

PERFORMANCES 2021

ACTIONS

MSCI Monde	+15.4%
S&P 500	+18.6%
Nasdaq	+16.8%
Stoxx 600	+16.6%
SPI	+15.3%
Nikkeï	+10.2%
Chine	-6.4%
MSCI Emergents	-2.0%

OBLIGATIONS

CHF Corp	-0.1%
US Govt	-2.1%
US Corp	-0.5%
US HY	+4.9%
EUR Gvt	-2.4%
EUR Corp	+0.1%
EUR HY	+3.6%

DEVISES

USD index	+3.7%
EURUSD	-4.2%
EURCHF	+0.4%
USDCHF	+4.8%
USDJPY	+7.1%
EM FX	-3.5%

MATIERES PREMIERES

Or	-7.5%
Argent	-14.4%
Pétrole	+52.6%
Cuivre	+21.6%
CRB index	+34.3%

Le jeu du Hawk-Dove (poule mouillée)

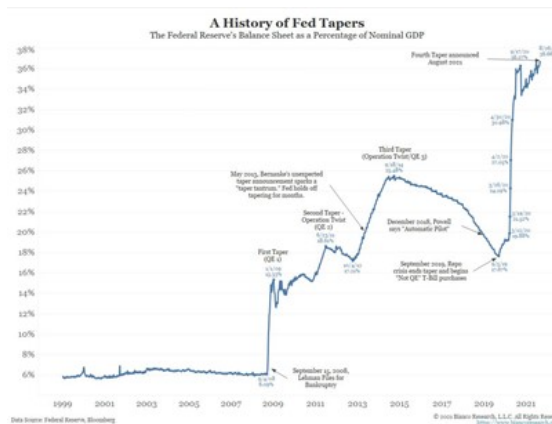
Dans la théorie des jeux, le jeu de la "poule mouillée" est la modélisation d'un conflit entre deux / plusieurs joueurs. Le principe de base est simple : étant donné que chaque joueur préfère ne pas céder à son adversaire, le scénario qui s'ensuit, où aucun des joueurs ne cède, provoque le pire des résultats possibles pour les joueurs.

Les conséquences de la grande crise financière (GFC)

Après 2009, sous la houlette de la Fed, toutes les banques centrales des pays occidentaux ont successivement et progressivement initié une forme de répression financière. L'outil de politique monétaire le plus connu de cette approche est sans conteste le QE, c'est-à-dire l'assouplissement quantitatif. Dans le cadre de ce processus, une banque centrale gonfle son bilan en achetant - essentiellement auprès des banques - des actifs financiers, notamment (mais pas seulement lorsqu'il s'agit de la BoJ, la BCE et la SNB) des obligations d'Etat.

En période économique "normale", c'est-à-dire avant la GFC, le bilan de la Fed augmentait à un rythme comparable à la croissance économique nominale, soit 5-6%. Mais ensuite, à partir de 2009, les opérations de QE ont poussé ce taux d'expansion dans une fourchette de 20+%. Dans la dernière phase, à partir de 2020, il s'est encore accéléré dans le contexte de la pandémie.

L'accélération implacable de l'expansion du bilan de la Fed



Au cours des 12 dernières années, la Fed a tenté à plusieurs reprises d'abandonner progressivement l'assouplissement quantitatif, dans le but ultime

de mettre fin à la politique monétaire non-conventionnelle. Mais une confluence de facteurs a empêché la normalisation de sa politique. Les différentes raisons ont été les suivantes : conséquences dangereuses sur les pays émergents, tensions à la hausse indésirables sur les taux d'intérêt à long terme. D'autres raisons sont plus "relatives". La BoJ, la BCE et d'autres grandes banques centrales ont également mis en œuvre des politiques monétaires non-conventionnelles qui ont annihilé, au moins en partie, les objectifs / avantages du QE américain (à savoir l'affaiblissement de l'USD). Et, plus récemment, un autre facteur est venu s'ajouter à la difficulté de la normalisation. En effet, l'addiction des marchés à l'abondance de liquidités, la vulnérabilité croissante des prix de l'immobilier "surgonflés" et le piteux état des finances publiques ont ajouté au dilemme.

