

Mars 2021

A retenir

- Europe : l'avancée de la vaccination augmentera la pression à rouvrir malgré les craintes d'autres mutations
- Suisse : En 2021, une reprise rapide dès le 2^e trimestre portera le PIB au-dessus de son niveau d'avant crise
- Inflation en hausse : effets uniques dans la zone euro, pression sous-jacente accrue sur les prix aux Etats-Unis

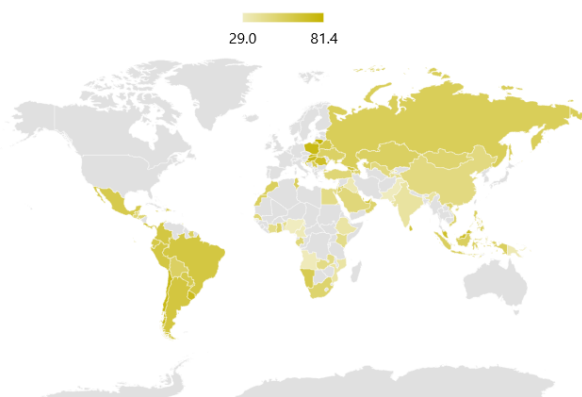
Prévisions comparées

	PIB 2021		PIB 2022		Inflation 2021		Inflation 2022	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	4,8%	4,7% ↑	3,2%	3,6%	2,2%	2,3% ↑	2,2%	2,2%
Zone euro	4,5% ↓	4,4%	2,9% ↑	4,1% ↑	1,4% ↑	1,2% ↑	1,4% ↓	1,2% ↓
Allemagne	3,6% ↓	3,5% ↓	2,8% ↑	3,8% ↑	1,9% ↑	1,7% ↑	1,5% ↓	1,6%
France	6,4% ↓	5,5% ↓	2,6% ↑	3,6% ↓	1,3% ↑	0,8%	1,4% ↓	1,1%
Royaume-Uni	5,3% ↑	4,2% ↓	4,3% ↑	5,6% ↓	1,5%	1,5%	1,6%	2,0%
Suisse	3,5%	3,0% ↓	2,2%	3,0% ↑	0,5%	0,3%	0,7%	0,5%
Japon	2,9% ↑	2,3% ↓	1,6% ↑	2,3% ↑	0,0%	-0,2% ↓	0,4%	0,4% ↓
Chine	8,3%	8,4%	5,2%	5,5% ↑	1,4%	1,4%	2,1%	2,1%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. Londres, 8 février 2021

Graphique du mois

Score ESG pour les marchés émergents
(plus la couleur est foncée, meilleur est le score)



Outre l'analyse macro-économique classique, traitant principalement de variables économiques et risques politiques, les facteurs ESG (environnement, social et gouvernance) se concentrent sur le développement durable, et sont ainsi un indicateur de stabilité à long terme d'un pays. Les scores ESG des principaux fournisseurs de données ne sont que faiblement corrélés entre eux, car ils dépendent des facteurs considérés et de la pondération choisie. En vue d'instaurer plus de transparence, nous avons élaboré notre propre modèle ESG pour les marchés émergents, permettant une analyse plus fine et utilisé dans la sélection de pays de notre nouveau fonds ESG dédié.

Etats-Unis

La magie de la relance

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 4,8%	2021 : 4,7%
2022 : 3,2%	2022 : 3,6%

Après une fin 2020 timide, l'activité a nettement rebondi sur les deux premiers mois de 2021. En janvier, alors que le marché du travail était en plein marasme du fait des restrictions maintenues, la production industrielle a signé une quatrième hausse mensuelle de rang, retrouvant déjà à 98% son niveau pré-crise. Les ventes de détail ont bondi, les chèques de relance distribués aux ménages libérant la demande accumulée pendant le faible dernier trimestre 2020. Et ce n'était que le début. Le plan de relance budgétaire proposé par Joe Biden rajoutera 1400 USD par tête aux 600 déjà déboursés dans le plan de décembre. La « relance Biden » a de bonnes chances d'être approuvée par le Congrès avant la mi-mars, date où les allocations chômage renforcées devraient expirer. La plupart des observateurs politiques attendent désormais un plan bien plus important que les prévisions initiales, proche des 1,9 billion de la proposition originale de Joe Biden. Cette incitation fiscale, conjuguée à une avancée vaccinale relativement rapide, entraînera une large surperformance de l'économie américaine en 2021. Le PIB américain devrait dépasser son niveau pré-crise dès la fin du 2^e trimestre, et l'économie devrait signer un écart de production de -2% fin 2021, bien moindre que dans la plupart des autres des pays développés.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,2%	2021 : 2,3%
2022 : 2,2%	2022 : 2,2%

