

Q4 2021

Decryptage

JANVIER 2022

PRÉPARÉ PAR

Thierry Bechu et Jean Jardel

Kanopy AM
38 rue Etienne Marcel, 75002 Paris
info@kanopy-am.com
www.kanopy.com

TABLE DES MATIÈRES

03 Un dernier trimestre 2021 aux allures de boucles d'or

06 L'inflation, nouveau défi de la décennie

08 L'inflation, un problème, oui mais pour qui?

Un dernier trimestre 2021 aux allures de boucles d'or

Des records en pagaille sur la fin d'année 2021 avec une nette reprise des marchés après la stabilisation du troisième trimestre. Et pourtant, la juxtaposition du réveil de l'épidémie et de celui des banquiers centraux face à l'inflation avait de quoi effrayer. Il n'en fût rien. Au contraire, le marché a puisé de nouvelles forces pour rebondir férocement en pensant peut-être naïvement que la crise épidémique serait un frein à l'action des banques centrales. Le début d'année prouve finalement le contraire. La détermination de la Fed à lutter contre l'inflation semble plus forte que jamais car elle commence à percevoir les risques que son inaction pourrait engendrer. Du même coup, le risque de remontée des taux d'intérêt à long terme devient une menace bien réelle aux Etats-Unis. Les émissions obligataires devraient dépasser les 3 trillions de dollar en 2022 et en l'absence de la Fed, on ne peut que redouter un regain de tension sur les taux. Le seuil des 1,80% vient d'être passé annonçant des objectifs techniques au-delà des 2,5%. En Europe, le taux allemand a taquiné le seuil du zéro et son franchissement pourrait annoncer un retournement durable en territoire positif avec des objectifs à 0,5-0,7%.



Et pourtant, quand on observe les performances des marchés l'année passée, on ne constate aucun changement majeur : les actions ont continué à monter -ainsi que la plupart des actifs risqués- et si les taux d'intérêt ont un peu progressé début 2021, ils se sont ensuite assagis tout le reste de l'année.

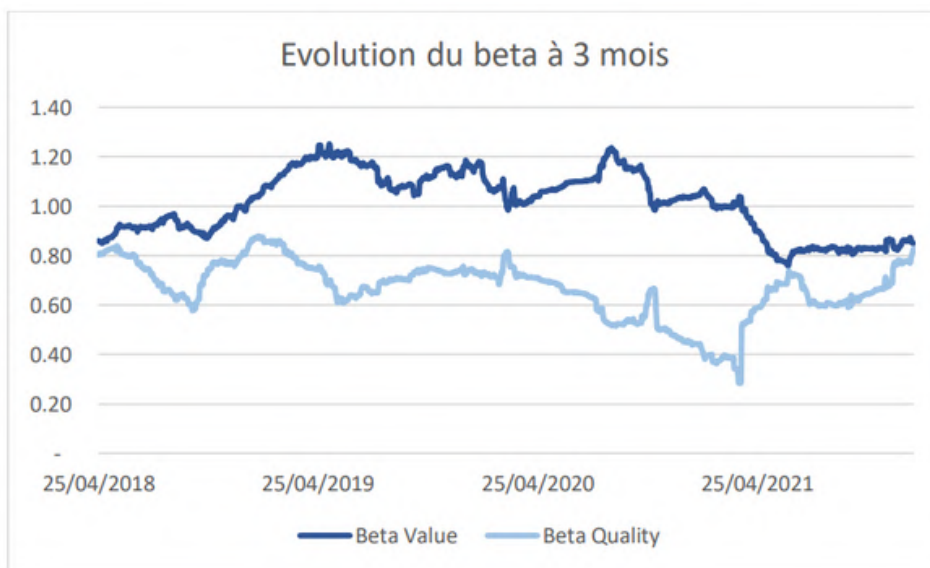
Le S&P a même connu 67 records historiques successifs en 2021. A première vue, une très belle année... Cependant, la dispersion n'a rarement été aussi furieuse ! Ainsi, les dix plus grosses capitalisations américaines ont connu une performance de 36% mais si on prive le Nasdaq Composite des 50 plus grosses capitalisations, on finit dans le rouge. En ce début d'année, plus de 50% des valeurs technologiques étaient en baisse de plus de 50% sur un an. Jamais dans l'histoire boursière, la concentration des performances n'avait été aussi considérable. Probablement, faut-il y voir l'effet de concentration sur les stratégies indicielles d'une part et aussi des flux massifs des petits investisseurs entièrement dédiés aux plus grosses capitalisations (record historique avec près de 300 milliards de dollars en une seule année). Si les indices affichent des chiffres attrayants, la réalité du marché est donc beaucoup moins rose et dénote une fragilité notable sous fond de spéculation effrénée.

