



## En attendant la reprise

Le scénario d'une année en deux temps, celui des vaccinations puis celui de la reprise économique au second semestre, demeure le plus probable. Les instituts de conjoncture (OCDE, FMI...) continuent ainsi à attendre un rebond très net de la croissance dès l'été, non seulement en Chine (+ 8 % de hausse du PIB pour 2021, après une année 2020 déjà positive) et aux Etats Unis (+7.5% en 2021) mais aussi en Europe et en France, en dépit d'une campagne de vaccination poussive, où les anticipations ont été revues en hausse, entre +5.5 et 6 % pour 2021.

La croissance, déjà forte dans l'industrie manufacturière partout dans le monde, à tel point que des pénuries se manifestent, par exemple dans les semi-conducteurs contraignant Stellantis (Peugeot/Chrysler) à mettre provisoirement à l'arrêt cinq usines automobiles aux USA en avril, devrait être soutenue à compter de l'été dans les commerces et les services, notamment par la dépense de l'énorme épargne accumulée ces derniers mois par les ménages.

La prévision de ce fort rebond soutient les marchés d'actions, en hausse depuis le début de l'année (+9.3 % pour le CAC 40 revenu au niveau de début 2020, + 2.8 % pour le Nasdaq), mais a provoqué depuis mi-février une remontée très nette des taux d'intérêt à long terme, le taux à 10 ans aux USA passant ainsi de 0.5 % à 1.7 % en quelques mois.

## Le retour de l'inflation ?

Les marchés s'inquiètent en effet d'une éventuelle reprise de l'inflation, devenue désormais le premier sujet de préoccupation des investisseurs, devant la pandémie même.



Ces craintes s'appuient :

- d'abord sur la hausse des matières premières sur un an. Le calcul d'inflation s'effectue en effet sur un an glissant et les prix s'étaient effondrés en mars/avril derniers (avec un pétrole proche de 30\$ contre plus de 60\$ actuellement) au moment du premier confinement et de l'arrêt presque total des économies. Cet effet de base, qui alimente mécaniquement mais provisoirement la hausse des prix, ne sera donc pas durable.
- ensuite, une forte reprise économique s'accompagne généralement d'une remontée des prix, mais les facteurs déflationnistes présents avant la crise le sont toujours (vieillesse de la population, numérisation, chômage de masse, peu de gains de productivité, concurrence des émergents...). Le scénario d'une inflation par les coûts classique n'est donc pas certain.
- enfin et surtout, les Banques Centrales et les Etats continuent à injecter des montants énormes de liquidités dans les économies et sur les marchés.

Les plans de relance votés aux Etats-Unis en décembre 2020 et le plan Biden de mars 2021 représentent ainsi à eux seuls 19 % de la richesse nationale des USA. Or, selon la théorie monétariste (Milton Friedman, Prix Nobel d'Economie 1976), « l'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire » : l'énorme masse de monnaie créée récemment devrait donc se traduire par davantage d'inflation. Un seul hic toutefois : le traitement monétaire de la crise financière de 2008-2009 a été identique et n'a pas provoqué d'inflation du prix des biens, seulement une hausse du prix des actifs (immobilier, Private Equity, actions et obligations, œuvres d'art...). Les mêmes causes vont-elles provoquer les mêmes effets, avec plutôt une progression de la valeur des actifs financiers et immobiliers ?

### Evolution des marchés

Toujours est-il que cette hausse des taux a provoqué des prises de profit sur les valeurs de « croissance » les plus chères (la technologie US par exemple), dont la valorisation intégrait des taux très bas pour très longtemps, et favorisé les valeurs plus cycliques ou sensibles au taux d'intérêt (financières), logiquement délaissées en 2020 dans un contexte de récession. Cette « rotation sectorielle » permet ainsi aux valeurs les moins chères de rattraper en partie leur retard depuis environ deux mois et le phénomène devrait se poursuivre dans un environnement d'accélération de l'activité.

Parallèlement, cette hausse des taux US a permis au dollar de se redresser, pénalisant provisoirement les marchés émergents, traditionnellement corrélés négativement avec la devise américaine.



En janvier, nous préconisons :

- D'**éviter les obligations**, une recommandation renouvelée dans un contexte de remontée des taux.
- De **privilégier** pour les actions :
  - Les **valeurs décotées** (gestion Value). Elles ont réalisé un bon début d'année (+12 % pour HMG Rendement, +15 % pour Echiquier Value Europe, +8 % pour R-Co Conviction Club).
  - Les **thématiques soutenues par des tendances structurelles** (la digitalisation, la transition écologique ainsi que les besoins fondamentaux tels l'eau, la sécurité et la santé par exemple) dont les perspectives demeurent évidemment favorables.
  - Les **marchés émergents**, dans une perspective de long terme (« La décennie de l'Asie ») qui ont rebaisé en mars après un bon début d'année mais dont le potentiel demeure intact.

**Nos suggestions demeurent inchangées, tandis que se déroule le scénario prévu.**