

Avril 2021

A retenir

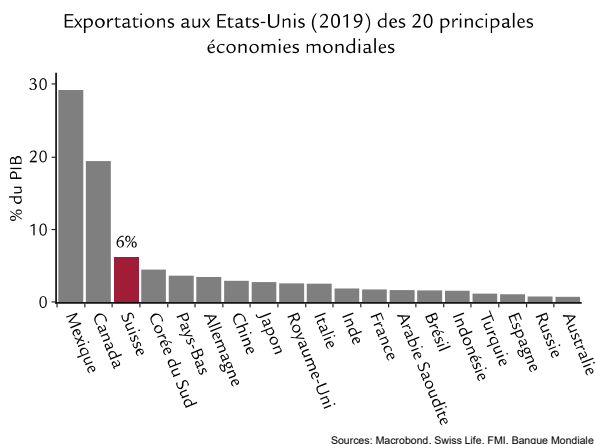
- En Europe continentale, l'accélération de la vaccination au 2^e trimestre devrait remonter le moral
- Vaccination et relance budgétaire muent les Etats-Unis en locomotive de l'économie mondiale en 2021
- Rebond temporaire de l'inflation au T2 du fait des prix de l'énergie et de la normalisation économique

Prévisions comparées

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

Les évolutions par rapport au mois précédent sont indiquées par une flèche
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 8 mars 2021

Graphique du mois



Le 11 mars, Joe Biden apposait sa signature sur un chèque de 1900 milliards de dollars en faveur de l'*American Rescue Plan*. Quelques jours après seulement, les premiers chèques étaient distribués aux ménages américains. Une partie va directement aller à la consommation, augmentant les exportations et creusant un peu plus le déficit chronique de la balance des paiements courants. La relance budgétaire américaine est ainsi un programme conjoncturel mondial. Les pays voisins en profiteront le plus, suivis des économies exportatrices d'Asie et d'Europe. La Suisse est la mieux placée ici, car ses exportations vers les Etats-Unis représentent près de 6% de sa performance économique.

Etats-Unis

La hausse des taux, un frein ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,5%	2021 : 5,7%
2022 : 3,3%	2022 : 4,0%

Aux Etats-Unis, un plan de relance en chasse un autre. Sitôt l'*American Rescue Plan* adopté (p. 1), l'administration Biden se tourne vers le *Build Back Better Plan*, dédié aux infrastructures. Ses détails étaient encore inconnus à la clôture de la rédaction. Selon la presse, il devrait être pluriannuel et doté d'environ 4000 milliards de dollars, avec comme priorité les infrastructures de transport, puis les infrastructures sociales (universités gratuites) dans un second temps. Contrairement à l'*American Rescue Plan*, les dépenses devraient être principalement financées par des hausses d'impôts, l'effet direct sur la croissance devrait donc être sensiblement plus faible. Néanmoins, « l'incontinence fiscale » associée à des prévisions de croissance nettement relevées en raison de l'avancée de la vaccination ont fait rapidement grimper les taux à long terme depuis le début de l'année. Une donnée qui pourrait notamment peser sur le secteur immobilier, qui était un pilier de croissance en 2019 et en 2020. Mais les signes d'un ralentissement sont jusqu'ici minimes dans les chiffres de l'activité immobilière. Les taux pour une hypothèque fixe à 30 ans, soit le financement standard aux Etats-Unis, restent historiquement faibles. Nous sommes toutefois prudents et avons récemment relevé moins fortement que nos concurrents les prévisions de PIB pour 2021 et 2022.

Inflation

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

Alors qu'aux Etats-Unis, les médias évoquent le démon de l'inflation, les chiffres réels sont étonnamment faibles jusqu'ici. La donne va changer au 2^e trimestre. Nous tablons sur une normalisation de la faible inflation sous-jacente: hausse des prix de l'énergie et effets de base devraient temporairement porter l'inflation globale au-delà de 3%.

Zone euro

Retour à la prudence

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 4,4%	2021 : 4,3%
2022 : 3,0%	2022 : 4,2%

A la fin du 1^{er} trimestre, les indicateurs de tendance économique ont surpris par leur forte hausse. Outre le moral des ménages en France, à son plus haut en 2021, ce sont surtout les PMI qui indiquent un dynamisme nouveau de la conjoncture dans la zone euro. Dans le secteur industriel, l'amélioration du moral des entreprises est principalement à mettre au crédit de la forte hausse des commandes reçues. En Allemagne, les résultats des enquêtes sur l'afflux de commandes issues du marché intérieur comme étranger atteignent des records. Les entreprises industrielles et les sociétés de transport qui travaillent pour celles-ci bénéficient de mesures de restriction conçues pour laisser intactes les chaînes d'approvisionnement. Mais la véritable surprise vient du secteur des services. Dans le tertiaire également, les dernières semaines voient une embellie du moral. Manifestement, certains prestataires parviennent, malgré le confinement, à orienter leur activité commerciale vers la demande toujours présente. Mais récemment, la lenteur de la vaccination dans les grands Etats membres et de nouvelles mesures de restriction ont assombri les perspectives d'un secteur des services profondément affecté.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,5%	2021 : 1,5%
2022 : 1,2%	2022 : 1,3%

Après la forte hausse de l'inflation au changement d'année, les données d'évolution des prix subissent toujours de fortes fluctuations. Selon le calendrier d'assouplissement des restrictions, les prix des services d'hébergement devraient être adaptés aux nouvelles possibilités selon les régions. Là où le confinement menace de durer, on peut s'attendre à des réductions de prix hors des périodes de soldes habituelles.

