

Mai 2021

A retenir

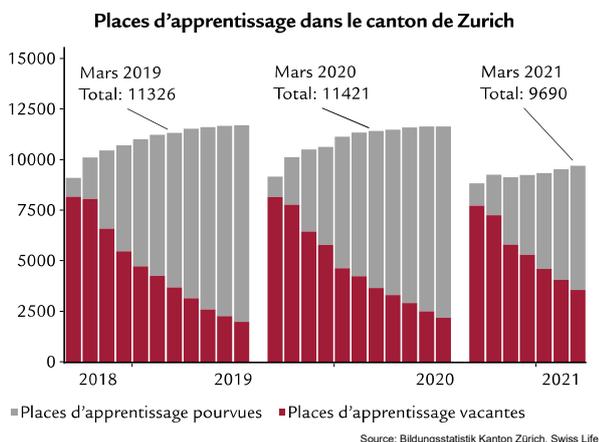
- Etats-Unis : l'épargne « excédentaire » des ménages alimente la consommation
- Zone euro : les plans d'investissement italiens attirent tous les regards
- La hausse forte, mais temporaire, des taux d'inflation, est sur toutes les lèvres

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	5,6% ↑	6,2% ↑	3,3%	4,1% ↑	2,7% ↑	2,6% ↑	2,2%	2,3% ↑
Zone euro	4,4%	4,2% ↓	3,0%	4,3% ↑	1,5%	1,6% ↑	1,2%	1,3%
Allemagne	3,5%	3,3% ↓	3,0%	4,1% ↑	2,1%	2,1% ↑	1,2%	1,6%
France	6,3%	5,3% ↓	2,9%	3,9% ↑	1,3%	1,2% ↑	1,3%	1,1%
Royaume-Uni	5,3%	5,4% ↑	4,3%	5,6% ↓	1,4%	1,6%	1,6%	2,1% ↑
Suisse	3,6%	3,3% ↑	2,2%	2,9%	0,5%	0,4% ↑	0,7%	0,5%
Japon	2,9%	2,8%	1,8%	2,4% ↑	0,1%	0,0% ↑	0,4%	0,5%
Chine	8,2% ↓	8,7%	5,4% ↑	5,5% ↑	1,4%	1,5%	2,1%	2,2% ↑

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 12 avril 2021

Graphique du mois



Contrairement aux précédentes récessions, le point de bascule cyclique est intervenu tôt concernant le chômage, en Suisse dès janvier 2021 à 3,5%. En Europe, les généreux programmes de chômage partiel ont entraîné une variation étonnamment faible du nombre de demandeurs d'emploi. D'après les indicateurs avancés, le tertiaire crée à nouveau des postes. Mais la crise devrait aussi causer des dégâts structurels sur le marché du travail, surtout dans les secteurs très affectés. De plus, jeunes diplômés et en fin de scolarité devraient pâtir de politiques de recrutement plus prudentes : dans le canton de Zurich, par exemple, le nombre de places d'apprentissage est en nette baisse cette année.

Etats-Unis

L'épargne au poing

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,6%	2021 : 6,2%
2022 : 3,3%	2022 : 4,1%

En 2021, les Etats-Unis devraient être le fer de lance de l'économie mondiale. Alors qu'en Chine, la politique freine la croissance et que l'économie européenne ploie sous le fardeau durable des restrictions, les Etats-Unis affichent une solide croissance constante depuis l'effondrement du 1^{er} semestre 2020. Le PIB devrait dépasser son niveau pré-crise dès ce trimestre, porté par une campagne vaccinale éclair et une série de plans de relance. Les ventes au détail semblent suivre le rythme des chèques de relance des ménages américains. Leur multiplication en janvier et mars 2021 a alimenté des taux de croissance respectifs de 8% et 10%. Est-ce un feu de paille? Nous ne le pensons pas. Depuis mars 2020, le taux d'épargne mensuel moyen est de 17,5% du revenu disponible, contre seulement 7,7% en 2018-2019. Depuis le début de la pandémie, les ménages américains ont accumulé une épargne « excédentaire » totale de 1900 milliards de dollars (8,9% du PIB). Même s'il est inégalement réparti et qu'une partie a été utilisée pour se désendetter ou investir, ce pécule est une véritable « munition » pour porter la consommation privée ces prochains mois. Mais une fois l'économie totalement rouverte, la vente au détail pèsera moins, et des secteurs comme le tourisme, les loisirs ou la santé profiteront.

