

Juin 2021

## A retenir

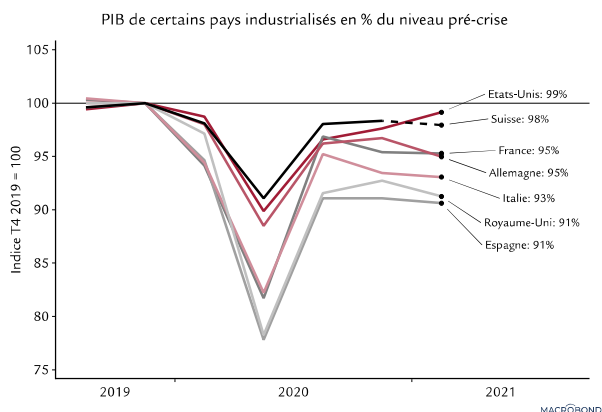
- Etats-Unis : une pression salariale nettement accrue
- Zone euro : contrairement aux années suivant 2009, la politique budgétaire a eu un effet procyclique
- Suisse : retour à la normale pour le tourisme d'achat également

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches  
Source : Consensus Economics Inc., Londres, 10 mai 2021

## Graphique du mois



Long et rigoureux, et comme prévu, l'« hiver covid » n'a toutefois pas dégradé l'économie comme au printemps 2020. Entre octobre 2020 et mars 2021, la performance économique de la plupart des pays industrialisés a stagné voire légèrement reculé, probablement en Suisse aussi. Les Etats-Unis affichent eux le plus fort dynamisme. Les PIB américain et suisse ont frôlé leur niveau pré-crise dès le 1<sup>er</sup> trimestre 2021, et devraient le dépasser au second. Les pays européens, en périphérie notamment, en sont encore très loin et évoluent moins bien qu'attendu au 1<sup>er</sup> trimestre. Nous avons donc revu légèrement à la baisse nos prévisions pour la zone euro.

## Etats-Unis

### Le spectre de l'inflation rôde

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,8%	2021 : 6,6%
2022 : 3,3%	2022 : 4,2%

Avec le rétablissement rapide de l'économie américaine, les attentes des marchés financiers quant à la performance se sont accrues, et les déceptions s'accroissent dernièrement. Les ventes au détail reculent ainsi légèrement en avril, mais ce n'est pas inquiétant vu la hausse rapide enregistrée depuis le début de l'année (environ 15%). Surprise sur le front de l'emploi : au lieu du million attendu, seuls 266 000 emplois ont été créés en avril, et le taux de chômage est passé de 6,0% à 6,1%. Ironiquement, cette faible croissance de l'emploi pourrait être imputée à des difficultés à recruter. Les entreprises américaines indiquent qu'il est difficile de trouver les bonnes personnes, le sous-indicateur correspondant de l'enquête NFIB auprès des PME atteignant en avril un sommet historique. Un signe que les profils des demandeurs d'emploi des secteurs en crise sont de moins en moins adaptés aux secteurs en essor. Par ailleurs, les subventions fédérales temporaires aux allocations chômage peuvent pour l'heure décourager certains de revenir sur un marché offrant des salaires pré-crise. Conséquence, la pression salariale a nettement augmenté en cinq mois, dans le commerce de détail et l'hôtellerie-restauration notamment.

#### Inflation

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

L'inflation américaine s'est emballée en avril, passant de 2,6% à 4,2%, bien au-delà des prévisions. La hausse des prix de l'énergie et des biens, notamment des véhicules d'occasion, l'explique. De nombreuses augmentations de prix sont cycliques (une forte demande qui va rencontrer une offre encore limitée après les réouvertures) et devraient être temporaires. La politique monétaire va se concentrer sur les prix des services et les salaires, en croissance nettement plus lente depuis le début de l'année.

## Zone euro

### De nettes différences avec 2009

#### Croissance du PIB

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

De prime abord, la reprise économique mondiale semble prendre le même chemin que les années suivant la crise financière. Comme il y a 12 ans, la reprise dans l'UEM reste plus lente qu'outre-Atlantique, qu'en Suisse ou que dans de grandes parties de l'Asie de l'Est. Mais c'est précisément en zone euro que la situation actuelle est loin d'être comparable avec 2009. Cette fois-ci, le choc exogène n'a pas entraîné de crise de la dette bancaire et publique sur les marchés nationaux européens. La réaction coordonnée des politiques fiscale et monétaire a empêché une forte hausse du chômage dans tous les pays membres. En mars 2021, le taux de chômage était de 8,1% en zone euro, très loin du pic de 12,1% enregistré au plus fort de la crise de la dette européenne. De plus, ce taux est déjà orienté à la baisse, une tendance qui devrait se poursuivre avec la réouverture des secteurs des services. Pour le 2<sup>e</sup> trimestre, nous prévoyons une croissance du PIB de 2,1% par rapport au précédent. Contrairement à 2009, les bases de croissance à moyen terme sont posées : si à l'époque, les programmes d'austérité freinaient la reprise, les vastes plans d'infrastructures des prochaines années auront un effet procyclique.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,6%	2021 : 1,7%
2022 : 1,3%	2022 : 1,3%