Allemagne Le vaccin comme programme

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,5%	2021 : 3,4%
2022 : 3,0%	2022 : 3,8%

L'année 2021 ne verra pas seulement la fin du mandat d'Angela Merkel. La grande coalition au pouvoir ne devrait pas rester aux responsabilités après le départ de la chancelière. Un facteur supplémentaire d'incertitude pour les entreprises et les investisseurs quant à la future orientation de la politique économique et budgétaire. La perspective conjoncturelle à court terme reste conditionnée par la lutte plutôt lente contre la pandémie et les attentes en constante amélioration de l'évolution future des affaires des entreprises. Selon l'indicateur du climat des affaires ifo et les enquêtes auprès des directeurs d'achat, le moral est nettement revenu au 1^{er} trimestre. Mais les espoirs d'une reprise risquent d'être déçus, à court terme du moins, par de nouvelles mesures de restriction. Alors que les commandes affluent dans l'industrie, des progrès rapides sur le front de la vaccination seraient le meilleur programme conjoncturel pour le secteur des services. Parmi les quatre grands Etats membres de la zone euro, l'Allemagne affiche le rythme vaccinal le plus faible. Une accélération sur ce plan est doublement importante pour les partis au pouvoir : elle aiderait à propager la reprise et à sécuriser des voix en vue des futures élections.

Inflation

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

Les indices des prix des intrants et des extrants manufacturiers continuent d'augmenter. Associée aux effets uniques comme le retour à une TVA normale et l'introduction d'une taxe CO₂, la hausse des prix de l'énergie en comparaison annuelle alimentera une hausse nette, mais temporaire, de l'inflation. Le taux d'inflation en Allemagne ira jusqu'à 3,0% d'ici fin 2021, atteignant ainsi déjà un sommet cyclique toutefois. Dès janvier 2022, l'inflation devrait reculer à moins de 1%.

France Promesse présidentielle tenue ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,3%	2021 : 5,5%
2022 : 2,9%	2022 : 3,7%

En France aussi, la vaccination piétine. En comparaison internationale, l'Hexagone ne figure pas dans les 30 pays qui vaccinent le plus rapidement. Difficulté supplémentaire, la disposition à se faire vacciner est comparativement faible dans la population française. La perspective d'une reprise économique est également troublée par la hausse rapide du nombre de cas et la nouvelle menace de surcharge du système de santé dans les régions les plus touchées. Des mesures de restriction plus strictes paraissent inéluctables, freinant un peu plus la reprise. Le PIB réel de la France ne devrait pas revenir à son niveau pré-crise avant le 2^e trimestre 2022. Une période qui coïncidera avec l'élection présidentielle. En 2017, la principale promesse d'Emmanuel Macron pendant sa campagne était de ramener le taux de chômage à 7%. Avant la pandémie, l'objectif était à portée grâce aux réformes engagées, mais jusqu'à fin 2020, le taux est remonté à 7,7%. Un détail de l'enquête de l'INSEE sur la confiance des ménages indique que la peur du chômage reste prégnante. Les mesures de soutien au marché du travail devraient être la priorité de l'agenda politique une fois l'économie rouverte.

Inflation

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

Les données mensuelles de l'inflation en France devraient aussi connaître de fortes fluctuations en 2021. Les mesures de freinage vont entraîner des périodes de soldes inhabituelles, et les prix des services devraient augmenter sur une large échelle cette année. Des attentes qui expliquent notre prévision d'inflation comparativement élevée. De plus, l'effet de base des prix de l'énergie alimentera une hausse de l'inflation annuelle. Avec 1,6% au début du 4^e trimestre, le taux d'inflation devrait avoir atteint son sommet cyclique.

Grande-Bretagne

Les vaccins redonnent le moral

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,3%	2021 : 4,6%
2022 : 4,3%	2022 : 5,8%

La Grande-Bretagne reste le leader des statistiques de vaccination en Europe et va accélérer la cadence en fin de 1^{er} trimestre, à 8000 doses quotidiennes par million d'habitants. En maintenant ce rythme, toute la population adulte devrait avoir reçu au moins une dose dès le mois de mai. Le succès de la campagne de vaccination a nettement amélioré le moral outre-Manche. Alors qu'en mars, le pays maintenait un des plus stricts confinements d'Europe, le PMI des services a surpris en évoluant nettement en territoire positif (56,8 points), et le moral des ménages s'est amélioré davantage. L'avancée de la vaccination et la baisse continue des cas et des décès quotidiens rendent réaliste le plan de réouverture progressive de Boris Johnson pour le 2^e trimestre, selon lequel toutes les restrictions pourraient être levées au plus tôt le 21 juin. Au 2^e trimestre, selon nous, la Grande-Bretagne va distancer tous les autres pays industrialisés majeurs en matière de croissance économique. Le retard à combler, au vu du faible niveau initial notamment dans le secteur intérieur, est colossal. Seul bémol, les barrières commerciales plus importantes en raison du Brexit ont fait s'effondrer les exportations en janvier. Les problèmes d'ordre douanier devraient toutefois se résoudre avec le temps, mais les carnets de commandes de l'industrie – notamment depuis l'étranger – sont bien moins remplis qu'ailleurs en Europe ou aux Etats-Unis.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,4%	2021 : 1,6%
2022 : 1,6%	2022 : 2,0%

Le confinement strict en Grande-Bretagne a de nouveau tiré les prix vers le haut. Au lieu de la hausse attendue en février, l'inflation globale est passée de 0,7% à 0,4% sur un mois, du fait notamment des prix soldés dans l'habillement. Pour 2021, nous maintenons notre prévision de hausse de l'inflation autour de 2% en raison des effets de base de fin d'année.

