

Août 2021

Taux d'intérêt et obligations

Les yeux sont rivés sur l'inflation et l'emploi américains

Etats-Unis

- La courbe des taux américains s'est encore aplatie en juillet, et les rendements réels des T-Bonds à 10 ans retrouvent des creux historiques (-1,1%).
- La Fed souhaite voir l'emploi progresser avant de ralentir ses rachats d'emprunts, et juge largement temporaire la dynamique inflationniste actuelle.

Zone euro

- Les rendements des emprunts d'Etat européens ont imité les américains à la baisse et les courbes se sont aplaties : sur les Bunds à 30 ans, le repli est de 25 pb en glissement mensuel.
- Un discours apaisant de la BCE a suivi sa dernière réunion et sa révision de stratégie. Le soutien de la politique perdurera jusqu'à atteindre durablement son nouvel objectif symétrique de 2%.

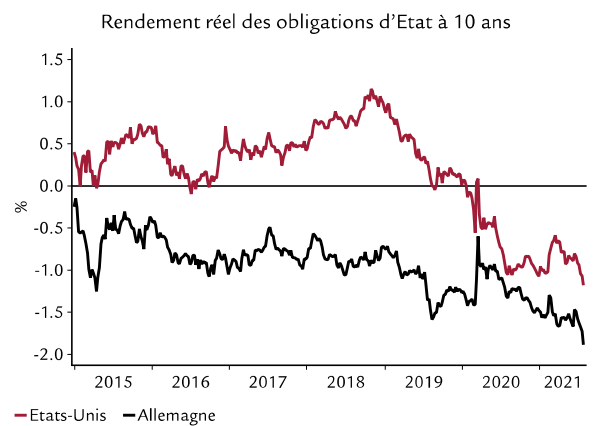
Royaume-Uni

- Les rendements des Gilts ont eux aussi affiché des baisses et un net aplatissage de courbe en juillet, les titres à 10 ans cédant environ 16 pb.
- Le marché bruisse de nouvelles rumeurs voulant que la Banque d'Angleterre se montre plus offensive.

Suisse

- Net repli des rendements des obligations d'Etat suisses en juillet : celles à échéance plus longues ont surperformé, et la courbe s'est encore aplatie.
- Les dépôts à vue sont en légère hausse à 712 mia. CHF, et le franc a rebondi. Fait inédit depuis février, la paire EUR/CHF est passée sous 1,08. Avec une inflation inférieure aux prévisions en juin (0,6%), la BNS devrait maintenir sa politique accommodante.

Creux historique des rendements réels



Ces deux derniers mois, les rendements nominaux des obligations d'Etat ont chuté, mais les raisons diffèrent : en juin, la prévision d'inflation a chuté après la réunion du FOMC, alors qu'en juillet, la baisse des rendements réels est à blâmer. Les marchés anticipent sûrement un fléchissement conjoncturel à cause de la vague Delta. Même si un confinement semble improbable sur les marchés développés, des restrictions de déplacement ciblées pourraient peser sur la croissance. Les marchés émergents sont plus exposés vu leur faible vaccination. Faible creusement des écarts de crédit, sûrement car ce ralentissement justifie le maintien d'une relance monétaire. L'inflation américaine continue de surprendre à la hausse, un phénomène que la Fed juge transitoire. Elle commencera à réduire la voilure une fois le marché de l'emploi plus stable. Ce dernier a peut-être atteint un stade critique, car davantage de personnes pourraient choisir d'y entrer, les généreuses allocations chômage expirant en septembre. Si l'inflation reste élevée alors que l'emploi américain surprend à la hausse, les marchés pourraient anticiper un retrait plus rapide des mesures de relance. Les rendements réels historiquement bas ne concordent pas avec le contexte macroéconomique propice, et nous maintenons notre biais court en duration. Nous sommes neutres sur le risque de crédit, les valorisations étant élevées, et les données techniques devraient rester favorables.