On note un écart notoire entre torpeur des prix des services et hausse de ceux des biens de base (hors alimentation et énergie). Les premiers dus à la morosité de l'emploi, les seconds à des coûts de production plus élevés du fait des difficultés d'approvisionnement et de la hausse des prix des matières premières. Les prix des services devraient se normaliser au 2^e trimestre, l'inflation globale profitera elle de la hausse des prix de l'énergie. En avril et en mai, elle devrait même approcher un temps les 3% outre-Atlantique.

Zone euro

L'industrie freinée

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 4,5%	2021 : 4,4%
2022 : 2,9%	2022 : 4,1%

La campagne de vaccination s'accélère dans la zone euro, après des débuts d'une lenteur embarrassante. Mais le nombre de doses quotidiennes administrées pour 100 personnes reste toujours bien moindre qu'outre-Atlantique ou outre-Manche. Au moment de la rédaction, seulement 4% de la population avaient reçu au moins une dose. Les mesures de confinement sont restées très dures jusqu'en février, et mars ne réserve que de timides allègements. Une situation traduite par une décevante mollesse du PMI des services, stagnant sous la marque de croissance des 50 points pour le sixième mois de rang. Nous attendons donc un nouveau repli du PIB de la zone euro au 1^{er} trimestre, avant une reprise rapide au cours du deuxième. Le secteur manufacturier semble actuellement freiné par des contraintes d'approvisionnement et pourrait accélérer la production à leur levée. Selon l'enquête PMI, les carnets de commandes débordent, tandis que les délais de livraison s'allongent, dépassant même les niveaux d'avril 2020 en Allemagne. Côté politique, le moral s'est nettement amélioré avec la nomination de Mario Draghi à la tête du gouvernement italien. Fait inédit en cinq ans, les écarts entre obligations souveraines italiennes et allemandes sont passés sous les 100 pb, alimentant la spéculation voulant que Rome profite de conditions financières plus lâches pour émettre des emprunts à 50 ans, voire plus.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,4%	2021 : 1,2%
2022 : 1,4%	2022 : 1,2%

Le taux d'inflation annuel a connu sa plus forte évolution depuis la création de l'union monétaire, passant de -0,3% en décembre à 0,9% en janvier. Hors effets fiscaux en Allemagne et facteurs très ponctuels (météo, soldes), les nouvelles pondérations ont joué un rôle clé. En 2020, les chiffres de l'inflation considéraient un panier de consommation pré-crise. En 2021, on s'appuie sur pondérations actualisées reflétant la consommation de 2020, donnant p. ex. bien moins de poids aux voyages et à la restauration.

Allemagne 35 plutôt que 50

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,6%	2021 : 3,5%
2022 : 2,8%	2022 : 3,8%

Le taux d'incidence (nouveaux cas de Covid-19 pour 100 000 habitants sur sept jours) a nettement reculé entre mi-janvier et mi-février, avant un plateau à 60. Une stagnation inquiétante sachant que l'Allemagne a déjà prolongé au moins jusqu'au 7 mars son confinement strict. Les inquiétudes quant à la propagation de variants plus contagieux ont causé cette décision, ainsi que l'objectif plus strict d'un taux d'incidence à 35 plutôt que 50. Le PIB devrait se contracter de 0,4% au 1^{er} trimestre 2021, après une stagnation décevante au dernier trimestre 2020. L'allègement des mesures est probable après la vaccination des populations les plus à risque, vers fin mars, ce qui entraînera une reprise correcte au 2^e trimestre. Un PMI manufacturier en forme en février, à 60,6 points, confirme le rôle de soutien de l'industrie à l'économie. Le PMI des services a lui déçu les attentes du consensus, à 45,9 contre 46,7 en janvier. Point positif, les attentes des entreprises du tertiaire s'améliorent dans le PMI et dans l'enquête ifo. Angela Merkel veut proposer un vaccin à tous les adultes d'ici le 21 septembre, tout juste avant les élections fédérales le 26. L'atteinte de cet objectif dépendra fortement de la disponibilité des nouveaux vaccins, notamment ceux de Johnson & Johnson, CureVac et Novavax.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,9%	2021 : 1,7%
2022 : 1,5%	2022 : 1,6%

La solide reprise industrielle s'accompagne de pressions à la hausse sur les prix, comme l'indique l'enquête des PMI. Les prix des intrants et des extrants ont de nouveau augmenté en février. En ajoutant de multiples effets uniques et des effets de base des prix de l'énergie, nous voyons l'inflation dépasser 3,0% fin 2021. Cette reflation étant appelée à être temporaire, la BCE va l'ignorer et maintenir sa position accommodante.