Les banques centrales occidentales ont - très - peur de sortir des politiques non-conventionnelles

Elles craignent de nuire à la reprise mondiale "fragile" et de déstabiliser les marchés devenus dépendants de la profusion de liquidités

Communication et réalité

A l'analyse, on constate que les besoins de refinancement du Trésor en 2022 seront bien inférieurs à ceux de 2021, pour diverses raisons pratiques. De facto, la Fed pourra se permettre, dans une mesure significative, de réduire le volume de ses achats futurs de Treasuries... Tout en continuant d'acheter - de monétiser - la totalité des nouvelles émissions du Trésor. Donc la communication d'une réduction de ses achats ne correspondra nullement à un resserrement de sa politique, ni à une normalisation !
Tout est dans l'art de la communication. C'est magique !

Comment le jeu du "faucou et de la colombe" s'applique-t-il à l'époque actuelle ?

Sur la base de la théorie économique classique, la politique monétaire ne devrait pas avoir recours à l'assouplissement quantitatif, du moins pas au-delà d'une brève période (situation d'urgence) ... En faisant le contraire, la Fed et la BCE ont contourné non seulement leur mission, mais aussi leurs règles de fonctionnement de base. Nous vivons clairement dans une zone juridique grise depuis des années, d'où la révolte désespérée de la Cour constitutionnelle allemande pour stopper cette "Expérience". Par conséquent, les banques centrales occidentales sont, "à terme", appelées à normaliser leurs politiques (le plus tôt serait le mieux).

En pratique, elles procrastinent. Aucune ne veut être la première à céder. Parce que les précédents se sont avérés

déliçats, au niveau de la réaction des marchés. De plus, c'est une proposition perdante dans notre monde interconnecté : normaliser en premier augmenterait les chances de renforcer la monnaie et de perturber les marchés obligataires. L'énorme dette et la situation quasi-désastreuse des finances publiques (avec des déficits budgétaires spectaculaires) ne le permettraient pas. Enfin, et surtout, cela menacerait l'indépendance des banques centrales.

- En communiquant son intention d'engager le tapering, la Fed a initié le jeu de la poule mouillée
- L'approche très prudente de la Fed a empêché les marchés de surréagir, pour l'instant
- Mais une sortie totale de la politique monétaire non-conventionnelle n'est pas réaliste dans les circonstances actuelles...
- ... Les décideurs politiques saisiront toute occasion de ralentir ce processus
- Soyons clairs : une procrastination prolongée augmenterait considérablement les chances d'une inflation galopante

Obligations. L'annonce d'une réduction des achats d'actifs semble imminente

Le résultat de la réunion du FOMC de septembre a été globalement conforme aux attentes. Le principal changement dans sa communication a concerné la réduction progressive des achats d'actifs. La Fed a déclaré que si les progrès se poursuivaient vers ses objectifs en matière d'emploi et d'inflation, une modération du rythme des achats d'actifs pourrait prochainement être justifiée. Lors de sa conférence de presse, le président Powell a confirmé que cela pourrait intervenir dès la prochaine réunion. Sur le rythme du tapering, aucune décision n'a été prise mais la Fed est globalement favorable à un tapering prenant fin vers le milieu de l'an prochain. Ceci est cohérent avec notre scénario de l'annonce de la réduction progressive des achats en novembre, débutant en décembre et prenant fin dans 6 mois.

Une première réduction en décembre de 30 milliards est le scénario le plus probable avec un mix de 20 pour les bons du Trésor, et 10 pour les MBS soit 25%. Par la suite, des réductions respectives de 20 et 10 milliards seront annoncées à chaque des réunions suivantes jusqu'au milieu de l'année. Cette décélération donnerait à la Fed une marge de manœuvre suffisante pour changer de cap, le cas échéant, tout en mettant un terme aux achats assez

rapidement. Une fois de plus, les données de l'emploi d'octobre seront essentielles.

Taux US à 10 ans et moyennes mobiles



La Fed a également mis à jour ses projections économiques et de taux d'intérêt trimestrielles. Comme prévu, les prévisions de croissance pour 2021 ont été abaissées à 5,9 % contre 7,0 % en juin, et la prévision d'inflation est passée de 3,4 % à 4,2 %. On remarque que la prévision du PIB pour 2022 a été remontée à 3,8% contre 3,3%, tandis que la prévision d'inflation est restée proche de 2,0% au-delà de cette année - reconfirmant la vision de la Fed d'une inflation transitoire. Le scénario des dots / Fed Funds était divisé à 50/50 entre hausse de taux ou non en 2022 - c'est-à-dire supérieures aux anticipations des investisseurs. Une fois de plus, Powell a souligné que la date et le rythme de la prochaine réduction d'achats d'actifs ne doivent pas être considérés comme un signal annonçant le timing de la 1^{ère} hausse de taux. Notre scénario de base reste une Fed à la traîne qui ne devrait pas relever ses taux directeurs avant la fin de 2022 au mieux.

