

Février 2021

## Taux d'intérêt & obligations

Les marchés se préparent à une inflation plus élevée

### Etats-Unis

- Malgré un ralentissement des données économiques fin 2020, la nouvelle année a démarré sur une note très positive avec la distribution des chèques promis dans le plan d'aide de décembre. Les enquêtes restent positives et la production industrielle poursuit sa reprise.
- Les Démocrates trustant désormais tous les postes au gouvernement, une nouvelle relance budgétaire est probable. La politique de la Fed est en outre accommodante, les marchés ont donc anticipé une croissance plus solide et des perspectives d'inflation.

### Zone euro

- La deuxième vague a forcé les gouvernements à ordonner des restrictions encore plus dures. Bien qu'elles pèsent sur l'activité économique, leur impact est bien moins grave qu'au printemps dernier.
- Statu quo côté BCE lors de sa réunion de janvier, mais sa présidente Christine Lagarde a semblé plus offensive qu'attendu, la reprise économique se poursuivant. Vu l'envergure des programmes de rachat d'actifs, aucun outil supplémentaire ne devrait être déployé pour l'heure selon nous.

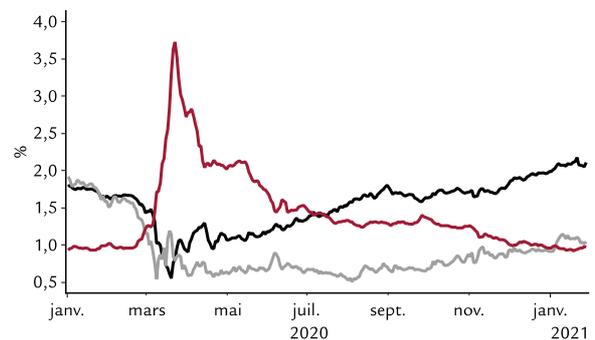
### Royaume-Uni

- Londres et Bruxelles ont conclu in extremis un accord étroit scellant leur divorce. La disparition de l'incertitude dans le secteur manufacturier pourrait débloquer les investissements prévus en 2021.
- La flambée des cas de Covid-19 et un confinement parmi les plus sévères d'Europe pourraient inciter la Banque d'Angleterre à assouplir davantage sa politique monétaire.

### Suisse

- L'économie devrait retrouver son niveau d'avant-crise dès 2021, plus rapidement que la plupart des autres pays européens.
- Vu l'appétence au risque des marchés financiers, les flux vers le franc, valeur refuge, ont diminué, et avec eux le besoin d'intervention de la BNS.

### Retour à la normale des attentes concernant l'inflation



— Ecart de crédit investment grade américain (Bloomberg Barclays Aggregate)  
— Rendement des obligations d'Etat américaines à 10 ans  
— Point mort d'inflation américaine à 10 ans

MACROBOND

L'ère Trump est finie, mais à son image, sa sortie n'a pas été discrète. Après avoir dénoncé pendant des mois sur Twitter une fraude électorale, infondée, la tension qu'il a créée s'est cristallisée dans la violente incursion de ses partisans au Capitole. Mais les marchés ont superbement ignoré les troubles. La proposition du président Biden d'un nouveau plan d'aide de 1,9 billion de dollars (8,8% du PIB) et la nomination de Janet Yellen – ancienne présidente d'une Fed apaisante – à la tête du Trésor ont été saluées par les marchés. Les rendements des obligations d'Etat ont augmenté, les écarts de crédit approchant leurs plus bas pré-crise, et les attentes concernant l'inflation atteignent des niveaux inédits depuis 2018 (voir graphique). Qu'en conclure pour 2021? Malgré des fondamentaux du crédit faibles et des valorisations très élevées, le contexte technique est peu propice à l'élargissement des écarts de crédit à court terme. Cela dit, les marchés ne vont pas être un long fleuve tranquille cette année. Les valorisations, quasiment toutes classes d'actifs confondues, semblent historiquement excessives et les corrections temporaires ne manqueront pas, vu la multitude de risques baissiers. Selon nous, la vivacité sera de mise vu l'environnement, et la qualité de sélection de crédit sera clé. Nous maintenons notre position légèrement surpondérée sur le risque de crédit, et à duration courte, mais elle peut changer à tout instant.