Curiosité de fin d'année, la courbe US s'est même aplatie comme si un frémissement de ralentissement se profilait. Cependant, les matières premières ont explosé et le dollar s'est raffermi de 7% (anticipation d'un découplage entre les politiques monétaires de la Fed et de la BCE). Cet improbable résultat trouve une explication dans le niveau des taux d'intérêt réels qui ont battu des records. En Allemagne, le seuil des -5% a été dépassé. Les marchés de taux n'ont pas pu intégrer les tensions inflationnistes dans le prix des actifs obligataires, ce qui s'explique notamment par la poursuite des politiques d'achat massif d'obligations par les banques centrales. Celles-ci ont entravé les logiques de marché et contribué à accentuer certaines bulles (dont celle des cryptomonnaies et des valeurs technologiques) ; situation bancaire par excellence mais dont l'aspect risqué n'a pas échappé aux marchés. Ainsi, on a pu voir une succession de sommets historiques sur le S&P avec un niveau de volatilité (Vix) proche des 20%, seuil historiquement incompatible avec un bull market. Dans le passé, la plupart des sommets sur les actions a coïncidé avec des niveaux de volatilité proche de 10 à 12%, confirmant un degré de confiance élevé. Aujourd'hui, le niveau de volatilité est paradoxal : l'euphorie boursière est tempérée par une certaine méfiance, probablement liée au niveau d'inflation qui constitue une incertitude supplémentaire pour les entreprises. Comme le suggère la faible participation du marché, des pans entiers du marché ont souffert mais la concentration de la performance est édifiante, notamment sur les valeurs technologiques où les cinq premières capitalisations représentent désormais 25% de la valeur de l'indice, avec Apple en tête, première mega-cap à avoir touché les 3 trillions de dollars de capitalisation boursière.

Si l'année 2021 est un grand cru boursier, c'est aussi la première fois depuis la crise de 2008 que le secteur bancaire arrache la première place avec plus de 34% de hausse en Europe. Après plusieurs années consécutives de disgrâce (« the lost decade »), les valeurs de Qualité reviennent au goût du jour. Celles-ci ont bien performé talonnées par les valeurs Value. Au-delà des performances, le comportement des styles a montré une évolution radicale. En effet, le style

Value structurellement offensif s'est métamorphosé en style défensif à partir de mois de septembre tandis que le style Quality voyait son beta grimper et dépasser celui du Value. Une inversion de comportement troublante, d'autant plus que le beta du Quality était passé sous le seuil des 0,4 en début 2021 (ultra-défensif) et que sa moyenne historique est inférieure à 0,6. Pourquoi un tel phénomène ? Le Value profite de l'environnement inflationniste et de la hausse des taux longs et devient de plus en plus attractif. A l'inverse, les valeurs Quality et Growth souffrent de leur surévaluation. Mais le choc de cette normalisation entraîne des corrections brutales qui emmènent le marché avec lui. On assiste à un nettoyage des portefeuilles et ce sont les titres Growth et Quality qui sont à chaque fois pénalisés et accentuent la baisse des indices pendant que les titres faiblement valorisés sont au contraire recherchés.

Une poursuite de la hausse des taux longs pourrait ainsi accentuer ce phénomène et transformer les titres Value en titres défensifs et les titres Quality/Growth en titres offensifs. Si un tel scénario est possible de façon momentanée, il n'est certainement pas durable. Une fois la surévaluation des titres corrigées, l'ADN des titres Value, naturellement cycliques, devrait se rétablir ainsi que la nature défensive des titres de qualité beaucoup moins sensibles aux cycles du marché.





L'inflation, nouveau défi de la décennie

Faire le bilan de 2021, c'est faire le constat qu'un cycle nouveau se dessine et que, paradoxalement, les investisseurs ont conservé leurs habitudes de ces dernières années. La très forte reprise de 2021 était attendue. Cependant, la superposition d'un choc d'offre (absence de stocks, pénuries de certains produits comme les semi-conducteurs, l'acier ou certaines matières premières, hausse des prix considérable de certaines matières premières et des frais de transport, goulots d'étranglement dans le fret et délais de livraison multiples, évolution parfois radicale de la demande, main d'œuvre plus rare et plus chère et difficultés de recrutement...) et d'un choc de demande (pouvoir d'achat renforcé avec une épargne abondante, pénurie de main d'œuvre et hausse des salaires) a exacerbé les frictions de toutes sortes et certains prix se sont envolés amenant l'inflation à des niveaux jamais vus depuis plus de trente ans.