France Des dégâts en amont

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,4%	2021 : 5,5%
2022 : 2,6%	2022 : 3,6%

En France, les dégâts de la seconde vague ont été précoces. Les fortes restrictions ont fait chuter le PIB de 1,3% au 4^e trimestre 2020 (seule l'Italie a fait pire parmi les économies majeures), une chute inférieure à nos attentes. Nombre d'économistes prévoient une récession technique dans l'Hexagone, soit un nouveau repli du PIB au 1^{er} trimestre. Nous sommes plus constructifs et tablons sur une croissance en glissement trimestriel de 0,4%, les restrictions n'ayant pas été renforcées sur la période selon l'indice de sévérité d'Oxford. Toutefois, les risques sont sous-estimés, le nombre de nouveaux cas restant élevé et certaines régions envisageant un nouveau tour de vis. Le faible moral du tertiaire en témoigne, alors que l'industrie se reprend rapidement, en ligne avec les autres économies. Très dépendante des services, l'économie française débute 2021 à seulement 95% de son niveau de production pré-crise, la reprise devrait donc être plus marquée qu'en Allemagne après « l'hiver covid », et supérieure aux prévisions du consensus. L'avancée de la vaccination sera la clé toutefois. Le rythme actuel est décevant, mais le gouvernement entend accélérer le programme et vise 40% de la population vaccinée d'ici juin. La réticence à la vaccination recule, mais reste au-dessus de la moyenne comparée à d'autres économies.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,3%	2021 : 0,8%
2022 : 1,4%	2022 : 1,1%

Comme ailleurs dans la zone euro, les nouvelles pondérations dans le panier de consommation harmonisé ont entraîné une inflation surprise en janvier. L'inflation globale est passée de 0,0% en décembre à 0,8% en janvier, mais une période de soldes différente a alimenté l'inflation de l'habillement, avec un retournement du facteur attendu en février. Nous avons toutefois revu à la hausse notre prévision d'inflation en 2021, vu le point de départ plus élevé et la récente hausse des prix de l'énergie.

Royaume-Uni

Les vaccins fonctionnent

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,3%	2021 : 4,2%
2022 : 4,3%	2022 : 5,6%

Après Israël, le Royaume-Uni est l'autre pays majeur à observer directement les effets positifs d'une campagne de vaccination rapide. En étudiant les hospitalisations en Ecosse, les scientifiques ont établi que 28 à 34 jours après administration, une seule dose des vaccins Pfizer/BioNTech et Oxford/AstraZeneca était déjà efficace à 85% et 94%, respectivement, contre les formes entraînant une hospitalisation. Au moment de la rédaction, 26% de la population avaient reçu au moins une injection, les hospitalisations devraient poursuivre leur baisse, autorisant une réouverture progressive de l'économie. Boris Johnson a présenté une feuille de route détaillée de sortie du confinement en Angleterre : les écoles rouvriront le 8 mars, avec un programme de tests strict ; le 29 mars, les règles pour le déplacement sur le territoire et les sports en extérieur seront assouplies ; le 12 avril, réouverture des commerces non essentiels, soins à la personne et de l'accueil en extérieur ; le 17 mai, l'accueil en intérieur et les hôtels rouvriront. Au plus tôt, toutes les restrictions seront levées au 21 juin. Ces mesures sont conditionnées à des critères médicaux. La demande contenue outre-Manche est de taille. Le confinement a entraîné un effondrement des ventes au détail et les réservations de voyages ont bondi après l'annonce du plan de réouverture. Nous attendons donc une reprise rapide de l'économie britannique au 2^e trimestre, après un repli du PIB au premier, et estimons trop prudente la prévision actuelle du consensus pour le PIB 2021.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,5%	2021 : 1,5%
2022 : 1,6%	2022 : 2,0%

Conformément à notre prévision, le Royaume-Uni a signé une inflation de 0,7% en janvier. Elle devrait augmenter à 1,0% en février et naviguer entre 1% et 2% sur le reste de 2021. La récente appréciation de la livre contre quelque peu la hausse de la pression inflationniste induite par celle des prix de l'énergie.

