

Septembre 2021

Taux d'intérêt et obligations

La volatilité des écarts de crédit se stabilise

Etats-Unis

- Les rendements des obligations d'Etat ont augmenté en août, les échéances intermédiaires (le « ventre » de la courbe) bougeant le plus, alors que les extrémités courte et très longue signent de faibles gains.
- Malgré l'appel de plusieurs responsables de la Fed à mettre fin à l'extrême souplesse de la politique monétaire, son directeur Jerome Powell s'est montré apaisant à Jackson Hole.

Zone euro

- Les rendements des Bunds ont également gagné quelques points de base en août, les taux en périphérie européenne suivant globalement le mouvement.
- Plusieurs membres de la BCE se montrent plus offensifs et appellent à la fin des programmes d'urgence vu l'accélération de l'inflation, mais la majorité des gouverneurs devraient soutenir la politique accommodante actuelle.

Royaume-Uni

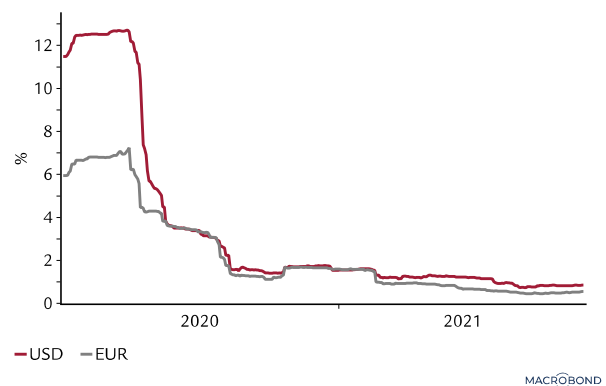
- Forte hausse des rendements à l'extrémité courte le mois dernier, ceux à deux ans atteignant 0,2%, un niveau inédit depuis le début de la pandémie.
- Tandis que la Banque d'Angleterre se montre plus offensive que ses pairs, elle juge toujours l'inflation temporaire et l'attend en repli pour atteindre 2% après une hausse passagère.

Suisse

- Les rendements des emprunts de la Confédération ont suivi la tendance haussière générale, bien que moins fortement.
- Les données économiques suisses commencent à fléchir, les PMI sont en repli et les ventes au détail cèdent 2,6% en glissement annuel, alors que l'inflation poursuit sa modeste accélération.

La volatilité des écarts de crédit se stabilise

Volatilité effective des écarts de crédit "investment grade"
source : Bloomberg Barclays, Swiss Life AM)



Les débats autour d'une réduction des rachats d'actifs par les banques centrales (*tapering*) s'intensifient, et même la BCE y ajoute sa voix. Malgré la position accommodante réitérée par Jerome Powell à Jackson Hole, nous attendons une annonce d'un *tapering* progressif ces prochains mois. La BCE devrait passer à l'action plus tard, car la reprise et les données d'inflation globale n'ont pas encore atteint les niveaux observés aux Etats-Unis. Cela dit, nous sommes encore loin d'une normalisation côté taux directeurs et de la fin de marchés perfusés par les banques centrales. Avec les incertitudes quant à la reprise économique et le prochain variant qui frappe peut-être déjà à la porte, il serait prématuré d'appeler à la fin des interventions. Au regard du soutien technique toujours en place, il reste peu de marge pour que les écarts de crédit se creusent substantiellement. Vu la quasi-absence de volatilité de ces derniers et la surabondance de liquidités en chasse de rendements toujours en baisse, nous pensons aussi qu'une position trop haussière ne sera pas très rentable. En effet, ces écarts devraient se creuser légèrement sur fond d'une plus grande offre et d'une possible résurgence du Covid cet hiver. Faute d'un scénario d'aversion au risque, les rendements des obligations d'Etat devraient rester dans leur marge, avec une inclination à la hausse.

