



## Pierre, papier, ciseaux ...

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
MSCI Europe NR €	217,44	0,15%	-10,89%
S&P 500 \$	3 319,47	-0,64%	2,75%
Nasdaq Composite \$	10 793,28	-0,56%	20,29%
Nikkei ¥	23 360,30	-0,20%	-1,25%
MSCI EM Net \$	533,83	1,58%	1,19%
China A Shares (CNY)	3 498,55	2,39%	9,47%
Euro / Dollar	1,184	-0,05%	5,44%
Gold \$	1950,86	0,53%	28,11%
Brent Oil \$	43,15	8,34%	-29,97%

La semaine passée a été relativement atone, dans le rouge aux Etats-Unis et au Japon, dans le vert en Europe et dans les pays émergents. Et puis il y a eu la chute de lundi dernier qui a consacré à nouveau le NASDAQ en valeur refuge, face à une Europe qui sous-performait. **L'effet ciseau** est bien là, entre les valeurs technologiques et la vieille économie qui peine à sortir la tête de l'eau boursière. La divergence se retrouve dans les facteurs de performance, le facteur « croissance » se comportant vraiment mieux que le facteur « valeur ». On le voit par exemple avec le secteur de la  **Pierre**, toujours plombé en Europe et sur lequel nous portons notre focus de la semaine. Reste le  **papier**, qui symbolise bien l'évolution des dettes des Etats soutenus par les banques centrales qui permettent des taux bas pour longtemps, soutenant le prix des obligations souveraines. **En termes de performance aussi, le papier recouvre la pierre, mais les ciseaux coupent le papier** ; même si reconnaissons qu'à ce stade, la pierre ne casse pas les ciseaux.

**Le FOMC promet que sa politique monétaire expansionniste validera une « surchauffe » à long terme**

**Les prévisions du FOMC ont été nettement révisées** à la hausse pour la croissance sur 2020, -3,7% au lieu de -6,5%, ce qui permet au rebond de 21, même revu en baisse de 5,0% à 4,0% d'effacer la perte de cette année : **fin 21 on dépasserait le niveau de PIB de fin 19**. Et la croissance resterait même très au-dessus du potentiel en 22 et 23.

Naturellement cela s'accompagne d'un **profil plus plat pour le taux de chômage**, 7,6% au lieu de 9,3% au T4 de cette année. Plus important, l'estimation pour fin 23, publiée pour la première fois, se situe à 4,0%, c'est-à-dire en-deçà du taux de chômage naturel (inchangé à 4,1%).

Les prévisions d'inflation sont aussi plus élevées, surtout en 2020, pour l'indice total (1,2% au lieu de 0,8%) comme pour le sous-jacent (1,5% au lieu de 1,0%). A noter qu'**en 23 on parviendrait à l'objectif de 2,0%** pour le déflateur sous-jacent (l'objectif de la FED) comme d'ailleurs pour le total.

La surprise, s'il y en a une, c'est que **le taux des Fed Funds est anticipé inchangé à 0,1%, jusque fin 23 inclus**. C'est un niveau très en-deçà du niveau d'équilibre de long terme (2,5%, estimation inchangée).

L'anomalie, ou si l'on préfère **l'expression de la nouvelle politique monétaire**, est là : en dépit d'une **inflation en ligne**

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
10 ans Allemand	-0,49%	bps	-30 bps
30 ans Allemand	-0,04%	bps	-39 bps
10 ans US	0,69%	3 bps	-122 bps
30 ans US	1,45%	4 bps	-94 bps
10 ans Italie	0,96%	-2 bps	-45 bps
Xover TR - Spread	297,25	-29 bps	90 bps
	<b>YTD</b>	<b>PB</b>	<b>PE Shiller</b>
Real Estate (Europe)	-18,79%	0,94	29,21
Real Estate (US)	-6,97%	3,16	60,79
MSCI Europe / S&P 500	-10,94% / 3,74%	1,86 / 3,78	18,40 / 30,38

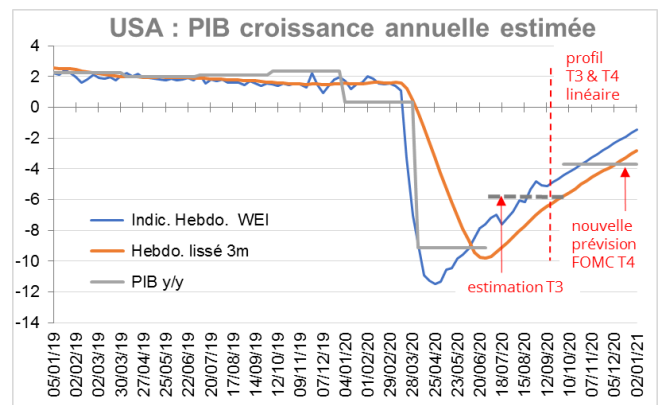
avec l'objectif et d'un **taux de chômage inférieur au taux naturel**, le taux directeur serait toujours aussi bas ! Cette **politique qui reste hyper-expansionniste**, c'est une porte ouverte et un **encouragement de la Fed à une période d'inflation supérieure à l'objectif**.