Inflation

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

La hausse des prix de l'énergie en mars a eu plus d'effet que prévu, notamment du fait de celle des prix des services de transport. Alimenté par un net effet de base (les prix se sont effondrés en mars 2020), le taux d'inflation est passé de 1,7% en février à 2,6% en mars. Nous prévoyons une autre hausse bien au-delà de 3% au 2^e trimestre, avant une détente.

Zone euro

Les yeux rivés sur l'Italie

Croissance du PIB

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

L'accord sur le fonds de relance à l'été 2020, aux côtés des mesures de soutien de la politique monétaire et des programmes de chômage partiel des différents Etats membres, a été la clé de voûte pour limiter l'impact économique de la pandémie. C'était aussi une tentative de contrer précocement les dommages indirects comme ceux observés après la crise de 2008. Près d'un an plus tard, on constate que pour le sud de l'Europe, les pires craintes ne se sont pas matérialisées. Le chômage n'a pas augmenté dans la même mesure qu'en 2008, et la prime de risque sur les emprunts d'Etat italiens ou espagnols n'a pas nettement rebondi. Toutefois, les investisseurs suivent toujours l'Italie de près. Le gouvernement de Mario Draghi a présenté un plan d'investissement pour l'aide à la reconstruction, doté de 200 milliards d'euros. Les moyens mis sur la table représentent 11% du PIB nominal 2021 et devraient être répartis sur cinq ans, principalement dans des projets d'amélioration des soins médicaux, des infrastructures ferroviaires et de la numérisation. Des projets de rénovation écologique dans le secteur de la construction sont aussi encouragés. Madrid prévoit également de tels plans. Ces Etats vont augmenter d'environ un tiers leurs dépenses d'investissement ces prochaines années, par rapport au passé récent.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,5%	2021 : 1,6%
2022 : 1,2%	2022 : 1,3%

La hausse de l'inflation se poursuit au 2^e trimestre. Dans quatre des Etats membres de l'UEM, elle est au moins de 1,8% annuellement, soit proche ou au-dessus de la cible de la BCE. Nous prévoyons d'ici au 4^e trimestre, pour l'ensemble de la zone euro, une hausse intermédiaire du taux d'inflation à 1,8%.

Allemagne

Retour à la croissance

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 3,5%	2021 : 3,3%
2022 : 3,0%	2022 : 4,1%

Alors qu'un peu partout en Europe, l'heure est à l'assouplissement, ou tout du moins à sa perspective, l'Allemagne a récemment renforcé ses mesures. Seul l'avenir révélera l'impact de cette uniformisation des mesures à l'échelon fédéral sur la reprise économique. Au début du 2^e trimestre, les indicateurs classiques du moral des entrepreneurs affichent une belle tenue, notamment le PMI industriel qui signale un très fort rebond des commandes d'après les premières lectures, tant sur le marché intérieur que depuis l'étranger. La reprise pour les entreprises du tertiaire axées sur le marché domestique et diversement impactées par les restrictions devrait toutefois attendre encore un peu. Les chiffres officiels du PIB du 1^{er} trimestre 2021 seront présentés le 30 avril. Nous tablons sur un repli de 1,5% par rapport au trimestre précédent, soit l'exacte prévision du consensus d'après une étude de Bloomberg. Nous prévoyons toujours une hausse du PIB de 3,3% pour le trimestre en cours, une estimation étayée par des données conjoncturelles à haute fréquence. L'indice d'activité hebdomadaire (WAI) de la Banque fédérale d'Allemagne pour la semaine jusqu'au 25 avril affiche de nouveau une croissance sur une période trimestrielle mobile, une première depuis la dernière semaine de janvier 2021.

Inflation

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

En Allemagne, les analystes qui mettent toujours en garde contre l'inflation se feront à nouveau entendre ces prochains mois. En effet, le risque d'inflation dans le monde développé est à son plus haut en vingt ans du fait de la politique monétaire et budgétaire coordonnée. La hausse du taux d'inflation en Allemagne à un peu moins de 3% à fin 2021 ne sera toutefois que temporaire.

