

Mai 2021

Taux d'intérêt & obligations

L'inflation n'est que passagère

Etats-Unis

- L'activité économique accélère aux Etats-Unis grâce à la vaste relance budgétaire et à l'avancée de la vaccination.
- La Fed réitère sa position accommodante et considère l'inflation comme globalement passagère malgré de premiers signes de surchauffe dans certains secteurs, tels l'immobilier ou les prix des matières premières.

Zone euro

- Bien que le moral remonte en Europe, le Vieux Continent est à la peine sur le front vaccinal et connaît toujours des mesures de restriction, retardant la reprise de l'économie.
- Conformément aux annonces, la BCE a renforcé son programme de rachat d'obligations pour maintenir des conditions financières favorables.

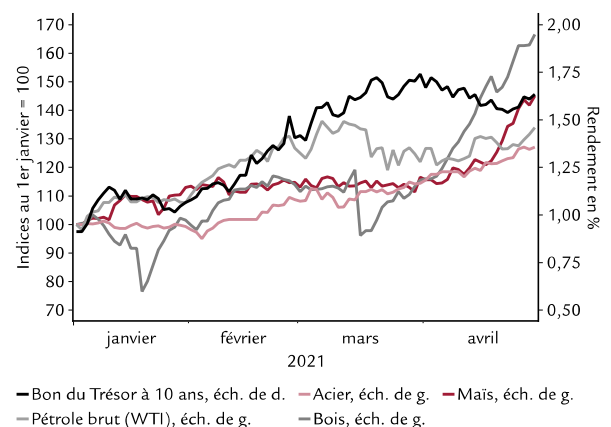
Royaume-Uni

- Les PMI continuent leur hausse progressive dans le secondaire et le tertiaire, tandis que les ventes au détail s'emballent avec la levée des restrictions.
- La Banque du Canada a été la première grande banque centrale ayant annoncé réduire la voilure de ses rachats d'actifs. La Banque d'Angleterre pourrait annoncer une mesure similaire vu l'accélération attendue de la reprise.

Suisse

- Comme ailleurs en Europe, la Suisse vaccine lentement, mais rouvre rapidement son économie, portant le PIB très près de ses niveaux pré-crise.
- La BNS ne devrait pas modifier sa politique monétaire sur la période à venir, les prix à la consommation étant censés sortir d'une phase déflationniste pour revenir à la marge en territoire positif.

Pression inflationniste accrue, rendements en baisse en avril



MACROBOND

Nous entrons dans une phase où nous devrions voir la plus forte croissance économique annuelle – ou pour citer un ancien président américain – « la plus formidable » de notre existence. Même si un vaste effet de base l'explique, les comparaisons des données d'activité économique en mois glissant affichent des améliorations progressives. Sans surprise, les actifs risqués sont prisés. Le S&P 500 bat record sur record quasiment chaque jour et les écarts de crédit sont fermement ancrés, se resserrant en avril de 5 pb et 3 pb, respectivement en EUR et USD. Toutefois, la BCE intensifie son programme de rachat d'actifs, car l'inflation, passagère quand elle existe, se fait attendre. A moins d'avoir besoin de céréales, de bois de charpente ou d'acier (cf. graphique). Le seul actif majeur à contre-courant de la reflation est le bon du Trésor à 10 ans, cédant 12 pb, tandis que le rendement du Bund allemand gagnait 4 pb en avril. Mais du fait de la hausse de 83 pb du T-Bond à 10 ans depuis le début de l'année, c'est sûrement davantage une consolidation qu'un revirement de tendance. Nous réaffirmons donc notre position en duration courte, mais la réduisons. Nous sommes plus défensifs sur le risque de crédit, les valorisations étant élevées et les caractéristiques risque/rendement de la classe d'actifs défavorables.

Actions

Une pause pour réfléchir

Etats-Unis

- La rapidité de la vaccination et le plan d'infrastructure sur lequel planche l'administration Biden devraient porter un peu plus la reprise économique. Une bonne nouvelle pour les bénéficiaires, mais la valorisation élevée du marché devient un problème, les investisseurs exigeant des entreprises des résultats excellents plutôt que simplement bons.
- Les marchés sont toujours indécis quant à l'inflation et aux taux, et sont nerveux à la moindre hausse des rendements obligataires. Bien que le marché américain des actions devrait surperformer, les risques ont selon nous augmenté dans une mesure non pleinement anticipée.