En attendant, de nombreuses choses peuvent changer dans les équilibres au sein du FOMC. Premièrement, le mandat de Jay Powell prend fin en janvier prochain, même si aux dernières nouvelles, il devrait être reconduit sous peu. Le conseil d'administration sera remanié. Les membres votants Bullard, George, Mester et Rosengren seront de retour en 2022, tandis qu'Evans, Daly, Barkin et Bostic partiront. Cela contribuera à une nette inclinaison conservatrice.

La présidente de la Chambre américaine, Nancy Pelosi, a confirmé que le Congrès ne laisserait pas expirer le financement du gouvernement. Cependant, les dirigeants démocrates pourraient dissocier le financement du gouvernement d'une augmentation controversée du plafond de la dette.

Épisodes de pentification de la courbe des taux aux États-Unis



Tactiquement, le taux 10 ans US vient de casser à la hausse les 3 moyennes mobiles essentielles. Cette tendance confirme la poursuite de la dynamique haussière des taux. La courbe des taux US est de nouveau en mode de pentification après l'effondrement de la partie longue au cours de l'été et a encore de la marge.

- Rester sous-pondéré sur les obligations d'État US et remettre en place des steepeners

Devises. La Norges Bank relève ses taux et en signale plusieurs autres à venir

La banque centrale norvégienne a donné le coup d'envoi de ce qui devrait être une série de hausses de taux rapides au cours de l'année prochaine. La hausse de la semaine passée, portant le taux de dépôt à 0,25%, a été bien télégraphiée. L'accent est mis sur la suite. Son scénario implique 3 ou 4 hausses supplémentaires d'ici la fin 2022 comme en juin. La grande différence est que la Banque prévoit un resserrement supplémentaire en 2023.

La NOK se négocie toujours 3% en-dessous des prévisions de la banque centrale pour le troisième trimestre. Les prix du pétrole ont rebondi et, toutes choses égales par ailleurs, cela entraînera une hausse des taux d'intérêt. Ce profil est sans aucun doute agressif et place la Norges Bank dans un contexte très différent de celui des autres banques centrales du G10. Il reflète la structure différente de l'économie norvégienne. Il n'y a aucune raison de douter des projections de la Norges Bank à ce stade. Après tout, elle avait procédé à plusieurs hausses en 2019, à un moment où la Fed assouplissait sa politique.



L'EUR/NOK a franchi à la baisse de manière décisive les 10,10 après cette annonce. La déclaration renforce le degré de confiance parmi les investisseurs que la Norges Bank ne décevra pas. Tout cela renforce en fin de compte les attentes selon lesquelles la NOK tout comme le NZD seront les devises avec les rendements les plus élevés du G10 dans un avenir prévisible.

Alors que le contexte actuel chahuté peut continuer à empêcher une remise en place des carry trades, la dissipation des risques extrêmes laissera de la place à ces devises pour surperformer.

Nous nous attendons à ce que l'EUR/NOK revienne en-dessous des 10,00 d'ici la fin de l'année, et nettement sous les 9,75 en 2022.

- Étant donné que la Norges Bank va à l'encontre de la tendance des banques centrales du G10, il n'y a aucune raison de douter de cette approche conservatrice
- La NOK émergera comme une des meilleures devises en période d'appétence au risque grâce à son rendement attrayant

Actions. 4'900, un objectif technique possible sur le S&P 500

Nous valorisons un S&P 500 à 5'000 en 2021 et 5'300 en 2022 sur la base de la croissance des profits et des PER. Avec l'analyse technique, la résistance se situe aux environs des 4'900 fin 2021.

Les craintes d'une forte correction (>10%) en août et septembre ne se sont pas concrétisées, pour le moment. La saisonnalité défavorable, statistiquement, sur ces deux mois, s'étale souvent sur les deux premières semaines d'octobre. Le dernier facteur qui a provoqué une hausse de la volatilité, est les problèmes du géant chinois de l'immobilier Evergrande. Nous pensons qu'Evergrande ne constitue pas un risque systémique ni pour la Chine ni pour les bourses en général. La volatilité pourrait revenir avec l'absence d'accord au Congrès US sur le rehaussement du plafond de la dette.