Suisse

Du compte-gouttes au top 15

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,5%	2021 : 3,0%
2022 : 2,2%	2022 : 3,0%

Les données du PIB suisse au 4^e trimestre 2020 seront publiées après impression de cette édition. Notre prévision : une légère croissance de 0,2% en glissement trimestriel. L'indicateur hebdomadaire du PIB publié par le SECO indique une faible tendance baissière depuis le début d'année, reflétant des mesures de confinement plus strictes introduites fin décembre 2020. Nous prévoyons une croissance plus faible au 1^{er} trimestre 2021, avant qu'un allègement des mesures alimente une reprise rapide dès le 2^e trimestre. Celle-ci dépendra largement de l'avancée de la vaccination. Cela reste notre scénario de référence, malgré l'apparition des risques extrêmes de perturbation en raison des variants plus contagieux amenuisant l'efficacité vaccinale. Après de timides débuts dans la vaccination, la Suisse est parmi le top 15 mondial en termes de doses administrées pour 100 personnes. Le ministre suisse de la Santé a réitéré l'objectif de vacciner chaque personne le souhaitant d'ici fin juin, un calendrier suscitant le scepticisme parmi les médecins cantonaux. La Suisse a commandé suffisamment de doses, dont des vaccins non encore autorisés, pour couvrir 190% de sa population. Prudemment optimistes pour 2021, nous maintenons notre prévision de hausse du taux de chômage à 3,8% d'ici avril 2021, après une hausse de 3,47% à 3,54% en janvier. De même, les faillites d'entreprise augmenteront cette année.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,5%	2021 : 0,3%
2022 : 0,7%	2022 : 0,5%

Bien qu'en territoire déflationniste, l'inflation de janvier (-0,5% sur un an) nous a surpris, et le consensus, positivement. La hausse de 0,1% sur un mois a été portée par des prix plus élevés des produits énergétiques et des nuitées. L'inflation annuelle devrait dépasser 1% vers fin 2021. Les nouvelles pondérations du panier de biens de consommation reflétant les schémas de 2020 pourraient alimenter la volatilité.

Japon

Quasi-retour au niveau pré-crise

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,9%	2021 : 2,3%
2022 : 1,6%	2022 : 2,3%

L'économie japonaise a mieux terminé 2020 que nous l'attendions, une solide croissance au dernier trimestre ramenant le PIB à 99% de son niveau pré-crise. Le Japon a ainsi relativement bien maîtrisé la crise du Covid-19 en 2020. D'une part, les dégâts économiques ont été moins graves que sur les autres marchés développés, de l'autre avec 1,8% (décès en 2020 vs moyenne 2015-2019) la surmortalité est bien moindre que dans d'autres pays (Nouvelle-Zélande, Norvège, Taïwan, Lettonie ou Islande). Le plus impressionnant est que le Japon y soit parvenu en s'appuyant principalement sur des mesures volontaires. Au 1^{er} trimestre 2021, le gouvernement a déclaré un nouvel état d'urgence et émis un ensemble de recommandations pour contrer la « vague hivernale », avec grand succès. Les nouveaux cas ont chuté nettement et le gouvernement discute de la levée de l'état d'urgence, au niveau régional du moins. La consommation des ménages plus faible nous fait attendre une légère baisse du PIB au 1^{er} trimestre (-0,7%) avant un retour à la croissance. L'industrie restera un moteur clé. En février, une solide demande extérieure a tiré le PMI manufacturier vers le haut, au-dessus de la barre des 50 points pour la première fois depuis avril 2019. Grâce à une maîtrise de la pandémie, les perspectives économiques dépendent moins de l'avancée de la vaccination, très lente au Japon. Seul le vaccin Pfizer/BioNTech y est autorisé à ce jour, et la première dose a été administrée seulement mi-février.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,0%	2021 : -0,2%
2022 : 0,4%	2022 : 0,4%

Nette hausse de l'inflation globale, du creux cyclique de -1,2% en décembre à -0,6% en janvier. Une amélioration portée par la campagne « Go To Travel » du gouvernement, offrant de généreuses réductions pour le tourisme national. Le 2^e trimestre devrait voir un rapide retour de l'inflation autour de 0% en raison de la hausse des prix de l'énergie. Elle devrait rester légèrement positive en 2021 et 2022.