Suisse

Fin de la déflation

Croissance du PIB

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

Les nouvelles données à haute fréquence mesurant l'activité économique livrent des signaux prometteurs : l'indice hebdomadaire dédié (AEH) du SECO est en forte hausse depuis la semaine 8 et se situe à environ 1% au-dessus du niveau de l'an dernier. La robustesse des exportations et la réouverture des magasins en mars sont les principales raisons du chemin de croissance retrouvé. Les solides données des indices des directeurs d'achat de l'industrie des principaux marchés confirment l'environnement propice à l'activité d'exportation. Il ressort que cette année également, une part considérable des voyages d'agrément dans les mois d'été va se concentrer sur le territoire national, augurant d'un élan positif pour l'hôtellerie et le commerce de détail. Le succès de la campagne de vaccination reste décisif pour donner le tempo de la croissance ces prochains trimestres. Dans le scénario esquissé par les autorités où la population prête à se faire vacciner puisse l'être cet été, le PIB réel de la Suisse retrouverait son niveau pré-crise au 2^e semestre 2021. A court terme toutefois, les impondérables pèsent lourd dans les prévisions, des revers sur le front de la gestion de l'épidémie n'étant pas à exclure. En outre, la capacité du marché du travail à absorber l'afflux de nouveaux diplômés en cours d'année est incertaine.

Inflation

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

Après 14 mois de repli des indicateurs avancés du taux d'évolution annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation, le quatrième épisode déflationniste en 12 ans a pris fin. Plus tard dans l'année, nous tablons sur une hausse de l'inflation de 1%, soit l'exact médian de la fourchette visée par la BNS, à savoir entre 0% et 2%.

Japon

Un ministre sans doses

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,9%	2021 : 2,8%
2022 : 1,8%	2022 : 2,3%

Le Japon est la lanterne rouge des pays industrialisés en termes de vaccination. A la clôture de la rédaction, l'archipel, où les plus de 65 ans sont 36 millions, avait administré seulement 800 000 doses. Les instances d'autorisation ayant jusqu'ici agi très tardivement, seul le vaccin Pfizer/BioNTech est disponible. Le gouvernement est sous pression, car le Premier ministre Yoshihide Suga a promis de mettre à disposition suffisamment de doses pour toute la population avant les Jeux olympiques à l'été. Selon le « ministre des vaccins » Taro Kono, la campagne de vaccination devrait nettement s'accélérer dès mai grâce aux nouvelles livraisons, à l'instar de l'Europe continentale. Point positif, l'économie japonaise a bien résisté à la crise. L'hiver covid et son cortège de nouvelles restrictions ne devraient pas laisser de traces très sensibles. Les indicateurs de tendance sont en hausse timide, et sur le marché du travail, après un mois de février plutôt faible, l'embellie existant depuis octobre 2020 devrait reprendre. Une incertitude pour notre prévision du PIB en 2021 semble progressivement s'évanouir : un nouveau report des Jeux olympiques de Tokyo est écarté, même si l'interdiction du public étranger réduit à néant l'essor espéré du tourisme international. Le nombre de touristes étrangers a dégringolé de 99,7% depuis l'année record de 2019.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 0,1%	2021 : -0,1%
2022 : 0,4%	2022 : 0,5%

Le taux d'inflation passera de négatif à positif ces prochains mois, du fait notamment de la hausse des prix de l'énergie et d'effets de base. Mais la pression inflationniste reste généralement faible. Après la crise de 2020, les négociations salariales du printemps (« Shunto ») s'annoncent comme les plus calmes depuis des années. Selon nous, les taux d'inflation ne devraient pas dépasser 1%, en 2021 comme en 2022.

Chine

La croissance ne fait pas tout

Croissance du PIB

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

En janvier et février, l'industrie chinoise a continué sa solide croissance, alors que la consommation a ralenti. Les restrictions de déplacement pendant le Nouvel An chinois ont porté la production industrielle, 75% des travailleurs migrants demeurant là où ils travaillent et continuant de produire. Parallèlement, ces restrictions ont pesé sur la consommation. Après un début d'année 2021 mesuré, l'économie chinoise devrait toutefois signer une solide croissance, la consommation étant appelée à se rétablir alors que les exportations profiteront de la reprise mondiale. Toutefois, Pékin se tourne vers un chemin de croissance plus durable. En ouverture du Congrès national du Parti communiste chinois, l'objectif modéré de croissance du PIB de « plus de 6% » a été annoncé. Bien qu'elle ne soit pas plafonnée, cette cible reflète le fait que la qualité prime sur la quantité tout en laissant aux décideurs une plus grande marge de manœuvre pour les réformes. En outre, Pékin a souligné que les dépenses de R&D devraient gagner 7% d'ici 2026. Un signe que l'innovation et l'autonomie doivent être favorisées, notamment à l'égard des risques externes croissants et des tensions durables avec Washington.

Inflation

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

En février, l'inflation globale est restée à un faible niveau -0,2% (-0,3% en janvier), et la sous-jacente a légèrement crû à 0% (-0,3% en janvier). Prix élevés des matières premières et reprise de la consommation devraient ramener l'inflation en territoire positif ces prochains mois. En attendant, l'indice des prix à la production a gagné 1,7% en comparaison annuelle, atteignant son plus haut en deux ans.

Economic Research



Marc Brütsch
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



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.

