

Juin 2021

Taux d'intérêt & obligations

L'inflation n'est que passagère

Etats-Unis

- Evoluant dans une fourchette en mai, les T-Bonds à 10 ans ont plongé après des données décevantes sur le front de l'emploi, avant de remonter, les chiffres d'avril signalant une hausse de l'inflation à 4,2%, un sommet inédit depuis plus de 10 ans.
- La Fed maintient sa position accommodante, soulignant sa vision d'une inflation passagère. Mais le marché évoque de plus en plus une réduction de la voilure, vu les craintes actuelles d'inflation.

Zone euro

- A mesure que la campagne de vaccination accélère en Europe, les indicateurs du moral s'améliorent, relevant les taux d'intérêt, les Bunds à 10 ans gagnant ainsi 5 pb supplémentaires.
- La BCE maintient son rythme soutenu de rachat d'actifs, mais semble s'habituer à des taux d'intérêt gouvernementaux plus élevés.

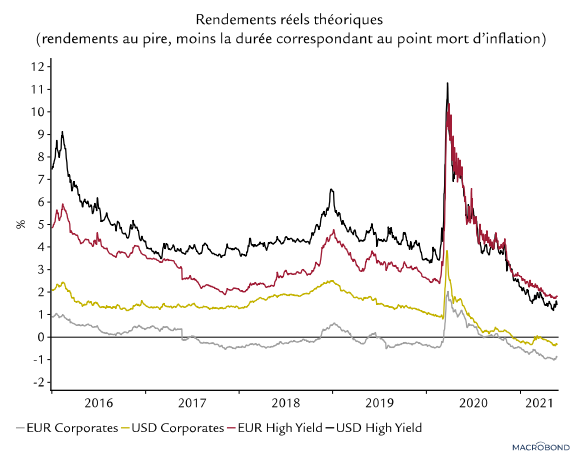
Royaume-Uni

- Les PMI accélèrent et les données brutes suggèrent une envolée des ventes au détail.
- Insensibles à cette dynamique de croissance en accélération, les gilts à 10 ans évoluent dans leur fourchette depuis fin février.
- Les derniers chiffres d'inflation devraient donner plus de temps à la Banque d'Angleterre pour maintenir sa politique accommodante.

Suisse

- L'inflation globale reste relativement faible (hausse annuelle des prix à la consommation d'à peine 0,3% en avril), mais les emprunts de la Confédération à 10 ans ont légèrement augmenté dernièrement.
- Inflation et stabilité des prix vont main dans la main, la BNS ne devrait donc pas modifier sa politique monétaire.

Déprime des taux d'intérêt réels



Les écarts de crédit d'entreprise dans le monde tutoient des plus bas inédits, malgré la détérioration de la qualité globale et la durée moyenne plus longue des nouvelles émissions. En mai, ils ont même cédé 3 pb de plus pour les titres en USD, et leurs homologues en EUR remontent à la marge (+2 pb). Les rendements obligataires à long terme, bien que nettement supérieurs au début d'année, restent relativement timides par rapport à la croissance économique et aux chiffres de l'inflation, comme en témoigne le repli continu des taux réels (taux d'intérêt moins inflation). Adeptes de la méthode Coué pour l'inflation passagère, les banques centrales justifient ainsi une relance monétaire sans précédent qui phagocyte les rendements pour les investisseurs obligataires : les taux réels des emprunts d'états libellés en euros s'établissent à -1,65%, et -0,87% outre-Atlantique. Même ces titres affichent des rendements négatifs après inflation, et à duration égale, les titres en EUR et USD à haut rendement livrent une faible rémunération, respectivement 1,8% et 1,7%. Le potentiel de resserrement des écarts étant limité et face à la nouvelle hausse des taux, nous maintenons la duration et la position courtes sur le risque de crédit.

Actions

L'inflation effraie le marché américain

Etats-Unis

- En mai, le marché a été rythmé par les craintes d'inflation. Une nervosité quelque peu apaisée fin mai par la Fed et des données suggérant une moindre pression sur ce front.
- Malgré la volatilité causée par ces craintes, la forte rotation liée à la tendance de la numérisation, favorisant les entreprises plus modestes et cycliques et délaissant les grandes, a continué de marquer le marché.
- Même si ce dernier est moins enjoué qu'au 1^{er} trimestre, nous pensons qu'il va continuer à croître, sa forte valorisation limitant toutefois le potentiel de hausse.

Zone euro

- Le marché des actions de l'UEM a surperformé le reste du monde en mai.
- C'est le signe d'une meilleure valorisation, d'un plus grand potentiel de rattrapage économique et de moindres risques d'inflation de cette économie face à l'américaine.
- Les risques spécifiques demeurent, notamment la lenteur de la vaccination (quoiqu'en amélioration) et ses conséquences économiques. Mais le rythme d'amélioration est bon, le marché des actions de la zone euro devrait donc afficher une performance au moins comparable au reste du monde.

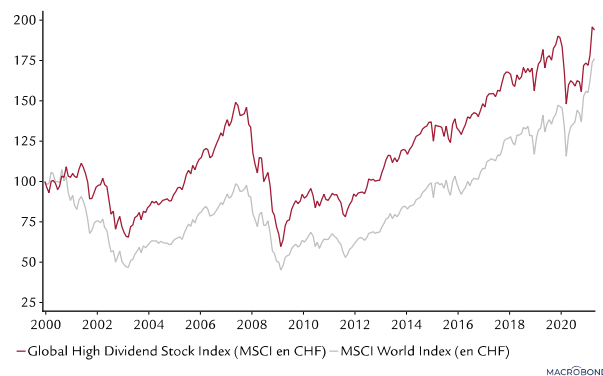
Royaume-Uni

- Belle tenue du marché britannique en mai également.
- L'économie a déjà mangé son pain blanc, fruit de la vaccination, et les tensions politiques actuelles desservent le sentiment global.
- Toutefois, les perspectives britanniques sont bonnes et comparables aux américaines. La valorisation du marché britannique étant bien inférieure à l'américain, il devrait continuer d'afficher des performances au moins similaires au marché mondial.

