

Juillet 2021

Taux d'intérêt et obligations

L'inflation décélère-t-elle assez vite ?

Etats-Unis

- Les courbes des rendements américains se sont nettement aplaties, les T-Bonds à 30 ans cédant 20 pb en juin, chutant brièvement à 1,92%, alors que l'extrémité courte se relève suite à la réunion du FOMC.
- Les projections de taux directeurs de ce dernier (« dot plot ») ont surpris les marchés, la médiane suggérant deux hausses de 25 pb chacune d'ici 2023. Cette prévision plus offensive suit une série de surprises côté inflation, la globale atteignant même 5% en mai.

Zone euro

- L'inflation étant plus modérée en Europe qu'aux Etats-Unis, les mouvements de taux ont été moins marqués. Alors que les courbes allemandes se sont légèrement aplaties en juin, le point à 10 ans est resté largement inchangé sur le mois.
- Nous voyons moins de pression sur la BCE à resserrer les conditions monétaires, et le programme de rachat d'emprunts devrait se poursuivre.

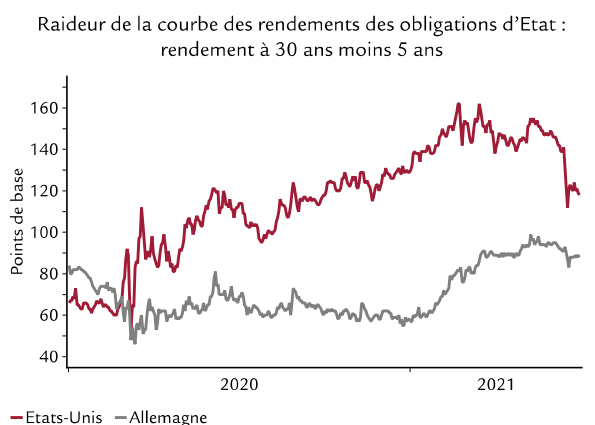
Royaume-Uni

- La réouverture totale de l'économie britannique a été reportée suite au rebond pandémique, ce qui a sûrement contribué à aplatir les courbes des rendements outre-Manche. Alors que l'extrémité courte était bien ancrée, le rendement des obligations d'Etat à 10 ans a cédé 8 pb en juin.
- La Banque d'Angleterre devrait être parmi les premières banques centrales majeures à afficher un visage plus offensif.

Suisse

- La courbe des rendements des emprunts de la Confédération s'est légèrement aplatie, cédant 5 pb à l'extrémité longue.
- Malgré la reprise relativement solide de l'économie suisse, la pression inflationniste reste faible, et l'inflation globale devrait rester sous 1% ces prochains mois. Actuellement, la BNS ne subit donc que peu de pression pour changer sa position.

Les courbes s'aplatissent, surtout aux Etats-Unis



Dans quelle mesure l'inflation est-elle transitoire et jusqu'à quand les banques centrales attendront-elles avant de passer à l'action vu le dépassement des cibles ? Voilà les deux questions qui tourmentent le plus les investisseurs obligataires. L'inflation va s'avérer temporaire, avec le pic outre-Atlantique sûrement derrière nous, mais la politique monétaire actuelle est peut-être trop lâche vu le contexte. Les banques centrales pourraient donc préparer les marchés à un resserrement progressif des conditions financières ces prochains mois. La réunion de la Fed en juin et le relèvement des projections de taux directeurs en sont un premier signe. Pour l'heure, la Fed semble maîtriser la situation, les marchés obligataires anticipant une sortie globalement ordonnée de la politique ultra-expansionniste. L'extrémité courte s'est relevée et les prévisions d'inflation à plus long terme refluent, aplatissant la courbe. Les écarts de crédit ont à peine bougé, mais si l'inflation ne ralentit pas nettement ces prochains mois, la réaction pourrait être tout autre. Sans que nous envisagions une erreur de politique par la Fed entraînant la colère obligataire de 2013, les marchés pourraient commencer à anticiper un retrait plus rapide de leur perfusion. La publication prochaine des données d'inflation et de l'emploi aux Etats-Unis éclairera la situation. Nous gardons donc un accent de duration courte et une position neutre sur le risque de crédit.

Actions

Les actions de l'UEM sur le retour ?