Deuxième trimestre 2021

A retenir

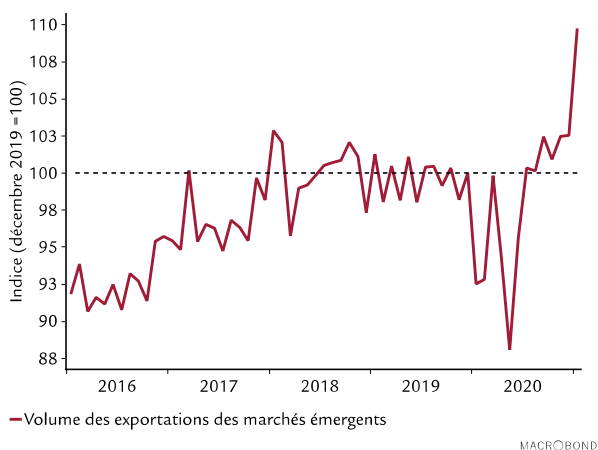
- La reprise mondiale porte les marchés émergents, mais les taux en hausse sont une difficulté
- Les considérations ESG sont précieuses pour évaluer la stabilité économique à long terme d'un pays
- En Chine, croissance de qualité et autonomie sont désormais visés, les risques externes augmentant

En un chiffre

5

A peine 5 mois après sa nomination, le gouverneur de la banque centrale turque Naci Agbal, favorable aux marchés, a été limogé. La hausse agressive du taux directeur (+875 pb) qu'il a décidée a largement profité à la lire. La nomination de son successeur Sahap Kavcioglu – opposé à ces hausses – a déçu et fait plonger la lire de plus de 15% face au dollar. La vente plus que massive des réserves de change et l'accumulation de dette extérieure à court terme ont fortement dégradé les fondamentaux économiques turcs en 2020. L'adoption d'une politique monétaire non orthodoxe relève le risque d'une nouvelle crise de la balance des paiements.

En un graphique

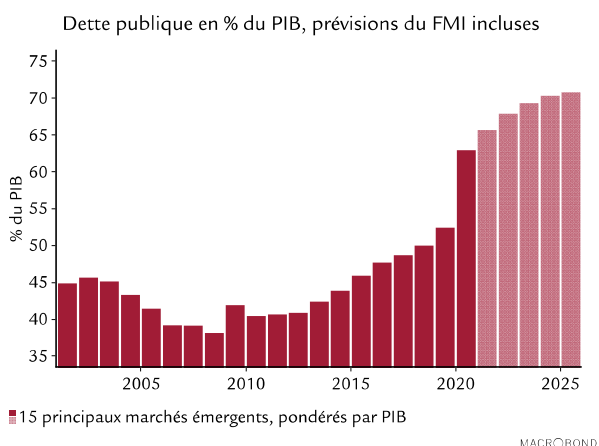


Dès fin 2020, les exportations des marchés émergents ont dépassé le niveau pré-pandémique, et ont connu un vrai boom en janvier 2021. L'avancée mondiale de la vaccination escomptée et le rebond économique aux Etats-Unis, soutenu par un plan de relance massif, devraient stimuler la demande en biens produits dans les pays émergents et porter leur reprise. Mais la lenteur vaccinale dans les principaux pays développés et les mesures de distanciation vont continuer à peser sur le secteur des services.

Les marchés émergents au défi de la hausse des taux

Perspectives améliorées et anticipations d'inflation ont porté les rendements des T-Bonds. La hausse des taux aux Etats-Unis tempère l'appétit des investisseurs pour les actifs plus risqués des marchés émergents. La vente massive des devises de ceux-ci, victimes de dépréciation généralisée face au dollar cette année, en témoigne. Des devises plus faibles et des prix des matières premières en hausse devraient porter l'inflation, incitant les banques centrales à durcir leur politique monétaire. Le Brésil, la Russie et la Turquie ont déjà augmenté leurs taux directeurs, et d'autres pays émergents ont cessé de les baisser. Le durcissement de ces conditions est une difficulté, notamment pour les économies lourdement endettées. La dette publique dans 15 pays émergents a bondi de 52% du PIB en 2019 à 63% en 2020, et selon le FMI, la hausse du poids de la dette va se poursuivre. L'endettement devrait rester gérable pour la plupart des marchés émergents, la croissance en hausse et les efforts d'assainissement budgétaire devraient leur permettre de s'en défaire progressivement. Les faiblesses budgétaires sont toutefois importantes au Brésil et en Afrique du Sud. Tous deux ont l'un des plus forts taux d'endettement exprimé en pourcentage du PIB. Avant la récession induite par la pandémie, leurs dettes croissaient depuis quelques années déjà. Parallèlement, les mornes taux de croissance sur les 5 à 10 dernières années ne devraient pas rebondir de sitôt, la possibilité de recettes pour éponger la dette colossale restera donc limitée. Une nouvelle hausse importante des taux pourrait ainsi compromettre la capacité de remboursement de ces pays.

Graphique 1 : En hausse, la dette publique des marchés émergents a bondi en 2020



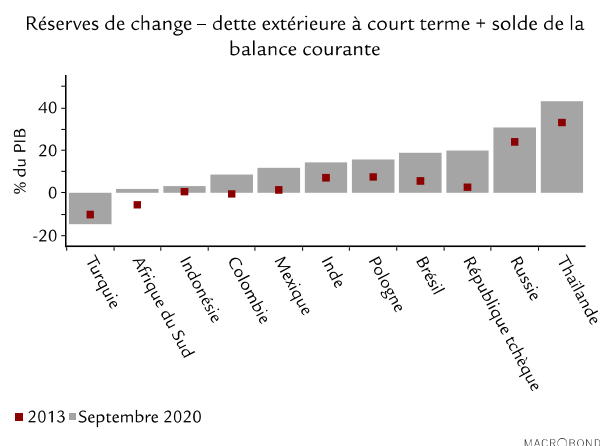
Positions externes plus solides et moindre exposition au billet vert