Les annonces faites par la Fed et la BCE d'une réduction des liquidités ne sont pas une source d'inquiétude, car la croissance économique en 2022 avec la fin de la pandémie (notre hypothèse de travail) et les plans fiscaux de relance compenseront des banques centrales moins accommodantes. Une inflation entre 3.5% et 4.5% est

plutôt une bonne nouvelle tant que les entreprises peuvent passer la hausse des coûts sur leurs clients, ce qui semble le cas, et si les salaires montent, ce qui semble également le cas aux US.

Le message des bourses est clair : pour le moment, les alternatives aux actions sont limitées, on va sortir de la pandémie (certains épidémiologistes observent des signes de fin de pandémie), la croissance économique va rester au-dessus de son potentiel (sortie de pandémie et plans fiscaux), la demande va accélérer avec la normalisation de l'offre et des chaînes d'approvisionnement.

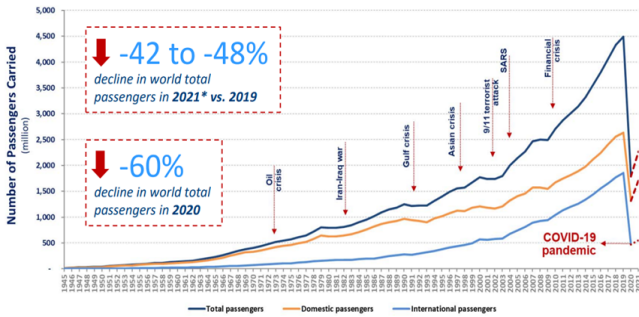
La compagnie maritime dans les croisières, Carnival, a annoncé que les réservations pour le 2^{ème} trimestre 2022 étaient supérieures à celles d'avant-Covid.

Les prochains facteurs de soutien aux bourses seront le plan fiscal US de \$4'700 milliards et les résultats du 3^{ème} trimestre 2021. Aux US, après une progression des profits de 95% au 2T21, les analystes attendent une hausse de 28% des profits et de 15% pour les revenus au 3T21. En Europe, les profits du Stoxx 600 sont attendus en hausse de 45% au 3T21 contre +151% au 2T21.

La récente hausse du 10 ans US et l'amorce de repentification de la courbe des taux incitent les investisseurs à revenir sur le segment Value/Cyclique.

La semaine dernière, le secteur du transport aérien (compagnies aériennes, gestion des aéroports) a fortement rebondi, aidé par l'annonce américaine d'une réouverture de ses frontières aux Européens à partir du 1^{er} novembre. Le taux d'activité du transport aérien mondial est à 50% de son niveau d'avant-Covid. Alors que les cours des actions de nombreuses valeurs cycliques sont supérieurs à ceux de 2019, le transport aérien est très en retard. L'indice MSCI Monde Compagnies aériennes doit progresser de 50% pour revenir aux niveaux d'avant-crash février-mars 2020. Les nouvelles sont très négatives : les spécialistes du secteur ne s'attendent pas à une normalisation avant 2023-2024, alors que l'Australie et la Nouvelle-Zélande ne prévoient pas d'ouvrir leurs frontières aériennes avant fin 2022 ; il y a donc de la place pour des nouvelles plus positives, ce qui se traduirait par un puissant rallye du secteur.

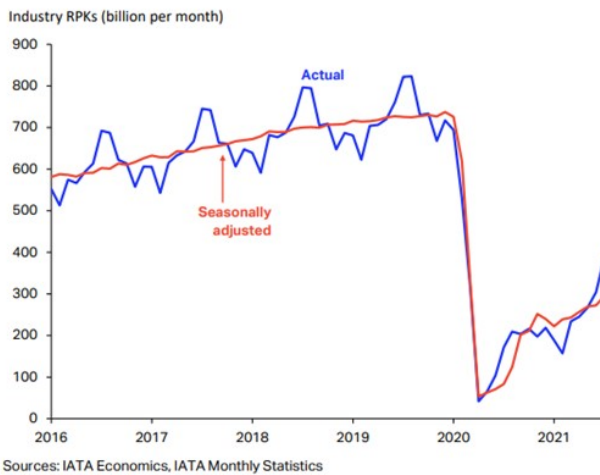
**World passenger traffic evolution
1945 – 2021***



