

Janvier 2021

Taux d'intérêt & obligations

Les perdants réels

Etats-Unis

- Les statistiques économiques restent supérieures aux attentes malgré des contaminations record et le durcissement des mesures sanitaires régionales.
- Avec la confirmation de Joe Biden à la présidence et la nomination de Janet Yellen au Trésor, nous tablons sur des politiques budgétaire et monétaire toujours actives et coordonnées.

Zone euro

- Tandis que les confinements se durcissent, leur approche plus ciblée a évité un effondrement de l'économie, avec un rebond de l'indice des directeurs d'achats en territoire expansionniste dès décembre.
- Comme prévu, la BCE a étendu de 500 milliards d'euros son programme d'achat d'actifs d'urgence et quelque peu remanié ses autres instruments en décembre, tandis que l'UE travaille à la mise en œuvre de son plan d'aide économique.

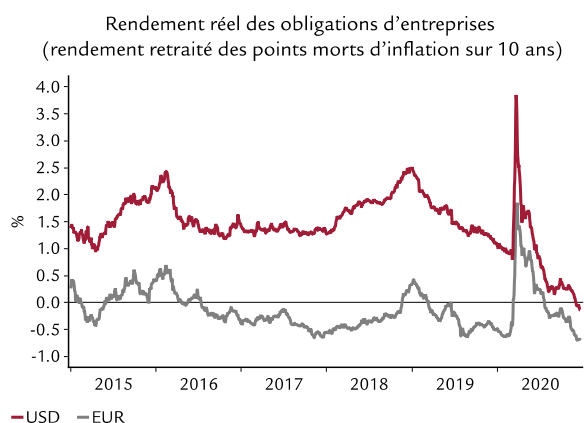
Royaume-Uni

- Les perspectives économiques à court terme restent sombres. Même en cas d'accord de dernière minute avec l'UE, les échanges devraient connaître quelques accrocs au premier trimestre. En outre, les contaminations au Covid-19 restent nombreuses, ce qui nécessite des mesures de restriction supplémentaires.
- Bien que la Banque d'Angleterre ait autorisé les banques à verser de nouveau des dividendes, ce qui témoigne de sa confiance dans la reprise, elle pourrait selon nous prendre des mesures supplémentaires en cas d'échec des négociations avec l'UE.

Suisse

- Malgré une deuxième vague pandémique sévère, les mesures sanitaires relativement légères et ciblées ont atténué jusqu'ici les répercussions sur l'économie et sur le marché du travail.
- Avec la solide reprise de l'économie mondiale au second semestre, la pression à la hausse sur le CHF s'est allégée. La BNS a donc moins besoin d'intervenir sur le marché des changes.

Un rendement réel bien mince déduction faite de l'inflation



MACROBOND

Qui aurait imaginé en mars que 2020, avec sa pandémie à l'origine d'une récession sans précédent, serait une bonne année pour les obligations ? Pourtant, c'est le cas au bout de neuf mois. Les écarts de crédit frôlent leurs niveaux ultraserrés de février (voire sont déjà bien en dessous, sur la base du rendement total). Pour la toute première fois, les rendements des obligations privées américaines ne compensent plus l'inflation prévue (graphique). Les titres de dette à rendement négatif atteignent le record de 18 300 milliards de dollars dans le monde. Certes, les obligations sont chères, mais elles pourraient l'être encore plus avec les vannes toujours grandes ouvertes des banques centrales et les nouveaux plans de relance budgétaire des pays développés. En outre, la croissance économique réelle mondiale s'accélère et, avec des sommes considérables toujours placées sur des fonds monétaires, facteurs techniques et fondamentaux convergent en faveur d'une compression supplémentaire des rendements. Mais les risques augmentent. En cas de forte hausse de la croissance et surtout de l'inflation, les investisseurs commenceront à remettre en question le soutien apparemment illimité des banques centrales. Vu combien le marché dépend de cette liquidité, le risque d'effondrement est réel. Nous restons surpondérés sur le risque de crédit et les durées courtes, estimant que la situation restera favorable au moins au cours des trois prochains mois.

Actions

Hausse des cours et rotation sectorielle

Etats-Unis

- Les incertitudes liées aux élections sont largement dissipées et les statistiques économiques sont bien meilleures aux Etats-Unis qu'ailleurs, avec des indices des directeurs d'achats toujours en zone expansionniste.
- Des restrictions accrues dues à la flambée de Covid-19 et le deuxième tour des sénatoriales en Géorgie le 5 janvier pourraient induire de la volatilité à court terme, mais les marchés ne devraient pas s'y arrêter, préférant continuer d'acheter à la baisse.
- La reprise économique de 2021 devrait bénéficier aux actions des secteurs qui ont le plus souffert de la pandémie, à savoir les PME et les secteurs sans lien avec l'informatique.