Outre des taux plus élevés, un billet vert qui s'apprécie sur fond de meilleures perspectives économiques américaines pose un défi aux marchés émergents recourant au financement externe. Bonne nouvelle, ils sont très nombreux à avoir renforcé leurs positions externes ces dix dernières années. Les pays émergents ont constitué des réserves de change, tandis que leur déficit courant a baissé, améliorant leur résilience face à un billet vert en hausse. Ombre notoire à ce tableau, la Turquie. Elle a consommé une large part de ses réserves pour contrer la dépréciation de la lire, sa dette externe à court terme a enflé et le solde de sa balance courante s'enfoncé un peu plus en territoire négatif. Les fragiles fondamentaux du pays associés à la forte incertitude politique et à une potentielle adoption d'une politique monétaire non orthodoxe ont considérablement relevé le risque d'une nouvelle crise de la balance des paiements (voir le chiffre du mois). Un tel événement affecterait d'autres pays émergents fragilisés.

Considérations ESG : des indicateurs de stabilité à long terme

Ces dernières années ont vu une prise de conscience aiguë de l'incidence liée aux thématiques d'environnement (E), du social (S) et de la gouvernance (G). Ces considérations axées sur le développement durable constituent un précieux indicateur de la stabilité économique à long terme d'un pays et complètent idéalement l'analyse macroéconomique axée principalement

Graphique 2 : Amélioration des positions extérieures par rapport à 2013, sauf en Turquie



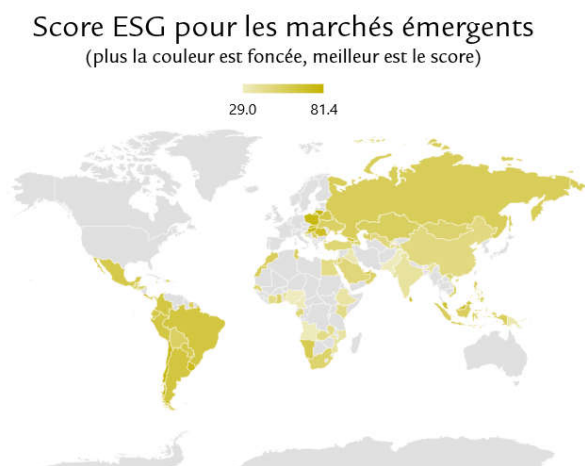
sur les variables économiques comme la dette publique, les déficits budgétaires, le solde de la balance courante et l'inflation. Un exemple : de meilleurs indicateurs sur le plan social, comme les normes éducatives ou la qualité des systèmes de santé, améliorent les conditions de vie et soutiennent la croissance économique à long terme. De plus, les indicateurs de gouvernance sont fortement corrélés au profil de crédit d'un pays. Des institutions stables et fiables contrôlent les finances et garantissent un environnement favorable aux investisseurs. Les pays moins stricts sur la corruption par exemple sont eux enclins à une mauvaise allocation des capitaux, et donc à une dégradation de leur profil de crédit. Les considérations ESG sont très importantes pour les marchés émergents, car ceux-ci affichent des fragilités liées à l'ESG plus importantes que d'autres régions. Toujours plus d'investisseurs subordonnant la capacité et le coût d'endettement à la notation ESG, ces marchés pourraient donc être plus incités à adopter des politiques plus durables. La faible corrélation des scores ESG des principaux fournisseurs de données est due aux différents facteurs considérés et à la pondération retenue. De plus, les causes sous-jacentes des évolutions de notations ne sont pas toujours traçables. Notre modèle ESG propriétaire pour ces pays est plus transparent, permet une analyse plus profonde et sert de base à notre sélection pour les produits d'investissement liés à l'ESG. Il nous permet de comparer les notations ESG entre les pays et éclaire sur le développement d'un pays sur ce point au fil du temps. A cet égard, la Turquie affiche une des dégradations les plus marquées de son score dans notre univers de 71 pays émergents. Sa notation de gouvernance chute depuis six ans, un facteur contribuant aux fragilités économiques que connaît le pays aujourd'hui. Au contraire,

le score ESG du Ghana s'est nettement amélioré, notamment sur des aspects comme l'accès aux soins ou les normes éducatives. Une évolution positive reconnue internationalement, le Ghana devenant le premier pays bénéficiant du programme COVAX de l'OMS, car il a prouvé sa capacité à établir un plan de vaccination crédible.

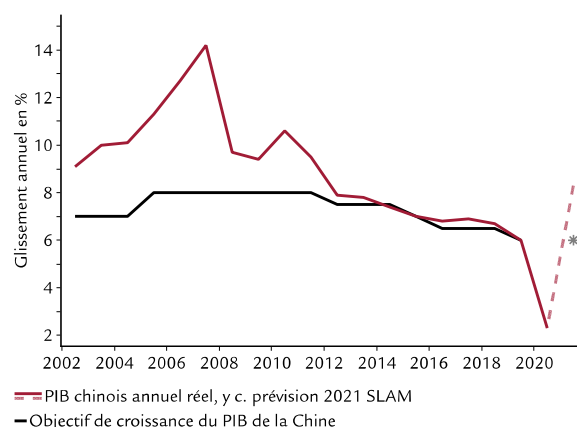
Chine : la croissance n'est pas l'unique obsession

En janvier et en février, l'activité industrielle a poursuivi sa belle tenue, mais la consommation a reculé. Les restrictions de déplacement pendant le Nouvel An chinois ont porté la première, 75% des travailleurs migrants demeurant dans les villes où les installations de production sont restées ouvertes. Ces restrictions ont parallèlement pesé sur la consommation des ménages. Après un début d'année timide, l'économie chinoise devrait tout de même signer une solide croissance cette année, la consommation se rétablissant davantage et les exportations étant portées par la reprise économique mondiale. Mais Pékin s'oriente vers un chemin de croissance plus durable. En ouverture de son congrès annuel, le Parti communiste chinois a annoncé un objectif de croissance « supérieur à 6% » pour 2021. Cette cible non plafonnée traduit la volonté du pays de revenir à une croissance de qualité, ouvrant la voie aux décideurs politiques pour leurs réformes. Pékin a ajouté que ses dépenses de R&D devraient gagner 7% d'ici 2026, signe d'une volonté de renforcer l'innovation et d'améliorer l'autonomie au vu des risques externes en hausse et des tensions toujours vives avec Washington.