Chine

La vaccination, pas une priorité

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 8,3%	2021 : 8,4%
2022 : 5,2%	2022 : 5,5%

En Chine, les festivités du Nouvel An ont terminé le 18 février a été un des moins mobiles de l'histoire récente. Avec une résurgence de cas au nord du pays fin janvier, les autorités ont découragé les déplacements en cette période de fête en imposant des mesures de confinement comme une quarantaine obligatoire à l'arrivée dans une autre province. Conséquence, les indicateurs du trafic quotidien de passagers ont chuté de 75% par rapport à la même période l'an dernier. Les commerces et entreprises de restauration des grandes villes ont profité des « vacances chez soi », mais les restrictions de déplacement ont probablement sapé la consommation, ce qui se traduira dans une expansion économique trimestrielle plus timide. Côté positif, les mesures de confinement ont été une réussite, le nombre de cas chutant nettement, laissant espérer une levée des restrictions au 2^e trimestre 2021. Alors que la Chine était un des meilleurs élèves pour contenir le virus au moyen de confinements, elle est à la traîne sur le front de la vaccination, avec seulement 3% de sa population vaccinée à ce jour. Une des raisons à cela est l'absence d'urgence, la majorité des Chinois ayant vécu quasiment un an sans Covid-19. Toutefois, cela pourrait signifier une fermeture de longue durée des frontières, pesant sur les économies dépendantes des touristes et étudiants chinois.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,4%	2021 : 1,4%
2022 : 2,1%	2022 : 2,1%

En janvier, l'inflation chinoise, tant globale que sous-jacente, est passée en territoire négatif, à -0,3%. La faiblesse de celle sous-jacente notamment a été une mauvaise surprise, signe d'une faible demande, notamment en services. Côté positif, l'indice des prix à la production (IPP) a crû pour la première fois en un an, de 0,3%, porté par des prix des matières premières plus élevés, un bon signe de la rentabilité des entreprises et un témoin de la bonne forme de l'industrie.

Economic Research



Marc Brüttsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch
@MarcBruetsch



Damian Künzi
Economist Developed Markets
damian.kuenzi@swisslife.ch
@kunzi_damian



Josipa Markovic
Economist Emerging Markets
josipa.markovic@swisslife.ch



Francesca Boucard
Economist Real Estate
francesca.boucard@swisslife.ch
@f_boucard



Rita Fler
Economist Quantitative Analysis
rita.fler@swisslife.ch

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2019

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Euro zone 2019

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, Aachener Strasse 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.

Mars 2021

Taux d'intérêt & obligations

Envolée des taux d'intérêt

Etats-Unis

- La croissance américaine continue d'accélérer : les chèques du plan de relance de décembre ont fait bondir les ventes au détail en janvier, et un autre plan de relance est sur les rails. Les indices des directeurs d'achats sont restés solidement ancrés en territoire expansionniste.
- La Fed souligne toujours que la hausse de l'inflation à venir sera temporaire et ne justifie pas de changement de politique monétaire.

Zone euro

- L'activité en Europe devrait se renforcer dès mars avec les allègements progressifs des restrictions. L'inflation a accéléré bien plus qu'attendu début 2021, mais est principalement due à des facteurs techniques et temporaires, sans incidence sur la politique monétaire.
- Les courbes des taux se raidissant relativement rapidement ces dernières semaines, la BCE a commencé à intervenir oralement pour tâcher de maintenir des conditions financières aussi souples que possible.

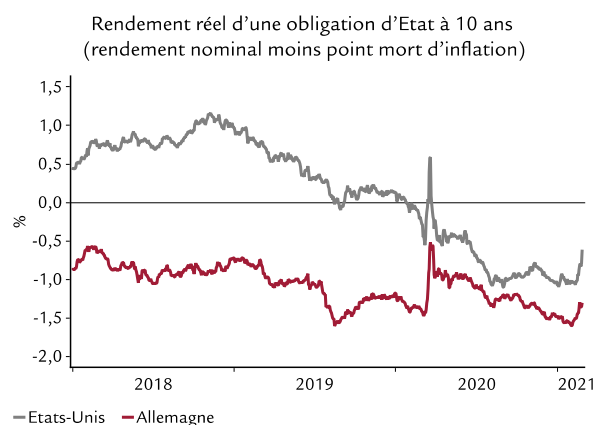
Royaume-Uni

- Le confinement outre-Manche reste l'un des plus durs en Europe. En janvier, les ventes au détail ont déçu, alors que des indicateurs du moral plus anticipés ont été une bonne surprise.
- La livre s'est nettement appréciée, durcissant les conditions financières au Royaume-Uni et augmentant potentiellement la pression sur la Banque d'Angleterre à intervenir. Selon nous, des taux directeurs négatifs restent peu probables.