Zone euro

- Les restrictions de plus en plus sévères contre la pandémie freineront l'activité dans un premier temps mais la perspective d'une vaccination à grande échelle a sensiblement éclairci l'horizon économique après l'hiver, ce dont les actions devraient bénéficier.
- Les actions de la zone euro devraient particulièrement profiter de la rotation sectorielle en cours car elles concentrent une forte proportion de secteurs très affectés par la pandémie.

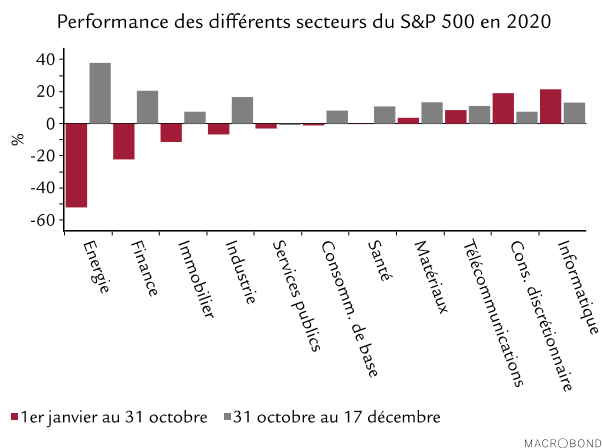
Royaume-Uni

- Les marchés financiers prévoient toujours une issue favorable des négociations avec l'UE, et le Royaume-Uni est le premier pays développé à vacciner à grande échelle, ce qui explique que les actions britanniques aient récupéré une partie de la sous-performance considérable accumulée depuis le début de l'année.
- Malgré la reprise attendue en 2021, le pays conservera l'écart de production le plus important de tout le monde développé, à l'exception peut-être de l'Espagne, ce qui explique que nous restions prudents à l'égard du marché britannique.

Suisse

- En tant que marché défensif, la Bourse suisse sous-performe depuis deux mois, dans un contexte très enclin au risque.
- Sauf accident, la situation devrait perdurer et le marché suisse devrait donc accuser un retard sur les autres. Les valeurs cycliques devraient toutefois évoluer dans le même sens que le reste du monde et profiter de la tendance haussière attendue.

Rotation sectorielle massive dans la perspective du vaccin



C'est une remontée phénoménale des marchés d'actions qui a salué l'issue des élections américaines et les bonnes nouvelles des vaccins. En novembre, les marchés européens ont connu la plus forte hausse mensuelle de leur histoire avec une envolée de 18% de l'Euro Stoxx 50. Si Wall Street a moins progressé, il faut néanmoins remonter à 1928 pour retrouver un meilleur mois de novembre que celui de 2020. La rotation sectorielle déclenchée par la nouvelle de l'arrivée des vaccins s'est révélée particulièrement impressionnante. Aux Etats-Unis, l'énorme écart de performance entre les secteurs s'élevait à 73 points de pourcentage fin octobre (-52% pour l'énergie et +21% pour l'informatique, voir graphique). Il s'est réduit ces dernières semaines. Quasiment toutes les valeurs liquidées pendant la crise du Covid-19 se sont redressées après l'annonce des vaccins. La hausse des cours s'est poursuivie la première quinzaine de décembre et devrait continuer selon nous ces trois prochains mois. Certes, les valorisations des actions sont aujourd'hui très élevées, mais tous les facteurs d'une hausse restent en place : solide soutien monétaire et budgétaire, recul des risques politiques, absence d'actifs de rendement en dehors des actions et, surtout, meilleures perspectives de croissance pour 2021. Seulement, cette vision fait aujourd'hui consensus chez les participants au marché et suppose un risque réel de correction en cas de mauvaise nouvelle (par exemple si les campagnes de vaccination ne se déroulaient pas comme prévu). Nous pensons cependant que la liquidité abondante dont disposent les investisseurs et le solide soutien de la politique monétaire présenteraient une telle correction comme une occasion de se positionner sur les marchés. En conséquence, le réflexe d'achat à la baisse n'est pas près de disparaître.

Devises

Les ventes massives d'USD devraient cesser

Etats-Unis

- Décembre a commencé comme novembre avait fini, par des ventes massives d'USD qui avaient ramené l'indice correspondant (DXY) à son niveau de début 2018 à l'heure où nous écrivions ces lignes.
- Une Réserve fédérale toujours accommodante, des investisseurs prêts à prendre des risques et un certain fléchissement des statistiques économiques américaines en décembre ont accentué la faiblesse de l'USD. Nous pensons que les dynamiques économiques devraient encore se renverser au premier trimestre, ce qui redonnerait de l'élan au billet vert.

