, sans pour autant sonner la fin de la partie, puisque, comme nous l'écrivions dans notre Lettre de Février, les véritables faiseurs de tendance sont et resteront les Banques Centrales. C'est aujourd'hui plus vrai que jamais (voir notre encadré).

La volonté des grands argentiers est de laisser la politique monétaire aussi accommodante que possible, le temps de retrouver le plein emploi ; par ailleurs les vannes budgétaires restent grandes ouvertes. Dans ce contexte, il serait téméraire de tourner baissier sur les actions. Cependant il est probable que les réallocations entre valeurs technologiques et cycliques perdurent, car hors événement exogène, nous voyons mal quelle tendance de fonds pourrait ramener les taux longs sous 1% aux USA.

La perte de momentum depuis mi-février ouvre la voie à une consolidation à plat des actions mais l'argent gratuit continue de couler à flot et pourrait alimenter encore bien des excès, soutenus par la croissance globale, le retour du sharebuyback et la manne de liquidités en attente d'investissement.



Nous conservons notre exposition aux actions, voire nous renforçons sur repli (le stock picking prenant toute sa dimension dans l'environnement actuel) et nous restons à l'écart des obligations (sauf opportunité ponctuelle sur la dette européenne).

En effet, le rendement du T-Note a récemment dépassé celui des dividendes du S&P500. Selon certains experts, le point de basculement des fonds de pension des actions vers les obligations pourrait se situer au-dessus de 1,75%. Et lorsque ce seuil sera atteint, sans doute plus tôt qu'on ne le croit, il faudra regarder de près les intentions de la Fed pour réajuster, si nécessaire, notre allocation.

Réunions des banquiers centraux : la dentelle des mots !

La semaine passée, la BCE a clarifié sa position sur la hausse des rendements obligataires, surprenant le marché en prévoyant d'augmenter les achats d'actifs : c'est plus ou moins open bar du côté de Christine Lagarde !

Cette semaine, c'est au tour de la Fed de répondre à la hausse des rendements : et l'on s'attend plutôt à des mots qu'à des actions concrètes. Lors de leur prochaine réunion (ce mercredi), les responsables de la Fed repousseront très certainement l'idée d'une hausse avant plusieurs trimestres. Et Powell restera sans doute flegmatique quant au niveau des rendements actuels tout en laissant la porte ouverte à une intervention si les spreads des junk bonds (un signe de stress financier) venaient à s'élargir ; une baisse de 20% des actions pourrait également lui forcer la main.

A ce propos, petit retour en arrière, en l'occurrence fin 2018 : la Fed disait qu'elle continuerait à relever les taux quoi qu'il arrive, même si les données économiques devaient se détériorer et les marchés vaciller. Eh bien, il a suffi d'une chute de 15% du S&P 500 entre début décembre et la veille de Noël pour que Powell change d'avis. Le marché a donc appris à ne pas prendre la Fed au mot. Surtout les opérateurs craignent qu'en se laissant trop distancer (*behind the curve*), la Banque Centrale US n'ait à changer de ton de façon brutale et à resserrer sa politique monétaire bien avant 2023 !

BREVE MENSUELLE MARS 2021

Commentaires (Portefeuilles et Modèle de Gestion Mascareignes/Athénée)

Pourquoi les valeurs technologiques baissent-elles ?

Une inflation plus élevée – voire simplement la crainte d'une inflation plus élevée - est de nature à entretenir la hausse des taux d'intérêt et par ricochet la chute des valeurs technologiques. Cela ne signifie pas que les entreprises technologiques aient perdu de leur superbe, encore moins de leur potentiel, mais le problème est leur valorisation, comme nous l'avons mentionné à plusieurs reprises dans nos précédentes Brèves Mensuelles.

Des taux d'intérêt qui montent sont du poison pour les entreprises dites de croissance. **La raison est mathématique. Les techs tirent la majeure partie de leur valorisation des flux de trésorerie futurs** : autrement dit, même si une société technologique n'est pas ou peu rentable aujourd'hui, sa capacité d'innovation et/ou sa part de marchés à venir lui permettra de dégager des bénéfices substantiels dans un avenir plus ou moins proche : et c'est cette capacité future à générer des gains qui est valorisée par les analystes financiers, à défaut de pouvoir s'appuyer sur des bénéfices actuels.

Or l'argent futur est toujours ramené à une valeur actuelle par un taux d'intérêt, car 100\$ aujourd'hui valent plus que 100\$ dans 5 ou 10 ans. Exemple : si j'ai 100\$ dans mon porte-monnaie aujourd'hui, je peux m'acheter 10 burgers à 10\$. En supposant une inflation constante à 1%, le coût de mon burger sera de 11.04\$ dans 10 ans et je ne pourrai alors me payer que 9 burgers au lieu de 10 -> 100\$ aujourd'hui valent bel et bien plus que 100\$ dans 10 ans. C'est encore plus vrai si l'inflation passe à 2,5% : dans ce cas, le prix du « burger à 10 ans » passera à 12,80\$ et mes 100\$ ne me permettront plus que d'acheter 7 burgers !

Performances	2021 au 12/03/2021	2021 au 26/02/2021	2020	2019
STOXX600	+6,03%	+1,49%	-4,04%	+23,16%
CAC	+8,92%	+2,73%	-7,20%	+27,86%
SMI (CHF)	+1,27%	-1,69%	+0,82%	+25,95%
S&P500 \$	+4,99%	+1,47%	+16,26%	+28,88%
NASDAQ \$	+0,38%	+2,36%	+43,64%	+35,23%
MSCI Emerging \$	+4,49%	+3,72%	+15,84%	+15,42%
EUR / USD	-2,15%	-1,13%	+8,94%	-2,22%
Gold \$	-9,02%	-8,58%	+25,12%	+18,31%
Rendement 10 ans USA	+1,635%	+1,407%	0,91%	1,92%
Allocation Tracker Classique	+1,45%	+0,91%	-0,83%	+7,05%

Le SMI possède moins de valeurs cycliques que les autres indices européens : il sous-performe !

Le Nasdaq est pénalisé par la hausse des taux. Le Russell 2000 (petites et moyennes valeurs) en profite : +19,13% YTD !

Le taux à 10 ans US poursuit sa remontée fantastique !

Le même raisonnement s'applique aux entreprises dites de croissance. **Plus l'inflation augmente, plus le taux d'intérêt qui s'applique aux flux de trésorerie monte et vient rogner sur les gains futurs** (toutes choses étant égales par ailleurs, un bénéfice de 100\$ aujourd'hui n'est plus que de 78.12\$ dans 10 ans si on lui applique un taux d'inflation de 2,5%) – ce qui réduit naturellement la valorisation actuelle de la société et donc son prix théorique si elle est cotée en bourse.

Cette méthode de valorisation des entreprises, lorsque les taux se tendent, entraîne des réajustements sectoriels mécaniques, en l'occurrence une rotation des valeurs technologiques (plus sensibles aux flux futurs) vers des valeurs dites cycliques (dont la valeur est dépendante du cycle économique dans lequel on se trouve à un instant T – en l'occurrence redémarrage actuellement, ce qui laisse entrevoir une activité florissante à très court terme). **Cette réallocation explique la différence de performance entre le S&P500 et le Nasdaq depuis début mars, mais aussi la bonne résistance des indices européens**, pauvres en valeurs technologiques, comparés à leurs pairs américains (cf tableau ci-dessus).