Suisse

- L'économie devrait retrouver son niveau d'avant-crise dès 2021, plus rapidement que la plupart des autres pays européens.
- Avec une inflation se normalisant et un franc plus faible, il n'y a pas lieu pour la BNS, selon nous, de modifier sa politique monétaire.

Les taux d'intérêt réels ont atteint leur plus bas



Après un bref pic de volatilité en janvier, les écarts de crédit ont poursuivi leur implacable resserrement. En février, les écarts libellés en EUR et USD ont perdu respectivement 6 et 5 points de base (pb). Si les écarts de crédit connaissent un mouvement à sens unique depuis avril 2020, les taux se sont envolés ces dernières semaines. En février, les rendements des T-Bonds à 10 ans et ceux des Bunds à 10 ans ont respectivement gagné 30 pb et 20 pb. Si cela semble important, la tendance peut encore durer ces prochaines semaines selon nous. Les économies développées devraient progressivement rouvrir et signer une croissance solide et largement synchronisée au 2^e trimestre 2021. De plus, le plan américain de relance massive devrait être bientôt approuvé, tandis que l'argent bon marché émis par la banque centrale continue d'affluer dans l'économie. Ce tiercé a déjà commencé à faire revenir l'inflation. Certes, des facteurs temporaires et un effet de base notable des prix de l'énergie au 2^e trimestre portent l'inflation, mais selon nous, il y a un risque haussier supplémentaire pour les rendements des obligations d'Etat, les taux étant trop faibles comparés aux prévisions d'inflation. Nous maintenons donc notre position en duration courte et attendons un nouveau raidissement. Côté obligations d'entreprises, les écarts de crédit devraient rester dans leur fourchette, mais nous maintenons la légère surpondération en vue d'un carry.

Actions

Risque du fait de la hausse des rendements réels

Etats-Unis

- Notons une rotation sectorielle aux Etats-Unis en février. Les technologiques ont sous-performé malgré des bénéfiques corrects, les petites et moyennes capitalisations cycliques surperformant. Globalement, la performance du marché américain est similaire aux actions mondiales depuis début 2021.
- Les valorisations actuelles anticipent une somme de bonnes nouvelles, exposant le marché à des poussées de volatilité. La tendance positive sur le marché des actions devrait continuer.

Zone euro

- Malgré un rythme vaccinal bien inférieur par rapport aux Etats-Unis et un risque d'être à la traîne des réouvertures, les dernières nouvelles sur ces points sont meilleures, et les actions de l'UEM ont donc surperformé en février.
- A l'avenir, le marché des actions en zone euro devrait être synchrone avec le reste du monde grâce à la reprise mondiale et aux politiques monétaires accommodantes.

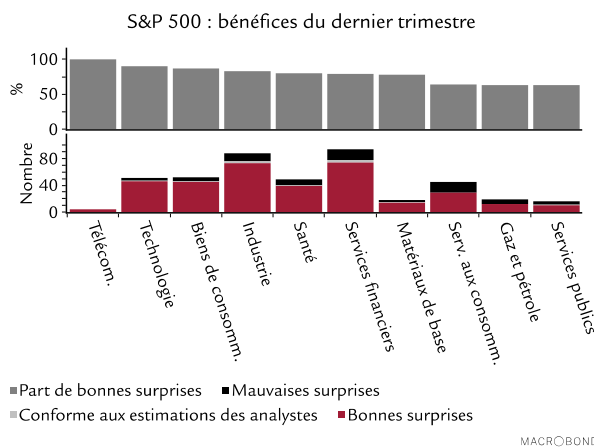
Royaume-Uni

- Malgré la forte appréciation de la livre, les actions britanniques affichent une performance étonnamment bonne jusqu'ici, leur marché cyclique profitant de meilleures perspectives de croissance.
- Mais le Brexit et son lot d'obstacles, notamment pour l'exportation, sont source de difficultés pour les entreprises. Le marché britannique des actions ne devrait donc pas tenir le tempo récent et devrait être à la traîne du reste du monde.