Zone euro

- Depuis début novembre, les monnaies cycliques se redressent, soutenues par de meilleures perspectives de croissance à l'échelle mondiale. Parmi les marchés développés, seuls l'AUD et le NZD ont fait mieux que l'EUR durant cette période.
- L'EUR a également profité des statistiques économiques, en particulier d'indices des directeurs d'achats meilleurs que prévu en décembre. L'écart de production de la région reste toutefois très important et nous pensons qu'une nouvelle sous-performance de l'économie par rapport aux Etats-Unis en 2021 devrait peser sur l'EUR.

Royaume-Uni

- La GBP reste portée par des marchés qui espèrent toujours un accord commercial de dernière minute avec l'UE, ce qui correspond à notre scénario de base.
- Ces trois prochains mois, la GBP devrait se stabiliser face à l'EUR mais aussi se déprécier par rapport à l'USD, dans ce dernier cas en raison principalement de l'appréciation du billet vert que nous prévoyons.

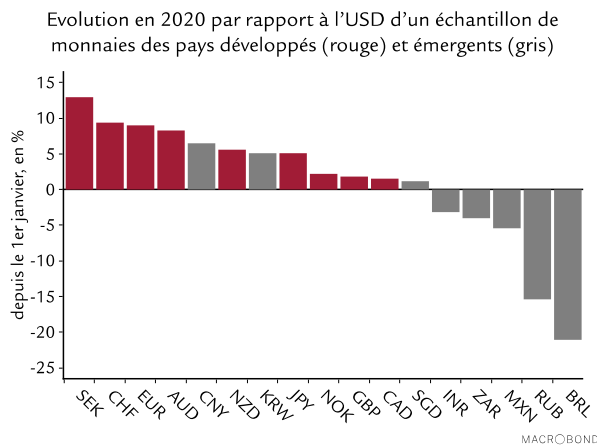
Suisse

- Le CHF évolue dans une fourchette face à l'EUR. Etonnamment, le recul des risques géopolitiques, la confiance accrue dans la reprise et même l'inscription de la Suisse sur la liste des pays jugés manipulateurs des taux de change par le Trésor américain n'ont quasiment pas influé sur la valeur du franc.
- Nous restons neutres sur l'EUR/CHF mais prévoyons un franc un peu moins fort face à l'USD.

Japon

- Après sa forte hausse face à l'USD, le JPY devrait suivre une tendance inverse au premier trimestre, selon notre scénario globalement positif pour l'USD.

Fin 2020, l'USD est la plus faible des grandes devises



L'année 2020 fut exceptionnelle pour les marchés des changes. Après deux ans de hausse, l'indice de l'USD (DXY) a atteint son pic en mars 2020, avant de s'effondrer le reste de l'année. Il était à son niveau de début 2018 à l'heure de mettre sous presse. Nous avons donc eu raison de troquer notre vision haussière contre un scénario baissier sur l'USD en mars 2020, principalement au vu de la disparition de l'avantage de taux d'intérêt de ce dernier (le portage). De fait, l'USD a reculé par rapport à toutes les grandes monnaies des pays développés, tandis que la SEK, le CHF et l'EUR étaient les plus performantes de l'année à ce jour. La GBP, le CAD et la NOK accusent les plus mauvais résultats du monde développé hors USD, affectées par le bas niveau des prix de l'énergie et (pour la GBP) par l'incertitude persistante sur le Brexit. L'année fut dure aussi pour les monnaies des marchés émergents, sauf les monnaies asiatiques comme le CNY, le KRW ou le SGD, qui se sont toutes appréciées face à l'USD. Les pays concernés ont profité de leur solide position extérieure (avec un excédent de la balance courante) et, en termes cycliques, de leur large avance économique. La plupart des analystes pensent que l'USD restera faible en 2021, mais ce n'est pas notre avis. Après les ventes massives, il devrait d'abord se stabiliser puis monter un peu au premier trimestre, surtout grâce à la surperformance économique attendue aux Etats-Unis, avant tout face à l'Europe. La Réserve fédérale sera donc peut-être la première banque centrale à annoncer qu'une politique moins accommodante serait indiquée à moyen terme, quand la BCE peut difficilement s'extraire de sa politique ultra-accommodante. Enfin, les positions spéculatives sur l'USD sont très négatives, ce qui est habituellement vu comme un indicateur à contre-courant.

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.