France

Politique budgétaire en perfusion

Croissance du PIB

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

La campagne française de vaccination s'amplifie : mesuré au nombre de doses administrées pour 100 habitants, l'Hexagone a rejoint le club des 30 pays à la progression la plus rapide. En comparaison européenne, des mesures strictes s'appliquent encore, mais avec des assouplissements désormais en ligne de mire. Les données de l'enquête sur le climat des affaires révèlent une situation économique étonnamment solide. Moins surprenante, la quasi-immunité de l'activité industrielle au train de mesures de ce printemps, car Paris a elle aussi veillé à maintenir intactes les chaînes de livraison. Selon une enquête de l'INSEE, le moral des entreprises industrielles est au plus haut depuis deux ans, bien au-delà de la moyenne à long terme. Mais la grande surprise est venue du dynamisme du tertiaire : selon les indicateurs avancés du PMI, le secteur s'est globalement repris en avril, une première depuis août 2020. Cette évolution limite le risque d'une forte hausse du chômage d'ici l'élection présidentielle en mai 2022. Toutefois, le maintien des exemptions dans les procédures d'insolvabilité et la coordination des prêts aux entreprises entre autorités publiques et secteur privé soulignent la nécessité de poursuivre les efforts de politique budgétaire pour lutter contre la crise.

Inflation

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

Nous maintenons inchangée notre prévision d'inflation annuelle moyenne à 1,3%. Les chiffres seront comme toujours fortement influencés par l'effet de base sur les prix de l'énergie. Il reste également difficile de mesurer avec justesse les prix dans le secteur de l'hôtellerie-restauration tant que l'offre ne peut pas être proposée dans son cadre habituel.

Royaume-Uni

L'exemple à suivre pour l'Europe

Croissance du PIB

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

La campagne britannique de vaccination s'est quelque peu essoufflée en mars, les livraisons tardant et les populations plus jeunes étant exclues du public cible du vaccin d'AstraZeneca. Cela n'enlève rien à la grande réussite de la campagne : à la clôture de la rédaction, 50% de la population avait déjà reçu au moins une dose, plus que tout autre pays d'Europe, à l'exception du micro-Etat de Saint-Marin. Courageuse, la stratégie britannique d'administrer une première dose à autant de personnes que possible le plus rapidement possible s'avère jusqu'ici payante. Les hospitalisations ont bien plus fortement reculé chez les publics âgés vaccinés en priorité que chez les plus jeunes. Avec un confinement strict, les nouveaux cas et décès se sont littéralement effondrés. La Grande-Bretagne montre ainsi aux autres pays d'Europe ce qui les attend au cours du 2^e trimestre, non seulement sur le plan médical, mais économique également. Le climat dans le secteur des services s'est encore amélioré en avril, le PMI correspondant dépose tous les autres pays européens sur place et s'établit à son plus haut depuis 2013. Cela annonce un revirement sur le front de l'emploi : en février, le taux de chômage – publié outre-Manche sous forme de moyenne trimestrielle – recule pour la première fois depuis le début de la pandémie, passant de 5,1% à 4,9%.

Inflation

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

Comme en février, l'inflation a été étonnamment faible en mars 2021 (0,7%), notamment du fait de prix des denrées alimentaires en baisse. La réouverture progressive de l'économie devrait toutefois alimenter une rapide normalisation de l'inflation – nous tablons sur un taux moyen de 1,5% au 2^e trimestre.

Suisse

Quasi-retour au niveau pré-crise

Croissance du PIB

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

Les étapes de réouverture initiées depuis mars alimentent la réaccélération de la dynamique économique intérieure, et les données économiques positives ont afflué dernièrement. Sur le marché du travail, le pic du taux de chômage à 3,5% semble avoir été dépassé dès janvier, alors que nous attendions ce point de bascule pour le mois d'avril. Nous révisons également notre prévision de taux de chômage moyen pour 2021, de 3,6% auparavant à 3,2% aujourd'hui. La crise devrait détruire moins d'emplois que prévu, un constat recoupant les observations ailleurs en Europe et s'expliquant par la réponse budgétaire massive. Des questions restent en suspens. On ne sait toujours pas dans quelle mesure le marché du travail pourra absorber les nouveaux diplômés des hautes écoles et les jeunes en fin de scolarité (cf. page 1) ou si la fin du chômage partiel fera bondir le nombre de demandeurs d'emploi. Nous prévoyons toujours que le PIB réel de la Suisse aura retrouvé son niveau du 4^e trimestre 2019 dès le 3^e trimestre 2021. Outre l'étonnante résilience de larges pans de l'économie tertiaire domestique, le secteur manufacturier profite de la forte demande de l'étranger. Comme ailleurs en Europe, le PMI industriel est proche de ses sommets historiques. Le fait que les exportations vers la Chine aient atteint un nouveau record en mars s'inscrit dans ce contexte.