MSCI Monde (courbe noire) et le transport aérien

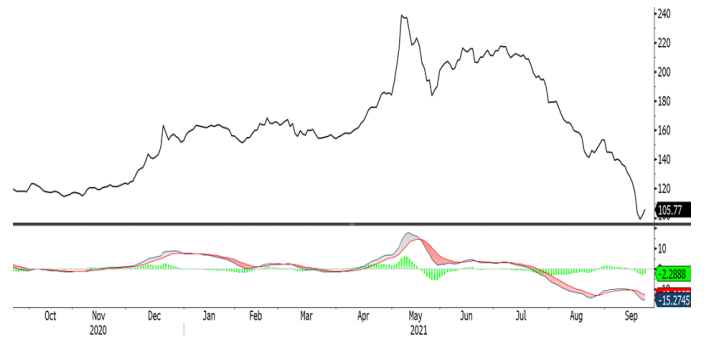


Chart 1 – Global air passenger volumes (RPKs)



Nous réitérons notre recommandation d'achat de la semaine dernière sur les trois grands conglomérats miniers, BHP, Rio Tinto et Vale. Après une chute du prix de près de 60% en 5 mois, le minerai de fer est dans une zone technique fortement survendue ; les cours des actions BHP, Rio et Vale avaient suivi, car une grande partie de leurs revenus proviennent de ce métal, et nous prévoyons un retournement haussier.

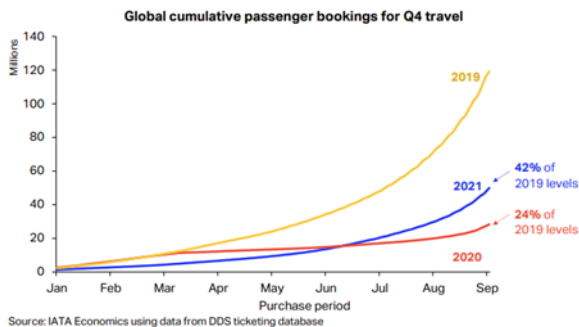
Prix du minerai de fer



Le trafic du transport aérien est encore très loin des niveaux de 2019



IATA Economics' Chart of the Week 17 September 2021
Q4 travel bookings better than 2020 but well below pre-crisis levels



- Le 4^{ème} trimestre s'annonce positif pour les actions
- Avec la hausse du 10 ans US, le segment Value/ Cyclique est de retour
- Comme toutes les nouvelles sont très négatives sur le transport aérien, il existe un potentiel de puissant rallye à la moindre nouvelle positive. Nous avons acheté Delta Airlines, Dufry et Aéroports de Paris
- Opportunités d'achat sur BHP, Rio Tinto et Vale. Situation de retournement dans un segment très survendu



Contact en Suisse

Rue François-Bonivard 12 ♦ 1201 Genève
t +41 22 906 81 81 ♦ f +41 22 906 81 82

Rue Pré-Fleuri 5 ♦ 1950 Sion
t +41 27 329 00 30 ♦ f +41 27 329 00 32

Schauplatzgasse 9 ♦ 3011 Berne
t +41 58 404 29 41

Seidengasse 13 ♦ 8001 Zurich
t +41 43 322 15 80

Chemin du Midi 8 ♦ 1260 Nyon
t +41 22 906 81 50 ♦ f +41 22 906 81 51

Rue du Centre Sportif 22 ♦ 1936 Verbier
t +41 27 329 06 83

info@pleion.ch ♦ www.pleion.ch

Contact à Monaco

11 avenue de la Costa ♦ 98000 Monaco
t +377 92 00 25 00

contact@pleion.mc ♦ www.pleion.mc

Contact à l'île Maurice

Suite 301 ♦ Grand Baie Business Quarter (GBBQ)
Chemin Vingt Pieds ♦ Grand Bay 30529
République de Maurice
t + 230 263 46 46 ♦ f +230 263 47 47

info@pleion.mu ♦ www.pleion.mu

Disclaimer - Ce document est uniquement à titre d'information et ne peut en aucun cas être utilisé ou considéré comme une offre ou une incitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou d'autres instruments financiers. Bien que toutes les informations et opinions contenues dans ce document ont été compilés à partir de sources jugées fiables et dignes de foi, aucune représentation ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude ou leur exhaustivité. L'analyse contenue dans ce document s'appuie sur de nombreuses hypothèses et différentes hypothèses peuvent entraîner des résultats sensiblement différents. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Ce document a été préparé uniquement pour les investisseurs professionnels, qui sont censés prendre leurs propres décisions d'investissement sans se fier indûment à son contenu. Ce document ne peut pas être reproduit, distribué ou publié sans autorisation préalable de PLEION SA.