

Avril 2021

## Taux d'intérêt & obligations

Une situation unique en son genre

### Etats-Unis

- Les données économiques américaines sont en amélioration, et les indicateurs du moral regardent plus haut.
- La Fed est restée accommodante dans ses dernières réunions, ne semblant pas inquiète de la hausse des taux à long terme. Concernant la réglementation bancaire, elle a même décidé de ne pas prolonger l'assouplissement du levier de ratio supplémentaire.

### Zone euro

- La zone euro est certes derrière les Etats-Unis sur le front vaccinal et reste largement soumise à une forme de confinement. Mais le climat des affaires s'améliore, et la demande contenue attend d'être libérée.
- La BCE est moins discrète quant à la hausse des rendements des obligations d'Etat et annonce une intervention en cas de durcissement des conditions financières.

### Royaume-Uni

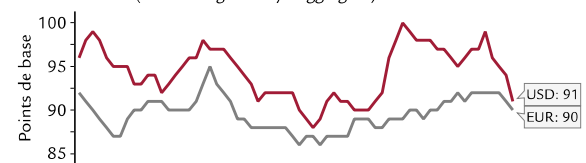
- Les données du 1<sup>er</sup> trimestre brossent toujours un morne tableau économique, mais la position de leader du pays sur le front vaccinal a permis une nette amélioration d'indicateurs anticipés comme le climat des affaires et le moral des ménages.
- A l'instar de la Fed, la Banque d'Angleterre estime justifiée la hausse des rendements des obligations d'Etat, signe de meilleures perspectives de croissance.

### Suisse

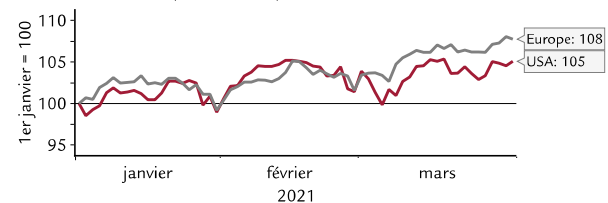
- L'activité économique repart, aidée par des restrictions moins sévères en Suisse. En mars, le PMI a même atteint son plus haut depuis décembre 2006.
- Le franc connaît une importante dépréciation depuis le début de l'année, relâchant la pression sur la BNS à intervenir sur le marché des changes.

### La « reflation » n'a pas profité aux obligations d'entreprises

Ecarts de crédit (Bloomberg Barclays Aggregate)



Marchés des actions (indices MSCI)



MACROBOND

Voilà plus d'un an que la pandémie de Covid-19 s'est abattue sur le monde, l'astreignant à un confinement inédit. L'impact économique a été désastreux. Mais vu la brutalité de la chute, nous assistons actuellement à la reprise la plus rapide et la plus vaste depuis la Seconde Guerre mondiale au moins. L'inflation, longtemps vue comme un mythe antédiluvien, signera aussi son retour au 2<sup>e</sup> trimestre 2021 et devrait dépasser 3% aux Etats-Unis, une première en 10 ans. Dès lors, quelles conséquences pour les actifs risqués ? Les écarts de crédit sont déjà très serrés, de l'ordre du rang centile de 10% du point de vue historique. Ils n'ont donc pas pu se resserrer substantiellement, même si la hausse des actions s'est poursuivie au 1<sup>er</sup> trimestre 2021 (voir graphique). En mars, les écarts de crédit en USD et EUR se sont même creusés temporairement. Entretemps, le rendement des T-Bonds à 10 ans a gagné 33 pb, et celui des Bunds a perdu 3 pb. Même si nous attendons un fort élan induit par la réouverture de l'économie mondiale, quitter la table avec un gain reste la meilleure option. Nous commençons donc à retirer quelques jetons et adoptons une position plus prudente sur le risque de crédit. Nous maintenons notre duration courte sur les taux, les rendements des obligations d'Etat restant relativement faibles face aux prévisions de croissance et d'inflation. Et le potentiel de hausse est là.