**Dans ce contexte, nous restons attentifs à la différence de valorisation et de performance entre les obligations classiques et les indexées sur l'inflation.**

Ailleurs, on a pu observer, la semaine dernière, que **de nombreuses grandes Banques Centrales avaient laissé leur politique monétaire inchangée**. Outre la Fed aux USA, c'est aussi le cas au Japon, au Brésil, en Russie ou au Royaume-Uni. Dans ce dernier pays, la BoE a indiqué qu'elle étudiait les conditions d'un **éventuel recours à des taux négatifs** en cas de nouvelle dégradation de la situation économique.

**La reprise américaine présente des signes d'essoufflement**

L'indice WEI s'est dégradé pour la **seconde semaine consécutive** pour revenir à -5,11% au 12 septembre. Certes, le déclin est léger, -0,3 point en tout, mais cela tranche avec la tendance haussière antérieure. Accessoirement, cela affecte aussi le rythme hebdomadaire moyen de redressement du T3 qui tombe à +0,23 point (à comparer à +0,43 par semaine en mai/juin). Sans remettre en cause le fort rebond du PIB pour le T3, cela émusse un peu sa vigueur. En prolongeant la tendance actuelle, la moyenne du WEI sur le T3 comme présenté sur le graphique, nous obtenons un glissement annuel du PIB qui devrait être voisin de -5,9%.



Cela correspond à **une hausse du PIB de +4 ¼% t/t au T3**, soit +18% en rythme annualisé (même la présentation annualisée est dénuée de sens économique). C'est un peu moins que le +20% que l'on entrevoyait il y a 1 mois (ou même encore 2 semaines). Un chiffre qui reste "*the best ever*" et dont Trump ne manquera pas de s'enorgueillir lorsqu'il sera publié fin octobre, à moins d'une semaine du scrutin. Cela, conjugué au lancement (probable ou imminent) d'un vaccin (peu importe son efficacité ou inefficacité) pourrait **permettre à Trump de faire un magnifique comeback dans la dernière ligne droite.**

### Focus immobilier

Le secteur immobilier a été impacté fortement depuis le début de la pandémie, et il a vécu une nouvelle semaine agitée : **-18,8% en bourse depuis le début de l'année**, soit une sous-performance de l'ordre de 8% par rapport à l'indice de référence. Idem **en obligations, où les spreads restent très larges** par rapport à leurs niveaux de début d'année et par rapport à la moyenne sectorielle.

**Ce secteur est peut-être encore plus que d'autres marqué par des divergences très significatives.** On note le grand écart entre l'immobilier résidentiel qui multiplie les succès auprès d'investisseurs institutionnels friands de ce sous-jacent, et l'immobilier commercial, en particulier outre-Manche et outre-Atlantique, où aux problématiques de loyers s'ajoutent celles de valorisations. Si la logistique et la santé tirent leur épingle du jeu, l'immobilier de bureau marque des signes d'inquiétude.

**Les performances de l'immobilier coté s'échelonnent ainsi de + 35% à - 76%**, l'immobilier commercial fermant bien évidemment la marche. Ce grand écart entre performances conduit évidemment à des multiples de valorisations qui peuvent aller aussi bas que 0,2x à près de 2x l'actif net en Europe, avec une moyenne de l'ordre de 1x, bien davantage aux Etats-Unis avec une moyenne supérieure à 3x. **L'effet ciseau l'emporte même sur la pierre, que cela soit entre sous-secteurs ou entre zones géographiques.**

C'est peut-être en raison du caractère très différenciant de ce secteur que **nos modèles de Variété Maximale l'apprécient particulièrement actuellement.** Les modèles factoriels classiques le surpondèrent également.

Après avoir géré la liquidité avec succès, à travers des émissions obligataires conséquentes à un coût très raisonnable, voici venu **le temps pour les foncières cotées de renforcer leur bilan.** Unibail-Rodamco-Westfield ou encore Corestate parmi les acteurs de taille plus réduite, ont annoncé des augmentations de capital visant à leur permettre de s'adapter au monde d'après, c'est le plan « RESET » d'Unibail, ou d'accélérer leur désendettement dans un monde en proie à trop d'incertitudes. Suite à ces annonces, l'immobilier commercial continue sa descente aux enfers sur les marchés actions, mais l'obligataire bénéficie de cette volonté de reconstituer des fonds propres.

### A surveiller cette semaine

**Les indicateurs économiques avancés publiés en fin de semaine devraient retenir l'attention des analystes.**

Nous aurons les PMI flash, ainsi que les enquêtes nationales dans bon nombre de grands pays européens. L'interprétation que l'on peut faire de ces indices diffère.

**Les PMI nous donnent une vision à très court terme** ; ainsi ils sont souvent très élevés lorsque l'activité sort de sa léthargie.

**Les enquêtes de type Ifo, INSEE, Istat ou CBI nous donnent aussi une idée du niveau réel de l'activité** qui, même si elle s'améliore, demeure **en-deçà de la normale.**

Les PMI sont presque tous attendus à nouveau au-dessus du seuil de 50, alors que les enquêtes nationales sont généralement prévues en-dessous de 100, leur moyenne de long terme.

Dans l'ensemble **on peut donc anticiper que la situation poursuive son redressement, quoiqu'à une allure moins soutenue**, alors que nous sommes encore assez loin d'un niveau d'activité normale et même acceptable dans la plupart des pays, à l'exception notable de la Chine.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville  
et Dominique Barbet le 22/09/20 à 19h00*