Actuellement, 7 des 19 pays membres de l'UEM affichent une inflation de 1,8% ou plus. Conséquence, les voix mettant en garde contre une hausse durable de l'inflation se multiplient. Pour comprendre cette récente évolution, il faut savoir que plus de deux tiers du taux d'inflation actuel de 1,6% sont le fait de l'énergie et des denrées alimentaires. Selon nous, il est peu probable que la hausse générale des prix à la consommation se reproduise.

## Allemagne

### Les producteurs paient le prix

#### Croissance du PIB

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

Quand Berlin a tiré le frein d'urgence fin avril, l'incidence (cas de Covid-19 sur 7 jours glissants) dépassait 100 dans 15 des 16 Etats-régions allemands. Un mois plus tard, hormis la Saxe et la Thuringe, tous étaient repassés sous ce seuil et ont commencé à rouvrir les boutiques et les terrasses des restaurants. En parallèle, l'Allemagne voyait des progrès constants sur le front de la vaccination. D'autres étapes de réouverture devraient suivre et améliorer le PMI des services, actuellement à 52,8 points, et donc à nouveau au-dessus de son niveau d'août 2020. Pour le trimestre en cours, nous maintenons donc notre prévision d'un net rebond de l'activité économique. Elle suivra un repli du PIB au 1<sup>er</sup> trimestre plus fort qu'attendu (-1,8%). Sans surprise, la consommation des ménages a particulièrement pesé sur la croissance pendant les mois d'hiver. Ainsi, fin mars, le PIB était encore inférieur de 4,9% à son niveau du 4<sup>e</sup> trimestre 2019. Notons un regain de dynamisme (+2,5%) de la production industrielle en mars, après des replis en janvier et février. La hausse encore plus marquée des commandes suggère également que les producteurs continuent de faire face à des difficultés de livraison. Une hypothèse confirmée par le nouvel allongement des délais de livraison dans le PMI industriel de mai.

#### Inflation

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

Les difficultés mondiales d'approvisionnement et les effets de base ont dopé les prix. En avril en Allemagne, l'inflation des prix à la production a atteint 5,2%, un sommet depuis août 2011, notamment du fait des prix de l'énergie et des biens de production tels la ferraille et le bois. Une évolution qui devrait finalement aussi porter la montée temporaire de l'inflation des prix à la consommation en 2021.

## France

### L'inflation intéresse moins

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 6,3%	2021 : 5,5%
2022 : 3,0%	2022 : 3,9%

L'économie française a moins souffert que son homologue outre-Rhin, bien que les restrictions au début de la seconde vague en automne aient été comparables. Les prestataires de services en particulier se sont montrés inventifs pour proposer leur offre aux clients. Le commerce en ligne, plutôt boudé jusqu'alors, s'est largement développé. Un généreux plan de soutien a permis d'alimenter la demande intérieure au 1<sup>er</sup> trimestre 2021, robuste en comparaison européenne. La consommation des ménages et les investissements d'équipement des entreprises ont tous deux favorisé la croissance du PIB, à 0,4% : un chiffre conforme à notre prévision, et nettement supérieur à celle du consensus. Conséquence, les révisions à la hausse des prévisions de PIB en 2021 se sont multipliées dernièrement. Toujours dans notre scénario relativement optimiste, nous estimons que la situation ne va pas continuer de se dégrader sur le front de l'emploi et que le tourisme estival souffrira moins de l'absence des hôtes étrangers qu'en 2020. Les sondages d'opinion dans tous les secteurs de l'économie française confirment notre hypothèse, à savoir que la dynamique économique a nettement accéléré au 2<sup>e</sup> trimestre.

#### Inflation

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

D'après Google Trends, le volume de recherche aux Etats-Unis du terme « inflation » a atteint un record en mai. En France, ce même indicateur recule de 50% par rapport au mois record précédent datant d'octobre 2004. Contrairement à la situation en Allemagne, les taux de TVA inchangés ne dopent pas la hausse des prix à la consommation. Ainsi, le taux d'inflation dans l'Hexagone ne devrait pas dépasser 2% en 2021.