## Actions

Environnement volatil, tendance positive

### Etats-Unis

- Les actions américaines ont sous-performé la plupart des autres marchés en mars malgré un bon rendement absolu, porté notamment par la rotation sectorielle favorisant les titres orientés valeur et pesant sur les technologiques.
- Les prévisions de bénéfices ont été revues à la hausse, considérant la tendance économique positive, et tu-toient les niveaux pré-crise.
- Ce marché devrait pouvoir continuer à croître, malgré l'environnement plus difficile, notamment face à la nouvelle hausse attendue des rendements des obligations d'Etat. Toutefois, le soutien de la politique budgétaire et monétaire continuera de porter les actions.

### Zone euro

- Les actions de la zone euro ont fait mieux que la plupart des marchés en mars, venant compenser leur moindre performance de 2020, signe de la reprise mondiale et de la valorisation plus attrayante de ce marché.
- Toutefois, l'avancée chaotique de la vaccination pourrait peser sur le moral du marché. Les analystes anticipent en outre un redressement relativement lent des bénéfiques, les performances à venir devraient donc être davantage conformes au reste du globe.

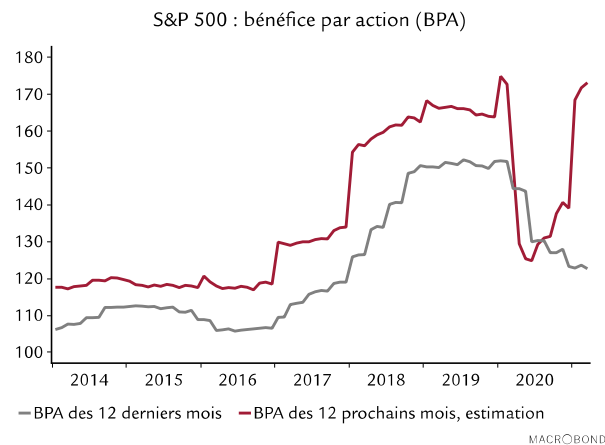
### Royaume-Uni

- Après une série de faux pas, le Royaume-Uni a admirablement réussi sa campagne de vaccination. Point négatif, la reprise industrielle semble muselée, probablement du fait des barrières commerciales liées au Brexit. Globalement, depuis début 2021, les actions britanniques ont sous-performé celles de l'UEM et les américaines.
- Les bonnes nouvelles sur le front vaccinal étant déjà anticipées, ce marché devrait rester en retrait des autres.

### Suisse

- De par sa nature défensive et sa valorisation généreuse, le marché suisse des actions devrait être en deçà du reste du monde. Le mois de mars a toutefois été une bonne surprise, et la dépréciation continue du franc a sûrement porté la performance.
- La tendance positive du marché mondial des actions devrait se maintenir, suggérant une sous-performance relative du marché suisse.

### Les marchés regardent devant



La réaction des marchés des actions inversement proportionnelle aux bonnes et mauvaises nouvelles est souvent perçue comme contre-intuitive. Comment expliquer ce comportement d'investisseur d'apparence étrange ? Les marchés financiers regardent devant, c'est-à-dire que les prix actuels reflètent les attentes moyennes des acteurs du marché quant aux évolutions futures. En ce sens, les nouvelles ont un effet sur les cours uniquement si elles divergent des attentes. Les bénéfiques des entreprises sont un bon exemple, car ils constituent un facteur notoire affectant le cours des actions. Dans des périodes comme aujourd'hui, lorsque des facteurs exogènes (les divers «confinements» en l'occurrence) ont eu un impact significatif sur la rentabilité des entreprises, les bénéfiques antérieurs n'ont pas de sens, car le futur sera très probablement différent du passé récent. Les marchés des actions se concentrent donc sur les futurs bénéfiques, que les analystes estiment à l'aide des informations provenant des entreprises et d'indicateurs comme les prévisions économiques. Généralement, comme on le voit dans le graphique ci-dessus, les bénéfiques attendus se rétablissent plutôt rapidement et, dans le cas du S&P 500, tu-toient les niveaux pré-pandémie. C'est donc là l'explication du net redressement des marchés des actions ces derniers trimestres, mais aussi un signe que nous entrons peut-être dans une période plus difficile de ralentissement de la croissance des bénéfiques.