Actions

Le variant Delta anime la volatilité

Etats-Unis

- Vers mi-juillet, les investisseurs ont commencé à douter de la reprise post-covid, entraînant une baisse des rendements des obligations et un revers pour le marché des actions.
- Les annonces déterminées de la Fed assurant une politique monétaire favorable plus longtemps ont fait leur effet, à savoir un rebond alimenté également par de solides annonces de bénéfices et de bonnes perspectives des entreprises.
- Bien que rien n'ait changé sur le fond et que le marché américain des actions reste cher en termes absolus, le soutien de la Fed et les bons résultats le portent encore.

Zone euro

- Nouvel essoufflement des marchés des actions de l'UEM en juillet, même si les économies de la zone euro livrent plus de bonnes surprises qu'outre-Atlantique.
- Le fort rebond épidémique dû au variant Delta et l'incertitude politique en France et en Allemagne ont terni le moral des investisseurs, temporairement du moins.
- Néanmoins, les fondamentaux économiques et de marché restent favorables à la région, et l'apaisant signal récemment envoyé par la BCE ouvre la voie à la reprise.

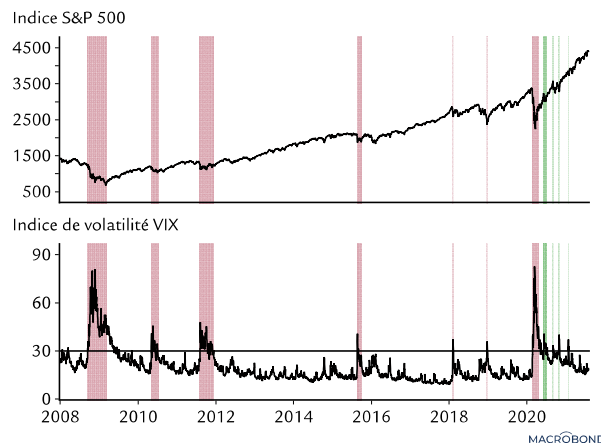
Royaume-Uni

- Un marché britannique en retrait du marché mondial en juillet. Le rebond épidémique a certainement pesé. Autre facteur négatif, la tension croissante entre Londres et Bruxelles quant aux contrôles douaniers en Irlande du Nord, le risque de riposte commerciale de l'UE augmentant.
- A court terme, le marché britannique devrait continuer à sous-performer.

Suisse

- La performance du marché suisse des actions a imité le mondial en juillet.
- Belle tenue des petites et moyennes capitalisations, avec une meilleure conjoncture globale.

Vendre aux pics de volatilité ? Non, saisissez l'aubaine !



La correction d'un marché des actions s'accompagne d'une nette hausse de la volatilité implicite, qui est le niveau de volatilité utilisé par les traders, et donc par le marché, pour fixer le prix des instruments comme les options, et donc du risque. Les investisseurs scrutent souvent les pics de volatilité implicite pour détecter une situation de marché dangereuse et donc réduire le risque. Une stratégie gagnante par le passé : après une forte correction, les marchés restent dans le dur un moment (voir zones rouges dans le graphique ci-dessus). Plus récemment toutefois, les interventions rapides et massives des banques centrales ont semble-t-il réduit l'utilité de cet indicateur, car les investisseurs anticipent ce mouvement et le soutien au marché en achetant souvent à la baisse. Comme l'indique le graphique (zones vertes), les marchés ont très vite rebondi après de récents pics de volatilité, au grand dam des investisseurs recourant à cet indicateur pour limiter leur exposition en actions.

Cela veut-il dire qu'il n'y aura plus de forte correction ? Non. Dès que les investisseurs doutent de l'impact positif immédiat de l'assouplissement monétaire sur le marché des actions, le sentiment change, et l'indicateur retrouve son intérêt. Cela peut se produire s'ils se concentrent à nouveau sur l'incidence de la politique monétaire. Dans l'intervalle toutefois, il faut se garder de trop se fier aux pics de volatilité pour l'allocation d'actions.

Devises

En attendant le retour au calme

Etats-Unis

- Après une phase initiale de vigueur vu l'aversion au risque des investisseurs, le billet vert a faibli fin juillet suite à une réunion d'un FOMC plus accommodant qu'attendu, et un médiocre PIB américain au 2^e trimestre.
- Malgré l'assurance d'une réévaluation de prévisions de croissance trop optimistes, la chute continue des rendements des T-Bonds à 10 ans en juillet est pour nous allée trop loin. Ils devraient rebondir, préservant le carry américain face aux autres marchés développés.
- Ainsi, le billet vert devrait conserver son soutien fondamental au 2^e semestre, même si nous optons pour une position tactiquement neutre pour août.