Graphique 3 : Notre modèle ESG propriétaire évalue le risque ESG du monde émergent



Graphique 4 : L'objectif de croissance de la Chine pour 2021 est bien inférieur aux attentes



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



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.

Avril 2021

Taux d'intérêt & obligations

Une situation unique en son genre

Etats-Unis

- Les données économiques américaines sont en amélioration, et les indicateurs du moral regardent plus haut.
- La Fed est restée accommodante dans ses dernières réunions, ne semblant pas inquiète de la hausse des taux à long terme. Concernant la réglementation bancaire, elle a même décidé de ne pas prolonger l'assouplissement du levier de ratio supplémentaire.

Zone euro

- La zone euro est certes derrière les Etats-Unis sur le front vaccinal et reste largement soumise à une forme de confinement. Mais le climat des affaires s'améliore, et la demande contenue attend d'être libérée.
- La BCE est moins discrète quant à la hausse des rendements des obligations d'Etat et annonce une intervention en cas de durcissement des conditions financières.

Royaume-Uni

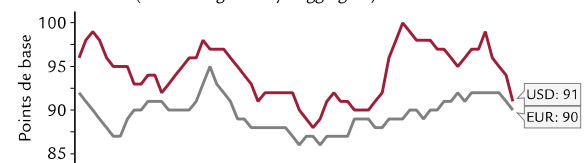
- Les données du 1^{er} trimestre brossent toujours un morne tableau économique, mais la position de leader du pays sur le front vaccinal a permis une nette amélioration d'indicateurs anticipés comme le climat des affaires et le moral des ménages.
- A l'instar de la Fed, la Banque d'Angleterre estime justifiée la hausse des rendements des obligations d'Etat, signe de meilleures perspectives de croissance.

Suisse

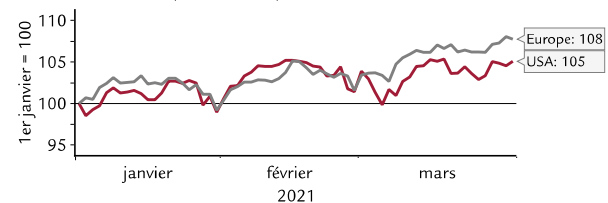
- L'activité économique repart, aidée par des restrictions moins sévères en Suisse. En mars, le PMI a même atteint son plus haut depuis décembre 2006.
- Le franc connaît une importante dépréciation depuis le début de l'année, relâchant la pression sur la BNS à intervenir sur le marché des changes.

La « reflation » n'a pas profité aux obligations d'entreprises

Ecarts de crédit (Bloomberg Barclays Aggregate)



Marchés des actions (indices MSCI)



MACROBOND

Voilà plus d'un an que la pandémie de Covid-19 s'est abattue sur le monde, l'astreignant à un confinement inédit. L'impact économique a été désastreux. Mais vu la brutalité de la chute, nous assistons actuellement à la reprise la plus rapide et la plus vaste depuis la Seconde Guerre mondiale au moins. L'inflation, longtemps vue comme un mythe antédiluvien, signera aussi son retour au 2^e trimestre 2021 et devrait dépasser 3% aux Etats-Unis, une première en 10 ans. Dès lors, quelles conséquences pour les actifs risqués ? Les écarts de crédit sont déjà très serrés, de l'ordre du rang centile de 10% du point de vue historique. Ils n'ont donc pas pu se resserrer substantiellement, même si la hausse des actions s'est poursuivie au 1^{er} trimestre 2021 (voir graphique). En mars, les écarts de crédit en USD et EUR se sont même creusés temporairement. Entretemps, le rendement des T-Bonds à 10 ans a gagné 33 pb, et celui des Bunds a perdu 3 pb. Même si nous attendons un fort élan induit par la réouverture de l'économie mondiale, quitter la table avec un gain reste la meilleure option. Nous commençons donc à retirer quelques jetons et adoptons une position plus prudente sur le risque de crédit. Nous maintenons notre duration courte sur les taux, les rendements des obligations d'Etat restant relativement faibles face aux prévisions de croissance et d'inflation. Et le potentiel de hausse est là.

Actions

Environnement volatil, tendance positive

Etats-Unis

- Les actions américaines ont sous-performé la plupart des autres marchés en mars malgré un bon rendement absolu, porté notamment par la rotation sectorielle favorisant les titres orientés valeur et pesant sur les technologiques.
- Les prévisions de bénéfices ont été revues à la hausse, considérant la tendance économique positive, et tu-toient les niveaux pré-crise.
- Ce marché devrait pouvoir continuer à croître, malgré l'environnement plus difficile, notamment face à la nouvelle hausse attendue des rendements des obligations d'Etat. Toutefois, le soutien de la politique budgétaire et monétaire continuera de porter les actions.

Zone euro

- Les actions de la zone euro ont fait mieux que la plupart des marchés en mars, venant compenser leur moindre performance de 2020, signe de la reprise mondiale et de la valorisation plus attrayante de ce marché.
- Toutefois, l'avancée chaotique de la vaccination pourrait peser sur le moral du marché. Les analystes anticipent en outre un redressement relativement lent des bénéfiques, les performances à venir devraient donc être davantage conformes au reste du globe.