Inflation

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

En Suisse aussi, le risque de hausse de l'inflation anime le marché. Au 1^{er} trimestre, le volume de recherche du terme « inflation » mesuré par Google a atteint son plus haut depuis 2011. En effet, le taux d'inflation ira jusqu'à 1,0% d'ici décembre 2021. Selon nous, il s'agit d'une hausse temporaire, notamment alimentée par la hausse des prix de l'énergie et la demande accumulée.

Japon

Troisième état d'urgence

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,9%	2021 : 2,8%
2022 : 1,8%	2022 : 2,4%

Au Japon, plusieurs préfectures ont à nouveau déclaré l'état d'urgence, car les nouveaux cas augmentent nettement depuis mars. Cette troisième vague est particulièrement problématique, car l'immunité de la population âgée est largement insuffisante. La vaccination avance à pas de fourmi et le variant dit indien, présumé plus problématique, a été détecté sur le sol nippon. A l'instar de ses homologues européens, le gouvernement japonais a révisé ses objectifs de vaccination, mais dans les circonstances actuelles – manque de personnel et de vaccins – celui d'avoir vacciné fin juillet au moins les populations les plus âgées apparaît de plus en plus ambitieux. Cette évolution fait peser un risque baissier sur notre prévision de PIB, qui après un repli au premier trimestre, table sur une solide croissance au deuxième. Les indicateurs de mobilité, relativement bien corrélés à ceux de la consommation, ont nettement reculé en avril après un rapide rebond février-mars. L'industrie demeure la principale lueur d'espoir : les commandes, notamment depuis l'étranger, ont nettement progressé en avril, et contrairement à l'Europe et aux Etats-Unis, les difficultés d'approvisionnement semblent moins peser sur la production. Selon la dernière enquête auprès des directeurs d'achat, les délais de livraison et prix des intrants ont progressé moins fortement qu'ailleurs.

Inflation

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

Après six mois de déflation, un relâchement côté prix se dessine depuis avril. Des effets de base positifs de l'énergie et le yen plus faible y ont contribué, ainsi que le revirement sur le marché de l'emploi, alimentant une légère hausse des prix à la production pour les prestataires de services. La hausse sera toutefois modeste et nous prévoyons que l'inflation atteindra un sommet cyclique de seulement 0,8% en décembre 2021, avant de faiblir en 2022.

Chine

Mutation des relais de croissance

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 8,2%	2021 : 8,7%
2022 : 5,4%	2022 : 5,5%

L'économie chinoise a progressé de 18,3% au 1^{er} trimestre. Un record qu'il convient toutefois de contextualiser, car c'est une comparaison avec la très faible base de l'an dernier lorsque Pékin ordonnait un confinement généralisé face au pic épidémique. La croissance en comparaison trimestrielle suggère en revanche une dynamique qui reflue. Cet affaiblissement progressif s'explique par deux facteurs principaux. Primo, les restrictions de déplacement lors du Nouvel An en février, visant à contenir une nouvelle flambée des cas, et secundo, la normalisation de la politique budgétaire et monétaire, pesant sur les investissements. La croissance chinoise devrait reprendre de la vigueur ces prochains trimestres. De meilleures conditions de marché du travail, une épargne excédentaire et une moindre incertitude quant à la pandémie devraient porter la consommation ces prochains mois. Les ventes au détail de mars ont nettement progressé, dépassant les prévisions du consensus. En parallèle, la reprise de l'économie mondiale va soutenir les exportations chinoises. Les investissements, principal moteur de croissance en 2020, devraient en revanche faiblir, car le gouvernement chinois vise à contenir les risques financiers et à limiter l'octroi de crédits, notamment au secteur immobilier lourdement endetté.

Inflation

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

En Chine, l'inflation a légèrement augmenté en mars, passant de 0,3% à 0,4%. L'inflation sous-jacente affiche également une dynamique positive, car les prix des services culturels et billets de vols intérieurs ont grimpé, signe d'une reprise de la demande de consommation. Les prix à la production ont fortement accéléré, à 4,4%, portés par les cours élevés des matières premières, mais ils devraient refluer au deuxième semestre.

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, 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.

Mai 2021

Taux d'intérêt & obligations

L'inflation n'est que passagère

Etats-Unis

- L'activité économique accélère aux Etats-Unis grâce à la vaste relance budgétaire et à l'avancée de la vaccination.
- La Fed réitère sa position accommodante et considère l'inflation comme globalement passagère malgré de premiers signes de surchauffe dans certains secteurs, tels l'immobilier ou les prix des matières premières.

Zone euro

- Bien que le moral remonte en Europe, le Vieux Continent est à la peine sur le front vaccinal et connaît toujours des mesures de restriction, retardant la reprise de l'économie.
- Conformément aux annonces, la BCE a renforcé son programme de rachat d'obligations pour maintenir des conditions financières favorables.