Actions

Excellents résultats trimestriels, valorisations élevées

Etats-Unis

- Le marché américain a gagné 2,9% en août. Les mauvaises nouvelles venues de Chine et les craintes quant au Covid ont entraîné un creux après une solide première quinzaine. Mais il a été de courte durée et peu important, les investisseurs saisissant l'aubaine pour (re)venir sur le marché. L'indice S&P 500 a signé un nouveau record, à plus de 4500 points.
- La saison de publication des résultats a été un excellent cru, et la Fed a assuré le maintien de son soutien monétaire.
- Parmi les grands marchés, l'américain est le plus cher, il y a donc peu de marge de hausse.

Zone euro

- Le marché a gagné 2,0% en août, et la correction en milieu de mois a été moindre qu'aux Etats-Unis.
- Les perspectives sont bonnes pour les marchés européens. L'économie va accélérer, la valorisation est plus intéressante que celle d'autres marchés des actions et la politique de la BCE est plus généreuse que celle de la Fed.

Royaume-Uni

- Depuis début 2021, le marché britannique des actions accuse près de 10% de retard sur l'américain et l'euro-péen, et la sous-performance a continué en août.
- Ce marché affiche un très fort rendement du dividende et une valorisation parmi les plus basses des grands marchés.

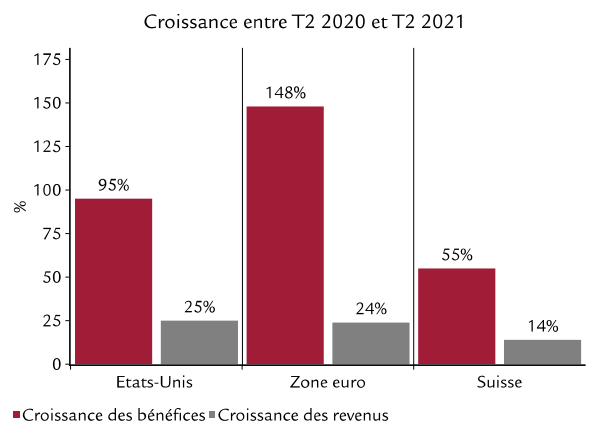
Suisse

- La performance du marché suisse des actions a imité les indices de référence mondiaux en août.
- Sa valorisation est inférieure à celle du marché américain, mais supérieure à la plupart des autres.

Marchés émergents

- Les marchés émergents sont les mauvais élèves cette année, gagnant seulement 3,0% depuis début 2021, et 2,6% en août.
- Ils ont souffert de deux maux : un retard dans la vaccination et la chute du marché chinois des actions suite à la fièvre réglementaire des autorités pékinoises.

De solides résultats au 2^e trimestre 2021



■ Croissance des bénéfices ■ Croissance des revenus

MACROBOND

Les résultats du 2^e trimestre 2021 sont impressionnants et supérieurs aux attentes. Aux Etats-Unis, les bénéfices ont presque doublé par rapport à 2020, alors qu'en zone euro et en Suisse, leur croissance atteint 148% et 55%. Environ 90% des sociétés ont dépassé les attentes, et avec une marge parmi les plus importantes de l'histoire. La croissance des revenus n'est pas en reste. Aux Etats-Unis, ils ont gagné 25%, contre respectivement 24% et 14% en Europe et en Suisse. Ce dernier chiffre est dû à deux facteurs. Primo, la baisse des bénéfices en 2020 a été bien moindre, et secundo, les secteurs cycliques (industrie, énergie) performants lors de la reprise n'ont qu'un faible poids dans l'indice suisse. Forts de ces performances, les bénéfices sont désormais supérieurs (Etats-Unis) ou égaux (UEM, Suisse) au niveau pré-crise.

Malgré cette évolution positive, nous sommes légèrement plus prudents quant aux actions. Il y a trois raisons à cela. Primo, le soutien monétaire est moins généreux qu'il y a quelques mois, la moindre croissance de l'offre monétaire en est la preuve. Secundo, les valorisations sont très élevées, surtout aux Etats-Unis : le S&P 500 est p. ex. 40% supérieur à son niveau de fin 2019, les bénéfices affichent eux +15%. Tertio, il y a bien longtemps que les marchés des actions n'ont pas connu de correction d'au moins 5%.