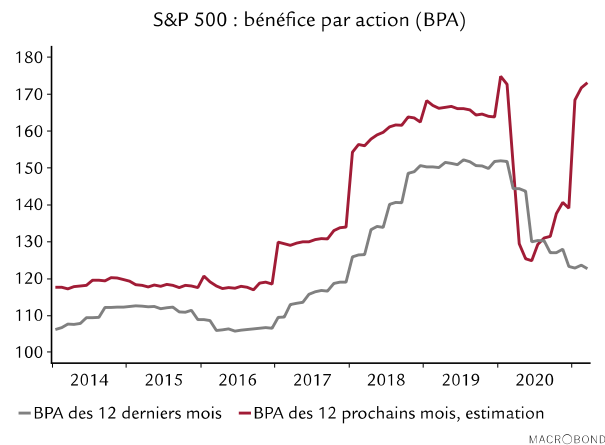
Royaume-Uni

- Après une série de faux pas, le Royaume-Uni a admirablement réussi sa campagne de vaccination. Point négatif, la reprise industrielle semble muselée, probablement du fait des barrières commerciales liées au Brexit. Globalement, depuis début 2021, les actions britanniques ont sous-performé celles de l'UEM et les américaines.
- Les bonnes nouvelles sur le front vaccinal étant déjà anticipées, ce marché devrait rester en retrait des autres.

Suisse

- De par sa nature défensive et sa valorisation généreuse, le marché suisse des actions devrait être en deçà du reste du monde. Le mois de mars a toutefois été une bonne surprise, et la dépréciation continue du franc a sûrement porté la performance.
- La tendance positive du marché mondial des actions devrait se maintenir, suggérant une sous-performance relative du marché suisse.

Les marchés regardent devant



La réaction des marchés des actions inversement proportionnelle aux bonnes et mauvaises nouvelles est souvent perçue comme contre-intuitive. Comment expliquer ce comportement d'investisseur d'apparence étrange ? Les marchés financiers regardent devant, c'est-à-dire que les prix actuels reflètent les attentes moyennes des acteurs du marché quant aux évolutions futures. En ce sens, les nouvelles ont un effet sur les cours uniquement si elles divergent des attentes. Les bénéfiques des entreprises sont un bon exemple, car ils constituent un facteur notoire affectant le cours des actions. Dans des périodes comme aujourd'hui, lorsque des facteurs exogènes (les divers «confinements» en l'occurrence) ont eu un impact significatif sur la rentabilité des entreprises, les bénéfiques antérieurs n'ont pas de sens, car le futur sera très probablement différent du passé récent. Les marchés des actions se concentrent donc sur les futurs bénéfiques, que les analystes estiment à l'aide des informations provenant des entreprises et d'indicateurs comme les prévisions économiques. Généralement, comme on le voit dans le graphique ci-dessus, les bénéfiques attendus se rétablissent plutôt rapidement et, dans le cas du S&P 500, tu-toient les niveaux pré-pandémie. C'est donc là l'explication du net redressement des marchés des actions ces derniers trimestres, mais aussi un signe que nous entrons peut-être dans une période plus difficile de ralentissement de la croissance des bénéfiques.

Devises

Le billet vert contre-attaque

Etats-Unis

- Conformément à notre estimation, l'USD s'est apprécié face à toutes les devises majeures en mars, porté par les perspectives de croissance et son avantage lié au taux d'intérêt en hausse.
- Nous tablons sur une nouvelle hausse des rendements des T-Bonds, notamment du fait de la surperformance continue et du resserrement de politique monétaire attendu plus tôt qu'ailleurs. Les marchés financiers attendent désormais quatre hausses de 25 pb du taux directeur de la Fed d'ici 2024. Ces attentes devraient préserver l'avantage de carry du billet vert et le soutenir à l'avenir.

Zone euro

- La paire EUR/USD a un peu plus pâti (-2,9% en mars) des mauvaises nouvelles sur le front vaccinal en Europe.
- Nous restons négatifs sur la paire EUR/USD et neutres sur la paire EUR/CHF pour les trois prochains mois.

Royaume-Uni

- Même si en mars, le Royaume-Uni vivait encore un des confinements les plus stricts d'Europe, la vaccination rapide a ravivé le moral des investisseurs et un rallye de la livre face à l'euro. Face à la vigueur générale de l'USD, la paire GBP/USD a perdu 1,3%.
- Les marchés ignorant globalement l'effet négatif du Brexit sur l'industrie et la livre anticipant quantité de bonnes nouvelles, la GBP devrait continuer à céder du terrain à l'USD ces trois prochains mois.

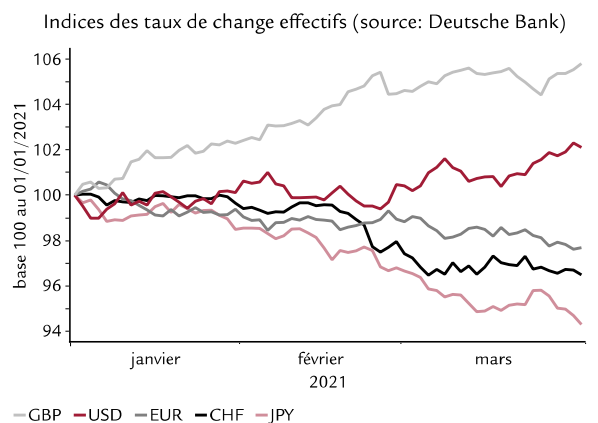
Suisse

- Le franc s'est encore déprécié en mars, dans un contexte de marché globalement friand de risque.
- Toutefois, les facteurs structurels d'un franc fort demeurent, la tendance positive de la paire EUR/CHF devrait donc cesser. Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF et positifs sur la paire USD/CHF pour les trois prochains mois.