## Devises

### Le billet vert contre-attaque

#### Etats-Unis

- Conformément à notre estimation, l'USD s'est apprécié face à toutes les devises majeures en mars, porté par les perspectives de croissance et son avantage lié au taux d'intérêt en hausse.
- Nous tablons sur une nouvelle hausse des rendements des T-Bonds, notamment du fait de la surperformance continue et du resserrement de politique monétaire attendu plus tôt qu'ailleurs. Les marchés financiers attendent désormais quatre hausses de 25 pb du taux directeur de la Fed d'ici 2024. Ces attentes devraient préserver l'avantage de carry du billet vert et le soutenir à l'avenir.

#### Zone euro

- La paire EUR/USD a un peu plus pâti (-2,9% en mars) des mauvaises nouvelles sur le front vaccinal en Europe.
- Nous restons négatifs sur la paire EUR/USD et neutres sur la paire EUR/CHF pour les trois prochains mois.

#### Royaume-Uni

- Même si en mars, le Royaume-Uni vivait encore un des confinements les plus stricts d'Europe, la vaccination rapide a ravivé le moral des investisseurs et un rallye de la livre face à l'euro. Face à la vigueur générale de l'USD, la paire GBP/USD a perdu 1,3%.
- Les marchés ignorant globalement l'effet négatif du Brexit sur l'industrie et la livre anticipant quantité de bonnes nouvelles, la GBP devrait continuer à céder du terrain à l'USD ces trois prochains mois.

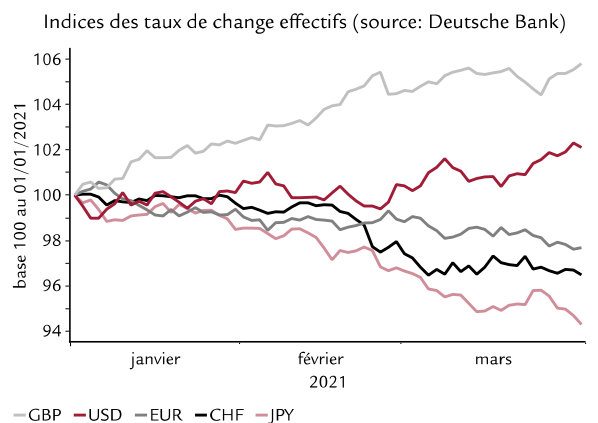
#### Suisse

- Le franc s'est encore déprécié en mars, dans un contexte de marché globalement friand de risque.
- Toutefois, les facteurs structurels d'un franc fort demeurent, la tendance positive de la paire EUR/CHF devrait donc cesser. Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF et positifs sur la paire USD/CHF pour les trois prochains mois.

#### Japon

- En mars, le JPY pondéré des échanges a connu l'une des plus fortes dépréciations parmi les principales devises.
- Nous maintenons notre estimation positive pour la paire USD/JPY, la croissance et l'inflation mondiales (reflation) étant appelées à progresser au 2<sup>e</sup> trimestre.

#### La vigueur d'une devise est-elle corrélée au rythme vaccinal ?



En observant la performance des devises des principaux marchés développés depuis début 2021, un modèle intéressant émerge : en effet, elle semble refléter la progression de la vaccination dans les économies concernées. Ce n'est pas un hasard, au moins pour le Royaume-Uni. Le tempo rapide de la vaccination a notablement amélioré le moral des investisseurs, la livre pondérée des échanges gagnant 5,8% (voir graphique). Certes, nous pensons que l'économie britannique va croître plus rapidement au 2<sup>e</sup> trimestre que toute autre économie développée, mais la livre anticipe déjà une large part de bonnes nouvelles. En attendant, notre estimation positive de l'USD, fondée sur notre prévision de surperformance de l'économie américaine et un avantage lié à la hausse de taux (carry) a été juste au 1<sup>er</sup> trimestre. Certes, la vaccination rapide, l'amélioration des perspectives économiques ainsi que la hausse des rendements des T-Bonds associée ont été bénéfiques, mais la clé de voûte est clairement le plan de relance massive de Joe Biden. L'USD devrait maintenir son carry et progresser davantage. Parallèlement, les valeurs refuges CHF et JPY, à faible rendement, ont encore reculé en mars, les investisseurs étant enclins au risque. En général, l'euro, devise cyclique, profite de cet environnement. La faible performance, notamment en février et en mars, s'explique surtout par la révision à la baisse des prévisions de croissance dans la zone euro, les campagnes de vaccination tombant de Charybde en Scylla.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.