Suisse

- Depuis le début de l'année, les actions suisses ont nettement sous-performé leurs homologues mondiales à cause de leur nature défensive.
- Cela ne va pas changer de sitôt, même si les petites et moyennes capitalisations, plus cycliques, devraient continuer à surperformer les poids lourds.

Solides bénéfiques, notamment dans le secteur informatique



Malgré une volatilité élevée, les marchés mondiaux des actions ont poursuivi leur hausse en février. Et les raisons d'être positif sont nombreuses : meilleures perspectives de croissance, accélération du rythme de la vaccination et soutien continu des politiques monétaire et fiscale. Autre motif clé, quoique plus discrètement évoqué, des bénéfiques relativement solides. Dans les publications actuelles, la large majorité des entreprises américaines font mieux que les prévisions (cf. graphique). Avec, côté bénéfiques, une surprise en moyenne un peu en deçà de la précédente saison de publication des résultats (17,9% vs 18,7%) ; celle côté ventes a nettement augmenté (de 2,5% à 3,0%), traduisant une dynamique économique en amélioration. Poids lourd du S&P 500, le secteur technologique a publié des chiffres très solides, 90% des entreprises dépassant de 18,7% les estimations, et les ventes sont meilleures que prévu (6,0% en moyenne). Malgré des fondamentaux en amélioration, l'évaluation des titres reste très élevée du fait des faibles taux d'intérêt et du manque d'alternatives. La situation s'est corsée sur ce point. Les rendements réels (ajustés de l'inflation) des obligations d'Etat ont rebondi depuis de très bas niveaux en Europe et aux Etats-Unis, améliorant un peu l'attractivité relative de cette classe d'actifs. Le taux d'actualisation plus élevé est un souci surtout pour les « titres de croissance », d'où la récente sous-performance du secteur informatique. Mais la base technique est selon nous suffisamment robuste pour assurer la tendance modérément positive des actions.

Devises

La surperformance de l'économie va profiter à l'USD

Etats-Unis

- En février, le taux de change effectif de l'USD a perdu, les devises cycliques (p. ex. EUR, GBP) et celles liées aux matières premières (p. ex. AUD, CAD) ont profité de meilleures prévisions de croissance mondiale.
- Mars verra la fin de la faiblesse de l'USD, car la croissance américaine devrait surperformer celle des autres pays développés. Les attentes du marché quant à un resserrement de la politique monétaire de la Fed ont été avancées, avec au moins deux hausses de 25 points de base anticipées sur trois ans. Des évolutions appelées à durer, soutenant à nouveau le billet vert.

Zone euro

- Le sentiment du marché envers l'UEM et l'EUR s'est amélioré en février, un bon moral embelli par la nomination de Mario Draghi à la tête du gouvernement italien.
- Dans une économie atone, une BCE accommodante a tendance à limiter toute appréciation supplémentaire. Sur un mois, nous sommes même négatifs sur la paire EUR/USD et neutres sur EUR/CHF.

Royaume-Uni

- Poursuite du rebond de la livre, sur fond de meilleures prévisions de croissance et de hausse des prix du brut.
- Ces dernières évolutions nous semblent exagérées, et nous sommes neutres sur la paire GBP/USD.

Suisse

- Le CHF signe la pire performance des marchés développés en février, la « reflation » globale (cf. commentaire principal) augmentant de tempo.
- Toutefois, les facteurs structurels d'un franc fort demeurent, la hausse de la paire EUR/CHF devrait donc cesser. Nous sommes neutres sur cette dernière pour mars.

Japon

- Le yen – valeur refuge à l'instar du franc – est l'autre victime de l'activité de reflation, avec un taux de change effectif perdant 3,5% en 2021.
- La paire USD/JPY devrait poursuivre sa baisse ces prochaines semaines, du fait de la vigueur de l'USD.