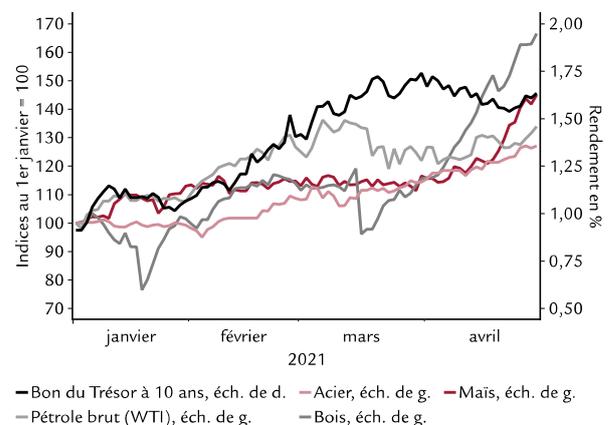
Royaume-Uni

- Les PMI continuent leur hausse progressive dans le secondaire et le tertiaire, tandis que les ventes au détail s'emballent avec la levée des restrictions.
- La Banque du Canada a été la première grande banque centrale ayant annoncé réduire la voilure de ses rachats d'actifs. La Banque d'Angleterre pourrait annoncer une mesure similaire vu l'accélération attendue de la reprise.

Suisse

- Comme ailleurs en Europe, la Suisse vaccine lentement, mais rouvre rapidement son économie, portant le PIB très près de ses niveaux pré-crise.
- La BNS ne devrait pas modifier sa politique monétaire sur la période à venir, les prix à la consommation étant censés sortir d'une phase déflationniste pour revenir à la marge en territoire positif.

Pression inflationniste accrue, rendements en baisse en avril



Nous entrons dans une phase où nous devrions voir la plus forte croissance économique annuelle – ou pour citer un ancien président américain – « la plus formidable » de notre existence. Même si un vaste effet de base l'explique, les comparaisons des données d'activité économique en mois glissant affichent des améliorations progressives. Sans surprise, les actifs risqués sont prisés. Le S&P 500 bat record sur record quasiment chaque jour et les écarts de crédit sont fermement ancrés, se resserrant en avril de 5 pb et 3 pb, respectivement en EUR et USD. Toutefois, la BCE intensifie son programme de rachat d'actifs, car l'inflation, passagère quand elle existe, se fait attendre. A moins d'avoir besoin de céréales, de bois de charpente ou d'acier (cf. graphique). Le seul actif majeur à contre-courant de la reflation est le bon du Trésor à 10 ans, cédant 12 pb, tandis que le rendement du Bund allemand gagnait 4 pb en avril. Mais du fait de la hausse de 83 pb du T-Bond à 10 ans depuis le début de l'année, c'est sûrement davantage une consolidation qu'un revirement de tendance. Nous réaffirmons donc notre position en duration courte, mais la réduisons. Nous sommes plus défensifs sur le risque de crédit, les valorisations étant élevées et les caractéristiques risque/rendement de la classe d'actifs défavorables.

Actions

Une pause pour réfléchir

Etats-Unis

- La rapidité de la vaccination et le plan d'infrastructure sur lequel planche l'administration Biden devraient porter un peu plus la reprise économique. Une bonne nouvelle pour les bénéficiaires, mais la valorisation élevée du marché devient un problème, les investisseurs exigeant des entreprises des résultats excellents plutôt que simplement bons.
- Les marchés sont toujours indécis quant à l'inflation et aux taux, et sont nerveux à la moindre hausse des rendements obligataires. Bien que le marché américain des actions devrait surperformer, les risques ont selon nous augmenté dans une mesure non pleinement anticipée.

Zone euro

- Après un très bon début d'année, la dynamique des actions en UEM a quelque peu fléchi.
- Ce marché reste moins cher qu'outre-Atlantique, la reprise des bénéficiaires est plus lente et les perspectives mitigées. La récente appréciation de l'EUR, phénomène que nous jugeons temporaire, est sûrement en cause (cf. page 3).
- La lenteur de la vaccination dans la région et les incertitudes liées à l'horizon politique en Allemagne et en France desservent le marché, qui devrait sous-performer son homologue américain.

Royaume-Uni

- La vaccination et, dans une moindre mesure, la hausse du prix des matières premières ont porté le marché britannique des actions.
- La majorité des bonnes nouvelles est toutefois anticipée désormais, et la croissance attendue des bénéficiaires des entreprises fait pâle figure face à d'autres marchés. Le marché britannique devrait perdre de l'élan et signer une performance similaire à la zone euro, mais inférieure au marché américain en devise locale.