Zone euro

- La BCE est restée très souple dans sa réunion de juillet, mais la bonne surprise est venue du moral et des dernières données d'inflation en zone euro, profitant à l'EUR face à l'USD lors de la dernière semaine du mois.
- Alors que la dynamique devrait rester positive au 3^e trimestre, nous sommes plus prudents que le consensus pour la croissance en 2022, notamment avec l'estompement du soutien budgétaire. La BCE va donc rester engluée dans sa politique monétaire ultra-expansionniste, un mauvais augure pour l'EUR face à l'USD à moyen terme.

Royaume-Uni

- Surperformance surprise de la GBP, les marchés se préoccupant du rebond des contaminations et maintenant leur attente quant aux hausses de taux directeur de la Banque d'Angleterre (voir graphique).
- Sur un mois, nous sommes neutres sur la paire GBP/USD.

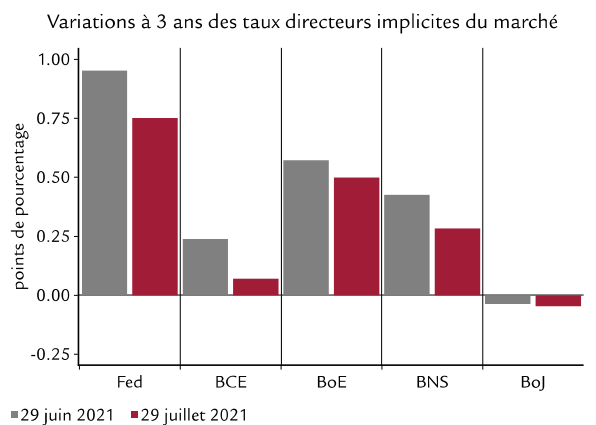
Suisse

- Valeur refuge prisée, le CHF a gagné près de 2% face à l'EUR en juillet.
- Nous sommes neutres sur la paire EUR/CHF, car les investisseurs devraient rester prudents en août.

Japon

- A l'instar du CHF, le JPY a été recherché par les investisseurs en juillet.
- Sur un mois, nous sommes neutres sur la paire USD/JPY.

La Fed attendue au tournant malgré la réévaluation



MACROBOND

Une certaine réévaluation des risques économiques à noter en juillet. Au 2^e trimestre, l'avancée rapide de la vaccination et la réouverture des économies a donné lieu à un optimisme – exagéré selon nous – quant à la croissance, notamment aux Etats-Unis. En effet, le consensus a récemment revu à la baisse sa prévision pour le PIB américain en 2021, une première depuis octobre 2020. Le rebond épidémique outre-Manche a lui rappelé aux investisseurs que la pandémie n'était pas finie. De plus, la fièvre réglementaire des autorités et la vente massive d'actions chinoises envoient un message clair : la Chine ne prendra pas le relais de moteur de la croissance mondiale si l'américaine se dégrade bien plus que prévu. Humeur maussade et marchés agités pour les actifs risqués, portant les valeurs refuges que sont le CHF, le JPY et l'USD, ont marqué les 20 premiers jours de juillet. Le moral s'est quelque peu éclairci en fin de mois, grâce à la position de la Fed plus souple qu'attendu au sortir de sa réunion. Les marchés ont ainsi écarté une hausse de 25 pb du taux directeur ces trois prochaines années, plus que pour toute autre banque centrale majeure (voir graphique), affaiblissant l'USD en fin de mois. Le CHF est toutefois resté prisé sur le mois, signe clair que les marchés n'ont pas retrouvé tout leur appétit au risque. En août, nous adopterons une position neutre sur tous les principaux taux de change, car l'impact économique de la vague Delta est incertain et les investisseurs devraient rester attentistes. Une fois le calme revenu, l'USD devrait repartir à la hausse, les perspectives pour l'économie américaine et le resserrement monétaire restant intactes.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
@MarcBruetsch



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch

Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

France : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.

Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.