Vente du CHF sur fond d'une « activité de reflation » globale




MACROBOND

En février, nous avons observé deux surprises sur les marchés des devises. Premièrement, le taux de change EUR/CHF est sorti de sa récente fourchette 1,075–1,085 pour atteindre 1,10, une première depuis novembre 2019. Le moment et l'ampleur du mouvement en fin de mois ont été une surprise. Bien sûr, la paire EUR/CHF a globalement évolué selon le sentiment de risque mondial, la valeur refuge qu'est le franc s'appréciant au plus fort de la crise l'an dernier, et se dépréciant depuis mai 2020, les investisseurs reprenant leurs esprits animaux. Mais globalement, les mouvements ont été timides eu égard au stupéfiant flux de nouvelles (élections américaines, annonces de vaccins, etc.). On peut donc interpréter le bond de la paire EUR/CHF comme une réaction différée aux puissants moteurs macroéconomiques mondiaux (prévisions d'inflation et de croissances plus élevées) tirant les rendements des obligations et les actions vers le haut depuis début 2021. Seconde évolution surprenante, l'accélération de l'appréciation de la livre en février. Le taux de change effectif de la GBP a livré la seconde meilleure performance depuis le début de l'année parmi les principales devises, juste derrière l'AUD. La livre a profité de la hausse des prix du brut et de l'avancée vaccinale rapide, relevant les prévisions de croissance pour l'Angleterre en 2021. L'envolée de la GBP nous semble exagérée, et nous sommes neutres sur la paire GBP/USD.

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.

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.

Mars 2021 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

Nous préférons toujours les actions aux obligations

Résumé

- Politiques monétaires et fiscales expansionnistes et rendements d'obligations d'Etat toujours relativement faibles devraient pour l'heure continuer de porter les actions et les obligations d'entreprises.
- Mais les investisseurs sont à présent sous pression : le rebond des actions s'essouffle, les obligations font face à la hausse des taux, et les écarts de crédit n'aident plus à améliorer nettement le rendement.
- Malgré les multiples risques et une plus grande volatilité attendue, les actions et, dans une moindre mesure les obligations d'entreprises, sont aujourd'hui plus avantageuses que les emprunts d'Etat selon nous.

Taux d'intérêt et obligations

- Le regain d'optimisme quant aux perspectives économiques a entraîné une vente massive des obligations d'Etat à long terme et un raidissement de la courbe des rendements. Elle pourrait même se raidir encore, nous maintenons donc notre position en duration courte.
- Les obligations investment grade et high yield laissent peu de place à un creusement des écarts, les soldes de trésorerie des investisseurs étant élevés. Toute hausse des écarts sera sûrement vue comme une opportunité d'acheter des obligations d'entreprises.

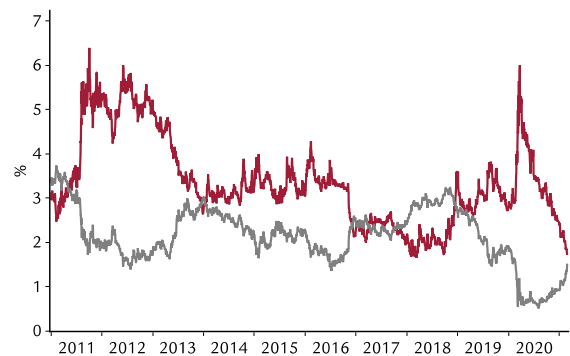
Actions

- Anticipant un large optimisme quant à la conjoncture, les actions restent chères, s'exposant davantage aux mauvaises nouvelles et à la hausse des taux d'intérêt.
- Mais les facteurs techniques sont assez robustes pour maintenir la tendance modérément haussière des actions malgré la volatilité élevée.

Un regain d'attractivité des obligations ?

Les marchés des actions ont nettement rebondi depuis leur chute de mars 2020. Il y a un an, la prime de risque sur actions était de plus de 6% (cf. graphique), notamment car le rendement des T-Bonds à 10 ans était passé à 0,5% après l'action de la Fed. Le vent a tourné depuis : rebond du marché des actions et hausse des rendements des obligations ont fait s'effondrer cette prime, à moins de 2% actuellement. Les actions restent toutefois le meilleur choix, car elles offrent aussi une meilleure protection contre l'inflation. Ajustés de ces attentes concernant l'inflation, les rendements des obligations européennes comme américaines restent plongés en territoire négatif.

Pas de plan B... Vraiment ?



— Prime de risque des actions du S&P 500
— Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans

MACROBOND

Implications pour notre portefeuille

Les investisseurs multi-asset sont face à un défi : la hausse des taux met sous pression leurs portefeuilles d'obligations et le rebond des actions semble s'essouffler. Nous préférons toujours les actions aux obligations, sans trop nous écarter de notre allocation stratégique d'actifs. Suivre le marché de près sera payant, les conditions plutôt volatiles pouvant générer des opportunités.

Swiss Life Asset Managers



José Antonio Blanco
Head Investment Management
joseantonio.blanco@swisslife.ch



Daniel Rempfler
Head Fixed Income Switzerland
daniel.rempfler@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.