Japon

- En mars, le JPY pondéré des échanges a connu l'une des plus fortes dépréciations parmi les principales devises.
- Nous maintenons notre estimation positive pour la paire USD/JPY, la croissance et l'inflation mondiales (reflation) étant appelées à progresser au 2^e trimestre.

La vigueur d'une devise est-elle corrélée au rythme vaccinal ?



En observant la performance des devises des principaux marchés développés depuis début 2021, un modèle intéressant émerge : en effet, elle semble refléter la progression de la vaccination dans les économies concernées. Ce n'est pas un hasard, au moins pour le Royaume-Uni. Le tempo rapide de la vaccination a notablement amélioré le moral des investisseurs, la livre pondérée des échanges gagnant 5,8% (voir graphique). Certes, nous pensons que l'économie britannique va croître plus rapidement au 2^e trimestre que toute autre économie développée, mais la livre anticipe déjà une large part de bonnes nouvelles. En attendant, notre estimation positive de l'USD, fondée sur notre prévision de surperformance de l'économie américaine et un avantage lié à la hausse de taux (carry) a été juste au 1^{er} trimestre. Certes, la vaccination rapide, l'amélioration des perspectives économiques ainsi que la hausse des rendements des T-Bonds associée ont été bénéfiques, mais la clé de voûte est clairement le plan de relance massive de Joe Biden. L'USD devrait maintenir son carry et progresser davantage. Parallèlement, les valeurs refuges CHF et JPY, à faible rendement, ont encore reculé en mars, les investisseurs étant enclins au risque. En général, l'euro, devise cyclique, profite de cet environnement. La faible performance, notamment en février et en mars, s'explique surtout par la révision à la baisse des prévisions de croissance dans la zone euro, les campagnes de vaccination tombant de Charybde en Scylla.

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.

Avril 2021 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

Regards rivés sur les rendements des obligations

Résumé

- La hausse des taux d'intérêt et les attentes d'inflation en hausse ont encore animé les marchés financiers en mars. Moins spectaculaire qu'en février, la hausse des rendements des obligations d'Etat a rendu les marchés du crédit nerveux et les écarts se sont temporairement creusés.
- Moins affectés, les marchés des actions ont toutefois connu quelques heurts. Profitant de la reprise économique, des politiques fiscales et monétaires et malgré des évaluations élevées, les actions restent plus intéressantes que les obligations. A notre avis, les marchés n'anticipent pas pleinement les risques : une protection des portefeuilles est donc de mise.

Taux d'intérêt et obligations

- La hausse des rendements des obligations d'Etat a ralenti en mars, les marchés réajustant leurs estimations de croissance et d'inflation.
- Inférieurs aux sommets passés, les niveaux de rendement actuels pourraient croître au 2^e trimestre. Les risques liés à l'effet de levier pour les obligations d'entreprises augmentent donc.
- Nous réduisons ainsi notre exposition au crédit et gardons une position en duration courte. Les obligations des marchés émergents en monnaie forte, au rapport rendement/risque meilleur que les titres des marchés développés, restent attractives.

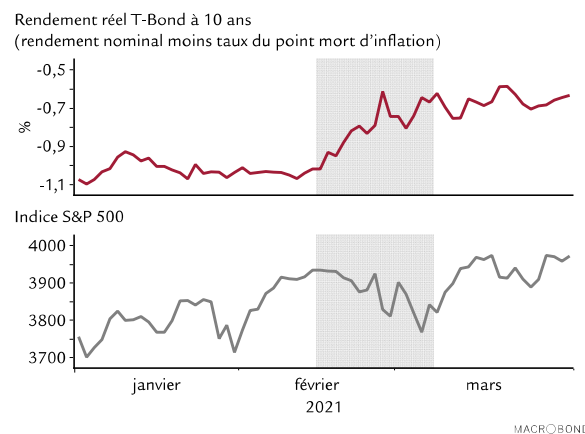
Actions

- Les actions sont chères dans l'absolu, mais intéressantes comparées aux obligations, même après la récente hausse des rendements de celles-ci.
- Elles devraient maintenir leur performance, mais nous sommes un peu plus prudents. Des taux d'intérêt plus élevés et l'anticipation d'une amélioration notable des bénéfices par les marchés signifient que ceux-ci sont devenus encore plus sensibles aux nouvelles décevantes.

Hausse des rendements d'obligations : les actions touchées ?

Ces rendements influent sur les actions, car ils fixent le coût du financement des activités de l'entreprise. Les politiques expansionnistes des banques centrales profitent souvent aux actions, alors que la hausse des rendements des obligations a plutôt l'effet inverse. Mais chaque hausse n'a pas la même incidence. Si elle résulte principalement de craintes de hausse de l'inflation, les actions peuvent l'ignorer. La hausse des rendements ajustés de l'inflation (« réels ») est un souci si les prévisions des bénéfices restent en l'état. En février 2021, la brusque hausse des rendements réels américains a ainsi attisé la volatilité des actions.

Hausse des rendements réels : effet négatif passager



Implications pour notre portefeuille

Nous préférons encore les actions aux obligations, mais les risques grandissent sur les marchés des actions. Nous avons donc légèrement réduit notre surpondération et privilégions des stratégies d'actions plus défensives. Sur le plan du revenu fixe, nous réduisons notre exposition au crédit, le remplaçant en partie par des obligations des marchés émergents en monnaie forte aux rendements plus attrayants.

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.