Suisse

- Un joli mois de mai pour le marché suisse des actions.
- Sa nature défensive et la forte valorisation des quelques grandes capitalisations dominantes suggèrent toutefois une probable sous-performance à l'avenir, sauf correction mondiale.
- Les capitalisations petites et moyennes, plus cycliques, devraient mieux évoluer.

Le retour des titres à fort rendement du dividende ?



Ces titres ont longtemps été prisés des investisseurs en actions plus défensifs. L'association d'un revenu en dividende plutôt stable et d'entreprises capables et désireuses de verser des dividendes élevés, ayant tendance à être plus matures, est intéressante pour les investisseurs privés notamment. En réalité et à long terme, ces titres ont surperformé les actions « normales » et ont été moins volatiles (voir graphique). Mais les dernières années ont été douloureuses, ces titres ayant en moyenne largement sous-performé le marché dans son ensemble. Les raisons sont très nombreuses. Citons par exemple l'impact révolutionnaire de la numérisation sur de nombreux secteurs de l'économie, favorisant les entreprises tournées vers la croissance, habituellement peu généreuses en dividendes. Plus récemment, ceux-ci ont été nettement réduits, les entreprises bénéficiant d'aides publiques durant la pandémie ayant été empêchées d'en verser. En 2021, ces actions à dividende élevé ont affiché une performance conforme ou supérieure au marché. Parmi les nombreuses raisons à cela, citons la valorisation très élevée des entreprises orientées croissance et la plus grande volatilité du marché, à un niveau supérieur aux dernières années. La nature plus défensive des actions à dividende élevé et leur rendement attractif (même relativement au marché obligataire) suggère un retour probable de cette stratégie d'actions.

Devises

Le billet vert toujours en appréciation d'ici fin 2021

Etats-Unis

- Malgré une surprise à la hausse de l'inflation, la Fed a réussi à apaiser les craintes du marché quant à une intervention précoce.
- Le dollar devrait toutefois s'apprécier au 2^e semestre et les représentants de la Fed tenir un discours plus offensif ces prochaines semaines.
- Le consensus ne partage pas cette opinion, mais celle-ci est en phase avec notre vision de l'économie américaine comme locomotive de l'économie mondiale.

Zone euro

- Egalement à rebours du consensus, notre vision d'un euro cessant son appréciation face à l'USD ou au CHF.
- La zone euro est 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

- Evolution latérale de la GBP face à l'EUR après une appréciation notable début 2021 grâce au tempo de vaccination britannique.
- Selon nous, les bonnes nouvelles de la reprise économique sont déjà largement anticipées.
- Les risques liés aux évolutions post-Brexit ou les appels à un second référendum sur l'indépendance en Ecosse ne sont pas négligeables.

Suisse

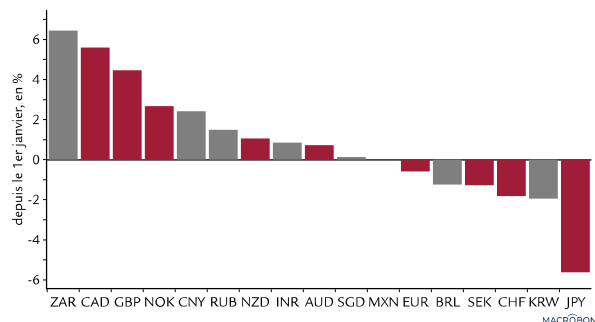
- Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF. Contrairement à la majorité des analystes, nous doutons du potentiel d'appréciation notable de l'euro, vu le différentiel de taux d'intérêt et la position souple de la BCE.
- Toutefois, nous attendons une nouvelle dépréciation du CHF face à l'USD, écho à la vigueur générale du billet vert.

Japon

- Parmi les principaux importateurs nets de matières premières, le Japon et le yen sont jusqu'ici en deçà de la plupart des autres devises (voir graphique).
- Nous maintenons notre estimation positive pour la paire USD/JPY, la croissance mondiale étant appelée à s'améliorer jusqu'en juin.

Les devises liées aux matières premières en vue en 2021

Evolution en 2021 par rapport à l'USD d'un échantillon de monnaies des pays développés (rouge) et émergents (gris)



Généralement, nous analysons le différentiel de taux et l'évaluation de la politique des banques centrales, qui y est étroitement liée, pour établir les prévisions sur les marchés des changes. Jusqu'ici en 2021, la hausse des prix des matières premières porte au moins autant le marché que les différentiels de taux. Le graphique ci-dessus indique que généralement cette année, la devise d'un exportateur net s'apprécie face à l'USD, alors que les importateurs nets voient l'effet inverse. L'appréciation de la livre sterling fait exception, car elle est probablement l'ondulatoire de la dépréciation antérieure liée au Brexit. Nous sommes positifs sur l'USD depuis décembre 2020, ce qui nous distingue du consensus préférant l'euro face au billet vert et au franc suisse. Malgré l'effet intéressant de l'évolution du marché des matières premières, le différentiel de taux d'intérêt, ou *carry*, restera la force motrice du marché des changes. Même si la 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. Pour en juger, nous invitons nos lectrices et lecteurs à suivre les déclarations de la Fed ces prochaines semaines, à l'affût d'une rhétorique offensive.

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.