Suisse

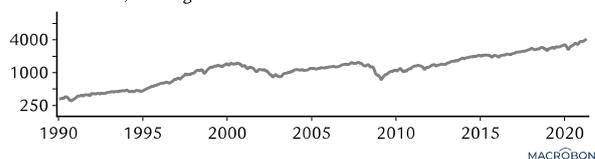
- Le caractère défensif du marché suisse des actions a entraîné une nette sous-performance depuis le début d'année. Il a également pâti de mauvaises surprises dans le secteur financier.
- Les actions suisses sont désormais moins chères, mais à moins que le marché déprime sévèrement, il ne devrait pas se distinguer à court terme.

Importance et limite de la valorisation

S&P 500, ratio cours/bénéfice (P/E), moyenne à long terme incluse



Indice S&P 500, éch. log.



Il est souvent question de valorisation des marchés des actions. Que recouvre cette notion ? Et pourquoi ne peut-on pas l'exploiter pour trouver le bon moment pour entrer ou sortir du marché ? Investir dans des actions, c'est en réalité acheter une part des bénéfices futurs de l'entreprise. Donc, pour estimer le « juste » prix d'une action ou d'un marché d'actions, les investisseurs doivent estimer ces bénéfices futurs. Une tâche ardue, car la vie d'une entreprise n'est pas un long fleuve tranquille. Des produits et services en vogue peuvent devenir obsolètes, l'entreprise peut développer de façon inattendue une solution exceptionnelle source de profits considérables, etc. Une vaste incertitude est donc consubstantielle à l'estimation des futurs bénéfices, et différents investisseurs pourront avoir des opinions aux antipodes à leur sujet. Les valorisations, équivalant peu ou prou à la valeur actuelle des bénéfices futurs, varieront notablement selon les estimations des investisseurs. Ainsi, les marchés remarquent les valorisations seulement quand elles sont extrêmes. Même dans ce cas, d'expérience, un très long moment peut s'écouler avant que les investisseurs réagissent, p. ex. lors de la « bulle Internet » au tournant du millénaire (cf. graphique). La raison à cela ? Souvent, les investisseurs s'entichent du potentiel des entreprises et oublient de vérifier si le prix d'achat de l'action traduit une évolution réaliste des futurs bénéfices. A l'époque, le potentiel de nombreuses start-up Internet était surestimé, un cas de figure pouvant se reproduire de nos jours pour la mobilité électrique et l'informatique par exemple. Outil puissant d'évaluation des risques et opportunités, la valorisation est déconseillée pour fixer un point d'entrée ou de sortie du marché.

Devises

Faiblesse fugace du billet vert

Etats-Unis

- Effet miroir en avril par rapport à mars : l'USD a cédé du terrain à toutes les principales devises, y compris celles des marchés émergents, à l'exception de la roupie indienne.
- Un mouvement induit par la modération des rendements des T-Bonds, que nous considérons comme temporaire. L'USD devrait résister à l'EUR et au CHF grâce à son substantiel avantage lié au taux d'intérêt.

Zone euro

- En avril, la monnaie unique a refait son retard face à l'USD. L'accélération de la vaccination en Europe a certainement favorisé la position plus constructive des investisseurs à l'égard de l'EUR.
- Mais la zone euro restera à la traîne de la reprise, les niveaux pré-crise restant hors de portée pour la plupart des pays membres cette année, et les largesses monétaires étant appelées à durer à moyen terme. Nous restons donc négatifs sur la paire EUR/USD.

Royaume-Uni

- En avril, évolution plutôt latérale de la GBP face à l'USD, mais en correction face à l'EUR après un très fort rallye cette année, alimenté par une rapide amélioration de la conjoncture britannique.
- Les bonnes nouvelles sont pour nous largement anticipées, et la GBP devrait céder du terrain à l'USD en mai et juin.