## Actions

Mutation ou vaccination, qui sera le plus rapide?

### Etats-Unis

- Malgré les espoirs d'une nouvelle relance fiscale et d'une campagne de vaccination qui accélère, les actions américaines sous-performent légèrement l'indice de référence mondial depuis début 2021. La solide performance des actions des marchés émergents l'a principalement porté.
- Nous restons prudemment optimistes sur les actions américaines, car l'économie américaine devrait continuer à surperformer l'Europe au 1<sup>er</sup> semestre 2021, la relance budgétaire aidant. Le plan de relance achoppera sûrement sur certains points, source potentielle de volatilité à court terme, mais selon la plupart des observateurs, le Congrès l'approuvera en mars au plus tard.

### Zone euro

- La zone euro paie le prix de ses timides commandes de vaccins dans les mesures de restriction étendues qui pèsent sur l'économie au 1<sup>er</sup> trimestre 2021.
- En sous-performant les actions américaines d'environ 25% depuis l'éclatement de la crise, les actions de l'UEM ont toutefois un potentiel de rattrapage. Cet argument justifie notre vision neutre à légèrement positive de ce marché.

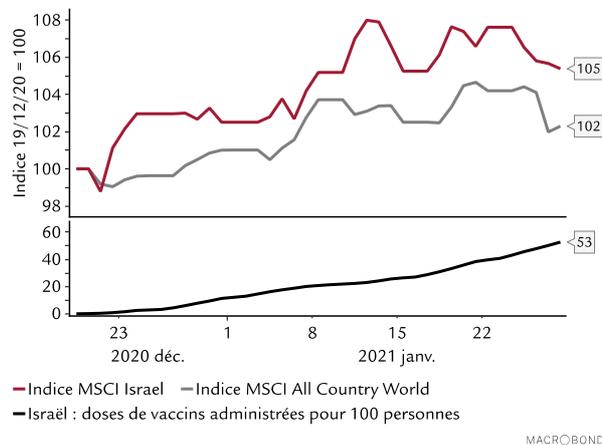
### Royaume-Uni

- L'accord commercial conclu in extremis entre Londres et Bruxelles et l'avancée rapide de la vaccination ont revigoré les actions britanniques récemment, après une épouvantable sous-performance en 2020.
- Même si ces actions semblent mieux valorisées que d'autres marchés, nous maintenons notre sous-pondération. Au vu des risques politiques considérables (poussée indépendantiste écossaise p. ex.) et une perspective économique morose à court terme, la prime de risque élevée sur ces titres est justifiée selon nous.

### Suisse

- Un début d'année relativement bon pour les actions suisses, l'impact économique de la deuxième vague étant limité vu leur nature défensive, précieuse fin janvier face au regain de volatilité.
- Elles restent toutefois relativement bien valorisées vu leur sous-performance en 2020. Comme les actions de l'UEM, les suisses ont ainsi un potentiel de rattrapage, justifiant notre évaluation neutre.

### Israël : surperformance des actions et de la vaccination



La percée vaccinale en novembre 2020 a largement porté le formidable rallye des actions mondiales en fin d'année. Conjugué aux débats en cours sur le plan de relance américain, l'afflux de nouvelles concernant les campagnes de vaccination restera un moteur essentiel des marchés d'actions. L'annonce de variants galopants et de débuts laborieux de la vaccination, notamment, a fait de janvier 2021 un nouveau mois de sous-performance notoire des actions européennes. Le marché israélien des actions semble lui avoir profité de l'avancée record de la vaccination sur son sol. Depuis le 19 décembre 2020 et le lancement de la campagne, 53 injections pour 100 personnes ont déjà été administrées, et l'indice MSCI Israël surperformait l'indice de référence mondial de près de 3% à l'heure où nous écrivons (voir graphique).