Zone euro

- Après un très bon début d'année, la dynamique des actions en UEM a quelque peu fléchi.
- Ce marché reste moins cher qu'outre-Atlantique, la reprise des bénéficiaires est plus lente et les perspectives mitigées. La récente appréciation de l'EUR, phénomène que nous jugeons temporaire, est sûrement en cause (cf. page 3).
- La lenteur de la vaccination dans la région et les incertitudes liées à l'horizon politique en Allemagne et en France desservent le marché, qui devrait sous-performer son homologue américain.

Royaume-Uni

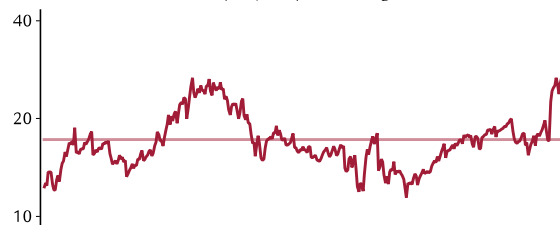
- La vaccination et, dans une moindre mesure, la hausse du prix des matières premières ont porté le marché britannique des actions.
- La majorité des bonnes nouvelles est toutefois anticipée désormais, et la croissance attendue des bénéficiaires des entreprises fait pâle figure face à d'autres marchés. Le marché britannique devrait perdre de l'élan et signer une performance similaire à la zone euro, mais inférieure au marché américain en devise locale.

Suisse

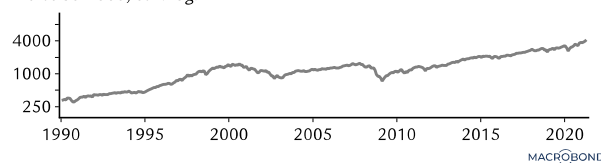
- Le caractère défensif du marché suisse des actions a entraîné une nette sous-performance depuis le début d'année. Il a également pâti de mauvaises surprises dans le secteur financier.
- Les actions suisses sont désormais moins chères, mais à moins que le marché déprime sévèrement, il ne devrait pas se distinguer à court terme.

Importance et limite de la valorisation

S&P 500, ratio cours/bénéfice (P/E), moyenne à long terme incluse



Indice S&P 500, éch. log.



Il est souvent question de valorisation des marchés des actions. Que recouvre cette notion ? Et pourquoi ne peut-on pas l'exploiter pour trouver le bon moment pour entrer ou sortir du marché ? Investir dans des actions, c'est en réalité acheter une part des bénéfices futurs de l'entreprise. Donc, pour estimer le « juste » prix d'une action ou d'un marché d'actions, les investisseurs doivent estimer ces bénéfices futurs. Une tâche ardue, car la vie d'une entreprise n'est pas un long fleuve tranquille. Des produits et services en vogue peuvent devenir obsolètes, l'entreprise peut développer de façon inattendue une solution exceptionnelle source de profits considérables, etc. Une vaste incertitude est donc consubstantielle à l'estimation des futurs bénéfices, et différents investisseurs pourront avoir des opinions aux antipodes à leur sujet. Les valorisations, équivalant peu ou prou à la valeur actuelle des bénéfices futurs, varieront notablement selon les estimations des investisseurs. Ainsi, les marchés remarquent les valorisations seulement quand elles sont extrêmes. Même dans ce cas, d'expérience, un très long moment peut s'écouler avant que les investisseurs réagissent, p. ex. lors de la « bulle Internet » au tournant du millénaire (cf. graphique). La raison à cela ? Souvent, les investisseurs s'entichent du potentiel des entreprises et oublient de vérifier si le prix d'achat de l'action traduit une évolution réaliste des futurs bénéfices. A l'époque, le potentiel de nombreuses start-up Internet était surestimé, un cas de figure pouvant se reproduire de nos jours pour la mobilité électrique et l'informatique par exemple. Outil puissant d'évaluation des risques et opportunités, la valorisation est déconseillée pour fixer un point d'entrée ou de sortie du marché.

Devises

Faiblesse fugace du billet vert

Etats-Unis

- Effet miroir en avril par rapport à mars : l'USD a cédé du terrain à toutes les principales devises, y compris celles des marchés émergents, à l'exception de la roupie indienne.
- Un mouvement induit par la modération des rendements des T-Bonds, que nous considérons comme temporaire. L'USD devrait résister à l'EUR et au CHF grâce à son substantiel avantage lié au taux d'intérêt.