Du jamais vu depuis la guerre : l'indice des prix à la production (PPI) allemand a ainsi dépassé les 18%, ! Certes, l'indice est volatile mais il en dit long sur le choc inflationniste induit. L'indice des prix à la consommation (CPI) en Allemagne a dépassé les 5% et a atteint 7% aux Etats-Unis, un niveau jamais atteint depuis les années 80. Une rupture nette par rapport aux 40 dernières années de désinflation. Si les banques centrales ont dans un premier temps négligé le sujet, concentrées principalement sur la redynamisation de l'économie, elles l'ont ensuite minimisé en laissant croire à une situation temporaire. Devant la persistance du phénomène, la Fed a été contrainte de retirer le mot « transitoire » concernant l'inflation, d'organiser le tapering et de projeter un scénario avec quatre hausses de taux en 2022. Avec l'apparition du variant Omicron, Jerome Powell y voit une menace supplémentaire au dérèglement de l'offre. C'est ainsi la première fois en 40 ans qu'un cycle de hausse de taux se profile pour contrarier une inflation qui s'installe. Jusque-là, la Fed opérait un réglage fin (fine tuning) de sa politique monétaire pour accompagner le retour de l'économie en zone d'équilibre. Ici, elle est clairement en retard.

Contrairement à ce qui était souhaité par les différentes banques centrales, les disruptions de l'offre n'ont pas été transitoires mais s'inscrivent durablement dans le paysage économique. Or, plus le phénomène s'installe, plus il entraîne des réactions en cascade (des matières premières aux biens de consommation, puis aux coûts salariaux pour ensuite se retrouver sur le prix des services). Ainsi, l'inflation salariale a commencé à se concrétiser et les difficultés de recrutement (50% des entreprises en France ou aux Etats-Unis ont du mal à embaucher) ne peuvent qu'attiser la hausse des rémunérations. Il y a dans

inflation des mécanismes auto-réalisateurs puissants. Et c'est probablement pour cela que la Fed a décidé de réagir. L'inflation actuelle trouve des origines qui dépassent déjà un simple contexte conjoncturel et qui présentent certaines caractéristiques structurelles, notamment liées aux problématiques de relocalisations et d'enjeux géopolitiques (la rareté des terres où on extrait le lithium dont le marché est contrôlé par la Chine représente une menace de grande dépendance). A la menace actuelle, s'ajoutent des risques structurels liés à la démographie (vieillissement de la population et réduction de la main d'œuvre disponible avec le départ progressif des baby-boomers), à l'environnement (coût de l'écologie avec la nécessité d'investissements massifs, relocalisation des biens produits et l'abandon d'une énergie relativement bon marché au profit d'une énergie plus coûteuse), à la démondialisation (relocalisation d'industries stratégiques comme les semi-conducteurs), à la hausse de la fiscalité (tendance séculaire après 40 ans de baisse) et aussi à la remontée des taux d'intérêt.



The background of the page features a low-angle photograph of several trees with green foliage against a clear blue sky. The trees are positioned on the left and bottom edges, framing the central text area. The top of the page has a solid orange header.

L'inflation, un problème, oui mais pour qui?

L'inflation a de bonnes chances de s'installer dans le paysage et il convient de comprendre l'impact que cela pourrait avoir sur les principaux acteurs économiques. Le premier effet de l'inflation est son impact redistributif entre les acteurs économiques. Plus l'inflation est élevée, plus la violence de la redistribution est élevée. Bien souvent, les ménages (et surtout les plus défavorisés) en sont les premières victimes et subissent de plein fouet les hausses de prix de l'énergie et des produits alimentaires. Les répercussions sociales peuvent être significatives et on comprend pourquoi les mesures d'aide et de compensation ont été rapidement mises en place en France et en Europe. Les périodes d'inflation accentuent la perception du coût de la vie et d'une forte frustration déjà bien ancrée. Les hausses de salaire sont un impondérable pour compenser la perte de pouvoir d'achat et pour calmer les ardeurs sociales. Le partage salaires-profits qui n'a cessé de se dégrader depuis les années 80 pourrait connaître un retour de balancier favorable aux classes moyennes. Et paradoxalement, ce sont les ménages les plus riches qui risquent de payer le plus lourd tribut de l'inflation (ce que certains appellent « l'euthanasie des rentiers »). En effet, pour ces derniers, l'inflation leur impose d'avoir une rentabilité nominale de leur investissement significativement plus élevée (afin de préserver le pouvoir d'achat de leur épargne) alors même que les obligations n'ont pas de rendement et risquent de subir un choc de duration. Quand l'inflation est à 5%, il faut au moins une rentabilité de 7,5% avant impôts pour simplement conserver son pouvoir d'achat. En clair, il convient de prendre plus de risque pour éviter de perdre trop, et non pour gagner davantage.