Avec l'anticipation d'un grand nombre de bonnes nouvelles et des valorisations élevées, le principal risque baissier pour les actions mondiales serait un scénario où l'immunité collective tarderait, augmentant la probabilité que les mutations affaiblissent voire rendent inefficaces les vaccins actuels. Ce n'est pas notre scénario de référence, mais des difficultés côté vaccination ou des mutations vont se produire çà et là, créant des poussées de volatilité sur un marché à l'élan positif, du fait de mesures fiscales et monétaires généreuses et d'absence d'alternatives. Nous restons donc prudemment optimistes pour les actions sur la période à venir.

## Devises

### Appréciation du dollar sur pause

#### Etats-Unis

- Comme prévu, la vente massive d'USD a cessé au changement d'année. Depuis début 2021, il s'est apprécié face à toutes les devises majeures, à l'exception notable du CNY et de la GBP.
- Surperformance de l'économie américaine et réévaluation de la politique monétaire ont notamment porté la récente vigueur du billet vert. Vu le niveau d'anticipation, nous passons à un avis neutre sur l'USD face à la plupart des devises majeures.

#### Zone euro

- Légère dépréciation de l'EUR face à l'USD et au CHF depuis début 2021. Les nouvelles restrictions causent une détérioration des perspectives de croissance qui renforce la faiblesse.
- A ces niveaux, notre évaluation est neutre sur les paires EUR/USD et EUR/CHF.

#### Royaume-Uni

- L'accord commercial conclu in extremis entre Londres et Bruxelles n'a pas entraîné de « rallye de soulagement » de la livre, car la plupart des investisseurs (nous y compris) s'attendaient à cette issue. Le rapide déploiement vaccinal a probablement été le principal moteur de la récente vigueur de la GBP, car il améliore les chances d'un rapide rebond économique après un 1<sup>er</sup> trimestre très sombre.
- Mais pour nous, l'appréciation de la GBP est terminée. Vu les fondamentaux économiques actuels et les risques politiques futurs, la paire GBP/USD devrait même ralentir le mois prochain.

#### Suisse

- Le CHF est stable face à l'USD depuis début 2021, mais s'apprécie face à l'EUR, frôlant le bas de la fourchette de négociation de 1,075 - 1,085.
- Notre avis reste neutre sur les paires EUR/CHF et USD/CHF, car la BNS serait sûrement prête à s'appuyer sur la pression à l'appréciation du CHF.

#### Japon

- Après un repli de 1% du JPY face à l'USD en janvier (conforme à notre estimation), la paire USD/JPY devrait être stable en février.

### Selon les marchés, la Fed agira avant la BCE

Evolution attendue des taux directeurs sur les 3 prochaines années (attendues par les marchés financiers, moyennes glissantes)



MACROBOND

Coup de tonnerre au Nouvel An : la victoire surprise des Démocrates en Géorgie leur livre la majorité la plus serrée possible au Sénat américain. Un événement relevant nettement la probabilité d'une nouvelle relance budgétaire, même si la plupart des observateurs estiment le montant du plan à 1 billion plutôt qu'à 1,9 billion comme proposé par le président Biden. Nombre d'investisseurs voyaient une majorité « bleue » négative pour l'USD : l'inverse s'est produit. Leur rapide anticipation de meilleures perspectives de croissance a accentué le raidissement de la courbe, sur fond de prévisions de long terme un peu plus offensives côté Fed. Les investisseurs attendent désormais une hausse du taux directeur de 25 pb sur les trois prochaines années, contre zéro il y a six mois (voir graphique). Côté BCE, aucune action du genre n'est attendue sur cette période, car l'économie européenne sera sûrement la retardataire de la reprise mondiale. Notons une légère amélioration du carry de l'USD (c.-à-d. différentiel de taux d'intérêt) pour les échéances plus longues, portant le billet vert. La déclaration de Janet Yellen, nouvelle secrétaire au Trésor : « les États-Unis ne visent pas un dollar plus faible pour s'assurer un avantage concurrentiel », est positive à la marge pour l'USD. La pression politique à relancer l'économie pesant sur la Fed sera donc bien inférieure que sous l'ère Trump. Nous pensons toutefois que les taux de change intègrent une large dose d'optimisme, et l'appréciation du billet vert devrait faire une pause, au moins le mois prochain.

## Swiss Life Asset Managers



**Marc Brütsch**  
**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.