Etats-Unis

- De la volatilité sur le marché américain des actions en juin, mais il conclut sur une note positive. Un changement d'humeur suite à l'annonce rassurante de la Fed du maintien de sa politique monétaire actuelle. L'afflux de données économiques positives a aussi soutenu la reprise du secteur informatique, surperformant l'ensemble du marché après une période de creux.
- Le marché américain recèle encore un potentiel de hausse. Le pic de la croissance étant peut-être passé, les rendements devraient être plus modérés et volatils à l'avenir.

Zone euro

- Après une surperformance quasiment tout le semestre, les actions de l'UEM ont accusé du retard sur le marché mondial en juin. Une évolution intervenue principalement après la réunion de la Fed et signe probable d'un mouvement temporaire en faveur du marché américain.
- Mais les fondamentaux restent favorables à l'UEM : le pic de croissance économique est devant et la valorisation est nettement inférieure qu'aux Etats-Unis, alors que la dynamique des bénéfices des entreprises est similaire. La zone euro devrait donc surperformer le reste du monde.

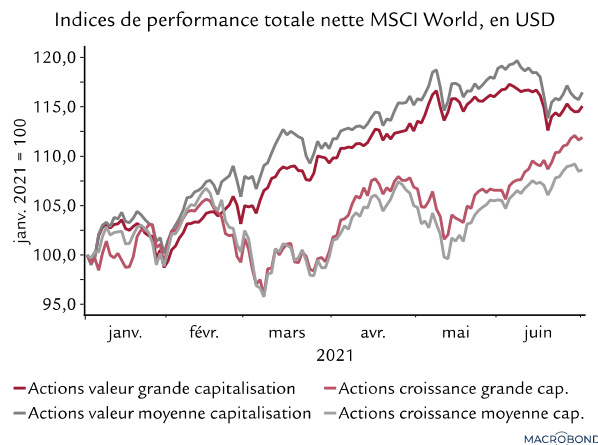
Royaume-Uni

- Le marché britannique a été en retrait du marché mondial en juin. Après l'euphorie vaccinale, net changement suite au rebond des cas de Covid et aux signes d'un poids durable du Brexit sur l'économie, alors que la Banque d'Angleterre pourrait être une des premières institutions à changer son fusil d'épaule.
- Ces questions continueront d'animer un marché qui, malgré sa valorisation plutôt avantageuse, devrait au mieux être au niveau du reste du monde.

Suisse

- Nouvelle solide performance du marché suisse des actions en juin, avec un titre de santé décisif dans la performance globale et de meilleures attentes de bénéfices des grandes capitalisations. La performance des petites et moyennes est similaire aux actions mondiales.
- Ces évolutions sont temporaires et un renversement en faveur des titres à moindre capitalisation devrait intervenir.

La valorisation prime sur la taille au 1^{er} semestre 2021



Les analystes des marchés des actions évoquent souvent que ceux-ci sont soumis à certains « facteurs ». Mais qu'est-ce qu'un « facteur », et pourquoi s'en soucier ? Au sens large, un facteur est une caractéristique commune à de nombreux titres et qui a un effet sur leur performance. Parmi les plus connus figure la capitalisation de marché (ou taille) : nombre de preuves empiriques révèlent que les petites entreprises (en capitalisation) se comportent différemment des grandes. La taille n'est qu'un facteur parmi une multitude, incluant par exemple la valorisation (« valeur » pour indiquer un titre avantageux et « croissance » pour un plus cher, mesuré p. ex. par le ratio cours/bénéfice) et « momentum ».

Faut-il se soucier des facteurs ? Oui, car ils peuvent avoir un effet décisif sur la performance et ce qui est considéré comme étant « à valeur ajoutée » par un gestionnaire de portefeuille d'actions s'explique souvent largement par un accent stratégique sur des titres aux facteurs communs. Dans le graphique ci-dessus, nous avons reporté la performance depuis début 2021 de quatre indices de facteurs mondiaux : World Large-Cap Value, World Large-Cap Growth, World Mid-Cap Value et World Mid-Cap Growth. En 2021, les titres « valeur » ont nettement surperformé les titres « croissance ». Traduction : il était jusqu'ici plus important de se concentrer sur les titres au ratio cours/bénéfice faible plutôt que d'arbitrer entre des actions ayant différents niveaux de capitalisation. Une situation typique des périodes de reprises après un choc majeur, comme celui de la pandémie en 2020. Toutefois, prévoir quand un facteur en particulier va surperformer reste ardu.

Devises

Le carry règne

Etats-Unis

- Conformément à notre estimation, l'USD s'est apprécié face à toutes les devises majeures en juin, l'inflation plus élevée que prévu, de solides données économiques et un ton plus offensif de la Fed faisant évoluer les attentes du marché quant à un resserrement de la politique monétaire.
- L'avantage du taux d'intérêt américain devrait demeurer voire se renforcer au prochain trimestre, au bénéfice de l'USD.