Les entreprises voient généralement l'inflation d'un mauvais œil. En effet, celle-ci ajoute un voile d'incertitude sur les cash-flows futurs et sur la rentabilité à venir des investissements. De quoi rendre l'entrepreneur un peu plus frileux ? Logiquement, cela devrait, au contraire, l'inciter à s'endetter pour profiter des taux bas. Mais, le chef d'entreprise aura déjà beaucoup d'autres sujets à traiter : pression salariale et sociale renforcée, dégradation des marges, valorisations menacées, politique de haut de bilan à revoir (dette vs émission d'actions). Ce qui pourrait freiner le train des investissements. L'inflation permet aussi de séparer le bon grain (les entreprises disposant d'un réel pricing-power) de l'ivraie (celles qui sont contraintes de rogner sur leurs marges pour maintenir leur ventes).

Naturellement, les banques centrales voient leur tâche se compliquer significativement notamment au regard de leurs deux missions principales que sont la stabilité des prix et le maintien d'une croissance stable permettant le plein emploi. Lutter contre l'inflation nécessite une politique restrictive (réduction des liquidités et hausse des taux) qui représente une menace directe sur la croissance. L'exercice est particulièrement délicat et nécessite une parfaite communication. De plus, la coordination entre politique monétaire et budgétaire est indispensable. On peut supposer que les ambitions du pack budgétaire de Joe Biden début 2021 ont empêché la Fed d'avoir les coudées franches freinant ainsi leur réactivité face à l'inflation. Les banques centrales devront passer dans un trou de souris pour éviter le pire : la stagflation.

L'Etat est certainement l'acteur économique qui peut le mieux mettre à profit l'épanouissement de l'inflation. Le facteur redistributeur semble particulièrement à son avantage : la dette des Etats est colossale et l'inflation permet d'en atténuer son importance relative année après année. Certes, les taux d'intérêt alourdiront la facture mais cela prendra du temps avant que l'impact ne soit tangible et on peut parier que les taux réels resteront bien négatifs atténuant le coût de la dette. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, une inflation annuelle de 4% permet de réduire le ratio dette/PIB d'un tiers au bout de dix ans de façon totalement indolore. La dette s'évanouit ainsi progressivement grâce au voile monétaire.

En termes boursiers, on peut isoler quatre sources qui expliquent la performance des marchés d'actions sur le long terme : le taux des dividendes, la croissance des earnings, la variation des taux de marge et l'effet de valorisation (niveau des multiples observés sur les marchés). Si l'on peut considérer que les deux premiers facteurs sont plutôt stables dans le temps, les deux derniers bénéficient ou pâtissent des niveaux de référence observés. Or, ces derniers sont particulièrement élevés : le taux de marge des entreprises américaines est à plus de 15%, un sommet sur les 50 dernières années et les niveaux de valorisation sont également sur des extrêmes. Il est donc assez légitime d'envisager qu'un environnement inflationniste est une menace pour les marges et pour les valorisations. En même temps, l'inflation peut faciliter l'affichage de niveaux de résultats stables ou en hausse permettant une correction en trompe l'œil. En effet, toutes choses égales par ailleurs, une inflation à 7% permet d'afficher une croissance des bénéfices de 7% sans vendre davantage autorisant une hausse équivalente des marchés. Mais les forces de court-terme restent cependant hostiles. D'une manière plus générale, les gérants multi-asset pourraient découvrir une situation inverse à celle de ces dernières décennies : des marchés actions durablement tendus et des marchés obligataires également en phase corrective, incapables de jouer leur rôle de diversification dans un portefeuille équilibré. En somme, un cycle nouveau.

Enfin, en ces périodes de tensions géopolitiques montantes et de vigueur des populismes, la réflexion d'Ernest Hemingway en 1935 paraît d'une formidable actualité :

“

LA PREMIÈRE PANACÉE POUR UNE NATION MAL DIRIGÉE EST L'INFLATION MONÉTAIRE, LA SECONDE EST LA GUERRE. LES DEUX APPORTENT PROSPÉRITÉ TEMPORAIRE ET DESTRUCTION INDÉLÉBILE. LES DEUX SONT LE REFUGE DES OPPORTUNISTES ÉCONOMIQUES ET POLITIQUES.

■