Zone euro

- En avril, la monnaie unique a refait son retard face à l'USD. L'accélération de la vaccination en Europe a certainement favorisé la position plus constructive des investisseurs à l'égard de l'EUR.
- Mais la zone euro restera à la traîne de la reprise, les niveaux pré-crise restant hors de portée pour la plupart des pays membres cette année, et les largesses monétaires étant appelées à durer à moyen terme. Nous restons donc négatifs sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- En avril, évolution plutôt latérale de la GBP face à l'USD, mais en correction face à l'EUR après un très fort rallye cette année, alimenté par une rapide amélioration de la conjoncture britannique.
- Les bonnes nouvelles sont pour nous largement anticipées, et la GBP devrait céder du terrain à l'USD en mai et juin.

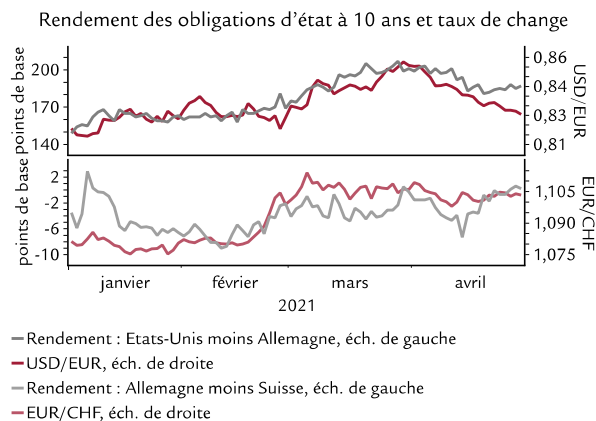
Suisse

- Peu de mouvement de la paire CHF/EUR en avril, les marchés financiers étant entre deux eaux, ni enclins ni réticents au risque.
- Notre position neutre sur l'EUR/CHF était donc juste, nous la maintenons pour mai et juin. Toutefois, nous attendons une nouvelle dépréciation face à l'USD, écho à la vigueur générale du billet vert.

Japon

- En avril, le JPY s'est apprécié face à l'USD, mais moins que l'EUR et le CHF.
- Nous maintenons notre estimation positive pour la paire USD/JPY, la croissance et l'inflation mondiales (reflation) étant appelées à progresser au 2^e trimestre.

Différentiel de rendement : moteur du change à ce jour



MACROBOND

Le lectorat assidu de cette publication se rappellera notre inversion de position sur l'USD, de négative à positive dès décembre 2020, largement à contre-courant du consensus pour un long moment, mais qui a porté ses fruits au 1^{er} trimestre 2021. En phase avec la hausse du différentiel de taux d'intérêt (le carry), l'USD a gagné 4% face à l'EUR sur la période (cf. graphique). Les différentiels de rendement pour les échéances plus longues ont aussi influencé les mouvements du taux de change EUR/CHF depuis début 2021. Ce carry redevient une clé du marché des changes, et nous pensons que cela perdurera. Hélas, les rendements des obligations d'Etat ont été contraires à notre prévision d'avril, ceux des T-Bonds reculant malgré un flux continu de données économiques positives et la pression inflationniste accrue. Les différentiels de rendement se sont donc resserrés, affaiblissant l'USD. Une phase transitoire selon nous, et nous maintenons notre prévision d'un dollar plus vigoureux en mai et juin. Même si la conjoncture en zone euro va accélérer au 2^e trimestre, l'écart de production de l'UEM restera bien plus négatif qu'aux Etats-Unis, et la pression inflationniste bien inférieure. Nous pensons donc que le scénario pré-pandémique pourrait se répéter, à savoir une BCE engluée près de la limite basse, dans l'incapacité de relever son taux directeur malgré le regain de l'économie globale, tandis que le monde anglo-saxon voudra à un moment sortir de cet ultra-expansionnisme. A cet égard, la Banque du Canada a avancé ses pions la première en annonçant une réduction de ses rachats d'actifs lors de sa réunion de politique monétaire d'avril.

Swiss Life Asset Managers



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



Michael Klose
CEO Third-Party Asset Management
michael.klose@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 Corpus Sireo Real Estate 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.