Devises

Pas de « taper tantrum », mais un billet vert soutenu

Etats-Unis

- L'USD s'est apprécié sur la première quinzaine d'août, le débat sur le *tapering* se densifiant. A Jackson Hole, le directeur de la Fed Jerome Powell s'est voulu rassurant, ce qui a pesé sur la performance de l'USD en fin de mois.
- Nous maintenons notre prévision à moyen terme, à savoir un USD bien soutenu et un potentiel d'appréciation en septembre en raison de son carry (avantage de taux).

Zone euro

- Bonne surprise de l'activité économique de l'UEM en août, notamment à la périphérie, où l'inflation accélère encore, suscitant un alarmisme certain dans la presse et des commentaires offensifs de certains responsables de la BCE.
- Néanmoins, nous ne voyons pas l'opinion répandue au sein du conseil des gouverneurs évoluer vers une position plus offensive, limitant la marge d'appréciation de l'EUR. Pour ce mois, nous sommes négatifs sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- La paire GBP/EUR a atteint un nouveau pic post-crise à 1,18 dans la 1^{re} quinzaine du mois, portée par de bonnes données économiques, avant de s'essouffler en seconde.
- Sur un mois, nous sommes neutres sur la paire GBP/USD, mais voyons une hausse pour GBP/EUR.

Suisse

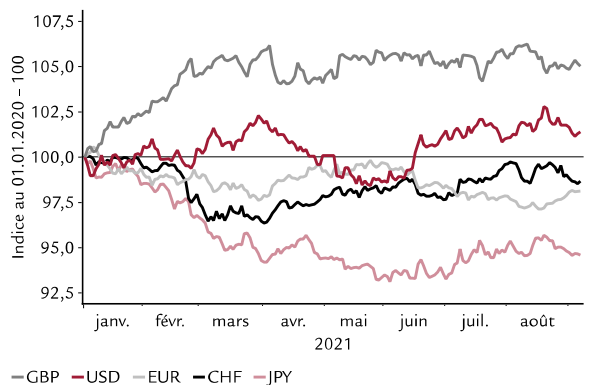
- Après le net repli de l'EUR/CHF en juillet, le goût retrouvé du risque parmi les investisseurs a porté l'EUR face au CHF en août.
- Mais nous ne voyons pas pour autant de hausse substantielle de cette paire, les différentiels de taux étant très faibles et les risques de l'évolution pandémique importants.

Japon

- Un mois calme pour la paire JPY/USD, gravitant autour de 110.
- Optimistes sur l'USD, nous le sommes également sur la paire USD/JPY.

Le billet vert va encore surperformer ce mois

Indices de devises pondérés des échanges (source : Deutsche Bank)



MACROBOND

En août, les attentes quant à la politique monétaire américaine ont animé les marchés des changes. Le débat sur le *tapering* s'est largement densifié, portant l'USD. Offensifs, des membres du Federal Open Market Committee (FOMC) ont même évoqué une réduction aussi rapide que possible du rachat d'actifs. Le compte-rendu de la réunion du FOMC des 27 et 28 juillet, publié le 18 août, révèle que « la plupart des participants » convenaient que les conditions d'un *tapering* devraient être réunies dès cette année. Une opinion majoritaire réitérée par le directeur de la Fed Jerome Powell, dans son discours très attendu lors de la réunion des banquiers centraux à Jackson Hole. Le FOMC devrait donner un « signal » le 22 septembre lors de sa prochaine déclaration suite à sa réunion, doublée d'une annonce officielle détaillant notamment les projets de *tapering* à suivre en novembre 2021. L'approche prudente de la Fed pour préparer les marchés à la réduction des rachats d'actifs devrait éviter un « taper tantrum » comme celui ayant secoué les marchés en 2013. Jerome Powell a en outre rasséréiné les investisseurs en indiquant que la décision de réduction « ne sera pas un signal direct de relèvement des taux, pour lequel nous avons mis en place un test différent et bien plus exigeant ». Le billet vert a cédé un peu de terrain suite à ces annonces. Nous attendons en effet la première hausse des taux directeurs au T2 2023. Ce sera plus tôt que dans la plupart des marchés développés, le billet vert devrait donc toujours profiter de son carry et figurer parmi les devises majeures les plus performantes en 2021 (voir graphique).

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.