Zone euro

- Hormis la forte dépréciation face au billet vert, la monnaie unique a vécu un mois de juin calme, les taux de change face aux autres pays développés en Europe (Suisse, Royaume-Uni, Suède, Norvège) restant stables.
- Contrairement à la Fed, la BCE devrait persister dans sa politique monétaire ultra-expansionniste. Clairement, la dynamique économique de la zone euro va s'accélérer au 3^e trimestre, mais l'écart de production va rester bien plus large qu'outre-Atlantique, contenant les pressions inflationnistes. Nous restons donc négatifs sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- Depuis mars, la paire GBP/EUR fluctue autour de 1,60, quasi inchangée en juin.
- Avec la rapidité de la vaccination et les réouvertures anticipées, la dynamique économique du Royaume-Uni a déjà passé son pic au 2^e trimestre, alors que les risques politiques sont légion et pourraient multiplier les gros titres au 2^e semestre. La GBP devrait donc se déprécier face à l'USD et évoluer latéralement face à l'EUR au prochain trimestre.

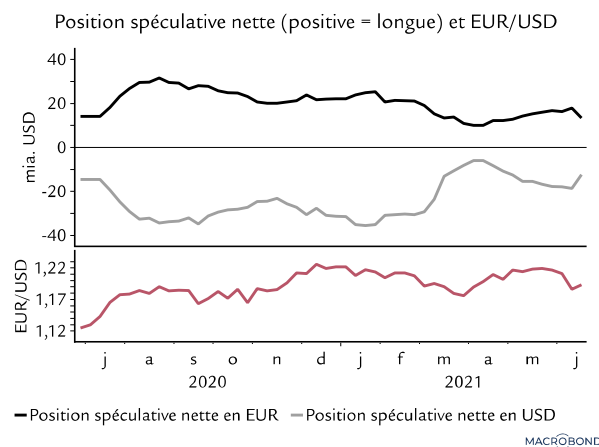
Suisse

- Notre position neutre sur la paire EUR/CHF s'est avérée juste sur les deux derniers mois, et nous la réitérons pour le prochain trimestre.
- Selon nous, le différentiel de taux d'intérêt (carry) reste trop faible pour pousser davantage la paire, malgré l'appétence au risque des investisseurs.

Japon

- En 2021, le JPY affiche la plus forte dépréciation parmi les devises des marchés développés.
- Une réalité qui va durer au prochain trimestre, l'environnement mondial favorable au risque goûtant très peu les devises à faible rendement comme le yen.

Les spéculateurs pris de court par le rebond de l'USD en juin



Juin a succédé à deux mois apathiques, et s'est caractérisé par une forte appréciation de l'USD pondéré des échanges. Notre prévision d'un USD plus fort s'est imposée, à juste titre, à savoir une évolution des attentes en matière de politique monétaire. Dans sa réunion de juin, l'US Federal Open Market Committee (FOMC) a surpris les marchés en se montrant offensif : il a relevé la projection médiane du taux directeur pour 2023 de 50 pb. Un changement radical par rapport à mars, où le FOMC ne prévoyait aucun mouvement sur les deux prochaines années en moyenne. Même si ce mouvement offensif a ensuite été tempéré par les discours des membres du FOMC, les marchés des taux d'intérêt ont réagi à ces nouvelles prévisions et aux données économiques au beau fixe en anticipant des hausses de la Fed plus tôt que prévu. Le différentiel de rendement (carry) à deux ans entre les obligations d'Etat américaines et de la zone euro a augmenté, faisant céder près de 3% à la paire EUR/USD sur le mois. Autre explication à ce rebond du billet vert, le fait que les spéculateurs étaient courts en USD avant la réunion de la Fed et ont ensuite liquidé leurs positions quand le vent a tourné en faveur de l'USD (cf. graphique basé sur les données CFTC sur les positions des investisseurs non commerciaux sur les contrats à terme). Globalement, nous maintenons fermement nos prévisions clés pour le prochain trimestre. L'avantage de carry et l'écart de production se resserrant rapidement aux Etats-Unis continueront de porter le billet vert, alors que la paire EUR/CHF évoluera latéralement du fait d'un carry stable entre la Suisse et la zone euro.

Swiss Life Asset Managers



Marc Brüttsch
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 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.