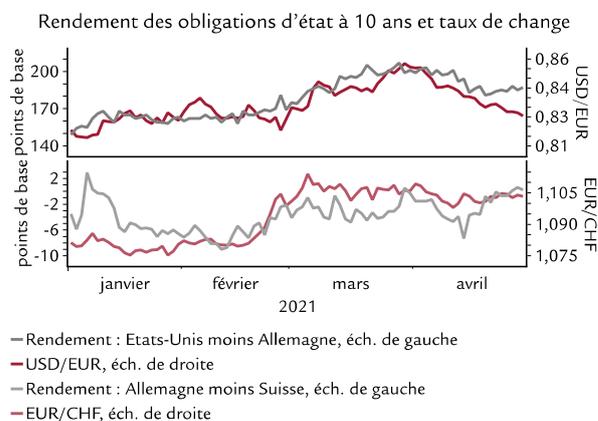
Suisse

- Peu de mouvement de la paire CHF/EUR en avril, les marchés financiers étant entre deux eaux, ni enclins ni réticents au risque.
- Notre position neutre sur l'EUR/CHF était donc juste, nous la maintenons pour mai et juin. Toutefois, nous attendons une nouvelle dépréciation face à l'USD, écho à la vigueur générale du billet vert.

Japon

- En avril, le JPY s'est apprécié face à l'USD, mais moins que l'EUR et le CHF.
- 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.

Différentiel de rendement : moteur du change à ce jour



MACROBOND

Le lectorat assidu de cette publication se rappellera notre inversion de position sur l'USD, de négative à positive dès décembre 2020, largement à contre-courant du consensus pour un long moment, mais qui a porté ses fruits au 1^{er} trimestre 2021. En phase avec la hausse du différentiel de taux d'intérêt (le carry), l'USD a gagné 4% face à l'EUR sur la période (cf. graphique). Les différentiels de rendement pour les échéances plus longues ont aussi influencé les mouvements du taux de change EUR/CHF depuis début 2021. Ce carry redevient une clé du marché des changes, et nous pensons que cela perdurera. Hélas, les rendements des obligations d'Etat ont été contraires à notre prévision d'avril, ceux des T-Bonds reculant malgré un flux continu de données économiques positives et la pression inflationniste accrue. Les différentiels de rendement se sont donc resserrés, affaiblissant l'USD. Une phase transitoire selon nous, et nous maintenons notre prévision d'un dollar plus vigoureux en mai et juin. Même si la conjoncture en zone euro va accélérer au 2^e trimestre, l'écart de production de l'UEM restera bien plus négatif qu'aux Etats-Unis, et la pression inflationniste bien inférieure. Nous pensons donc que le scénario pré-pandémique pourrait se répéter, à savoir une BCE engluée près de la limite basse, dans l'incapacité de relever son taux directeur malgré le regain de l'économie globale, tandis que le monde anglo-saxon voudra à un moment sortir de cet ultra-expansionnisme. A cet égard, la Banque du Canada a avancé ses pions la première en annonçant une réduction de ses rachats d'actifs lors de sa réunion de politique monétaire d'avril.

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.

Mai 2021 – Third-Party Asset Management

Allocation d'actifs

Vision positive, mais plus prudente pour les actions

Résumé

- La hausse des craintes d'inflation et celle des rendements obligataires en résultant impactent les marchés.
- A long terme, les taux d'intérêt devraient augmenter ces prochains mois, mais un sursaut spectaculaire est peu probable à notre avis.
- Les marchés des actions suivent la reprise et cette classe d'actifs liquide est la plus intéressante vu les rendements obligataires relativement faibles. Toutefois, les risques s'accroissent selon nous, et la prudence est de mise.

Taux d'intérêt et obligations

- Un mois plutôt calme pour les rendements des obligations d'Etat, en légère baisse ou stables suivant la devise. Le débat sur l'inflation se ravivant, les rendements devraient augmenter à court terme, quoique de manière limitée.
- Les écarts de crédit ont évolué dans une fourchette resserrée. Les niveaux actuels serrés sont peu rémunérateurs, mais le risque d'un creusement immédiat est limité. Nous maintenons inchangée notre exposition au crédit, mais optons pour une durée plus courte que celle de l'indice de référence.

Actions

- En avril, les actions se sont renchériées sur fond de hausse du marché.
- L'attractivité de cette classe d'actifs liquide plus intéressante que d'autres faiblit; l'exposant davantage à une hausse des rendements obligataires ou à une déconvenue côté bénéfiques ou croissance.
- Nous sommes donc plus prudents, même si les actions devraient surperformer les obligations à court terme.
- La volatilité implicite a également baissé le mois dernier, signe d'un appétit limité des investisseurs pour couvrir leur exposition en actions.

Sell in May and go away?

Un célèbre adage veut que l'investisseur avisé réduise sa part d'actions en mai et revienne à l'automne. Mais qu'en est-il dans les faits ? Dans le graphique ci-dessous, le mois de mai affiche un rendement faible, mais positif, sur les 20 dernières années. Même en été, difficile de dire qu'une force négative et systématique est à l'œuvre, la moyenne étant nettement biaisée à la baisse par des années de crise spécifiques. Mark Twain le concluait avant nous : « Octobre : c'est un des mois particulièrement dangereux pour spéculer sur les actions. Les autres sont juillet, janvier, septembre, avril, novembre, mai, mars, juin, décembre, août et février. »

Rendement mensuel des marchés des actions mondiaux

MSCI World – Rendement mensuel net en devise locale												
Moyenne	janv.	févr.	mars	avril	mai	juin	juil.	août	sept.	oct.	nov.	déc.
2021	-0.8%	2.6%	4.2%									
2020	-0.3%	-8.1%	-12.8%	10.5%	4.7%	2.4%	3.4%	6.3%	-2.9%	-3.1%	12.0%	3.5%
2019	7.2%	3.3%	1.6%	3.8%	-5.7%	5.9%	1.2%	-1.9%	2.3%	1.9%	3.2%	2.3%
2018	3.8%	-3.5%	-2.3%	1.9%	1.3%	0.3%	3.1%	1.3%	0.7%	-6.8%	1.2%	-7.9%
2017	1.3%	3.1%	1.0%	1.2%	1.5%	0.0%	1.4%	0.1%	2.3%	2.5%	1.6%	1.1%
2016	-5.4%	-1.5%	5.3%	0.9%	1.8%	-1.3%	4.1%	0.4%	0.2%	-0.7%	2.6%	2.8%
2015	-0.5%	5.9%	-0.4%	1.0%	1.3%	-2.9%	2.5%	-6.7%	-3.5%	7.9%	0.6%	-2.2%
2014	-3.2%	4.2%	0.2%	0.7%	2.2%	1.4%	-0.8%	2.6%	-1.0%	1.1%	2.9%	-0.8%
2013	5.4%	1.5%	2.7%	2.8%	1.4%	-2.4%	4.7%	-2.1%	3.7%	4.0%	2.2%	2.1%
2012	4.3%	4.7%	1.8%	-1.5%	-6.8%	4.3%	1.3%	2.0%	2.1%	-0.5%	1.5%	1.9%
2011	1.9%	2.9%	-1.3%	2.3%	-1.3%	-1.6%	-2.7%	-6.8%	-6.1%	8.5%	-1.3%	0.6%
2010	-3.6%	1.9%	6.5%	0.3%	-7.6%	-4.2%	5.7%	-3.4%	7.0%	2.8%	-0.3%	5.7%
2009	-7.1%	-9.0%	6.4%	10.3%	5.6%	-0.1%	7.4%	3.7%	3.1%	-2.2%	3.1%	3.7%
2008	-8.4%	-1.7%	-2.1%	6.1%	1.6%	-8.2%	-1.8%	1.2%	-10.8%	-16.4%	-6.1%	1.0%
2007	1.8%	-1.2%	1.5%	3.5%	3.4%	-1.0%	-3.1%	-0.1%	3.0%	2.1%	-4.3%	-0.8%
2006	3.2%	0.3%	2.4%	0.9%	-4.4%	0.5%	0.6%	2.6%	1.8%	3.1%	1.1%	2.6%
2005	-1.0%	2.5%	-1.0%	-2.3%	3.6%	1.7%	3.8%	0.1%	3.3%	-1.9%	4.2%	2.2%
2004	-1.7%	1.8%	-0.9%	-0.4%	0.2%	2.1%	-2.9%	0.2%	1.3%	1.2%	3.3%	3.3%
2003	-3.7%	-1.6%	-0.5%	8.3%	4.2%	2.1%	2.8%	2.4%	-1.6%	5.4%	0.7%	4.5%
2002	-2.0%	-1.0%	4.0%	-4.6%	-1.1%	-7.7%	-8.4%	0.2%	-11.0%	7.4%	5.3%	-6.4%
2001			-4.8%	7.0%	-0.7%	-2.5%	-2.1%	-6.2%	-8.9%	2.5%	6.2%	1.1%

Source : Bloomberg, Swiss Life

Implications pour notre portefeuille

Les actions restent plus attractives que d'autres classes d'actifs liquides. Mais vu la très bonne performance jusqu'ici en 2021, il est prudent de réduire notre part d'actions, les attentes de bénéfiques étant plus difficiles à satisfaire. Avec la hausse des rendements à court terme et des écarts de crédits déjà serrés, nous réservons des liquidités dans l'attente d'opportunités inédites et plus intéressantes.

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.