## Royaume-Uni

### Vaccination puis croissance éclair

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,4%	2021 : 6,0%
2022 : 4,3%	2022 : 5,4%

La performance économique britannique a reculé au 1<sup>er</sup> trimestre 2021, certes moins que prévu (-1,5% en glissement trimestriel), mais elle est en deçà de celle de la plupart des pays industrialisés après l'hiver covid. Seule l'Espagne affiche un écart avec son PIB pré-crise supérieur à la Grande-Bretagne (respectivement 9,4% et 8,7%). Ces mauvais résultats sont dus en partie au confinement strict, mais aussi à une interprétation plus restrictive des comptes nationaux, notamment pour les services publics qui ont été touchés par des fermetures. Vu le faible point initial et le dynamisme de la réouverture, la Grande-Bretagne signera la plus forte croissance trimestrielle de toutes les économies développées au 2<sup>e</sup> trimestre. Notre prévision actuelle est de 3,6%, avec du potentiel. Les chiffres publiés jusqu'ici le confirment : le royaume compte parmi le cercle très restreint des économies (dont les Etats-Unis) où le PMI des services est supérieur à 60 points depuis avril. En mars 2021, en comparaison trimestrielle glissante, des emplois ont été créés, une première depuis le début de la pandémie. Le chômage est lui passé de 4,9% à 4,8%. La reprise rapide et le rythme vaccinal devraient éclipser les problèmes structurels comme l'évolution pous-sive des exportations et l'épreuve du feu de la politique intérieure que constitue la poussée indépendantiste écossaise.

#### Inflation

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

En avril 2021, l'inflation est passée comme prévu de 0,7% à 1,5%. C'est le fruit de la hausse des prix de l'énergie et la normalisation de ceux des biens et services à la suite des étapes de réouverture. Contrairement aux Etats-Unis et à l'Allemagne, l'inflation en 2021 en Grande-Bretagne devrait être sous l'objectif de 2% de la Banque d'Angleterre, en raison de l'importante lacune de production.

## Suisse

### Retour du tourisme d'achat

#### Croissance du PIB

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

Le 1<sup>er</sup> juin, le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) publiera sa première estimation du PIB pour le 1<sup>er</sup> trimestre 2021. Nous anticipons un repli de 0,4% par rapport au trimestre précédent. Comparée à la prévision médiane de -0,9% dans une enquête de Bloomberg menée auprès de treize instituts, notre estimation est optimiste. Nous nous appuyons sur les observations suivantes : l'indice relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) du SECO s'est rétabli au milieu du 1<sup>er</sup> trimestre et se situe désormais au-dessus des valeurs de 2020. L'ouverture des magasins en mars a dynamisé la vente au détail, qui s'est envolée de 22% par rapport au mois précédent. La reprise de la production industrielle s'est poursuivie au 1<sup>er</sup> trimestre et les exportations vers la Chine ont signé des records. A moyen terme, l'économie d'exportation suisse profitera des programmes d'infrastructure américains et en Europe méridionale. A court terme, le cap est mis sur la croissance. Nous attendons une hausse de 1,7% du PIB ce trimestre. Le retour à la normalité signifie, depuis mi-mai, un retour du tourisme d'achat. Les ventes dans l'alimentaire, les boissons et les produits du tabac dans les magasins du sud du voisin allemand ont déjà retrouvé leur niveau pré-crise. La menace d'une annulation des Jeux olympiques de Tokyo plane sur notre prévision, car elle entraînerait des pertes de recettes pour l'organisateur, à savoir le CIO, qui a son siège en Suisse.

#### Inflation

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

En avril, les prix à la consommation ont atteint 0,3%, mettant fin à la quatrième phase déflationniste depuis 2008. Ces prochains mois, nous attendons une nouvelle hausse, notamment portée par des prix plus élevés dans l'hôtellerie-restauration et les voyages à l'étranger. Le pouvoir de fixation des prix du commerce de détail reste limité par les nouvelles entrées et les offres des deux côtés de la frontière.

## Japon

### Un Premier ministre impopulaire

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 2,5%	2021 : 2,8%
2022 : 2,0%	2022 : 2,6%

La situation de Yoshihide Suga, le Premier ministre de l'archipel, est guère enviable : sa cote de popularité est en effet au plus bas depuis sa nomination en septembre 2020. Le Japon se débat toujours avec une troisième vague (ou une quatrième, c'est selon), le bilan s'alourdit et la vaccination décolle à peine en raison de lourdeurs administratives d'autorisation des vaccins. En termes d'avancée de la vaccination, l'archipel accuse trois mois de retard sur les pays d'Europe continentale, qui n'ont pas particulièrement brillé. Le vaccin de Pfizer a longtemps été le seul disponible, ceux de Moderna et d'AstraZeneca n'ont été autorisés que le 20 mai, un prérequis à l'accélération de la vaccination avant les Jeux olympiques. Une grand-messe sportive qui reste d'ailleurs sous le feu des critiques publiques. Le gouvernement cherche à susciter l'enthousiasme, alors que la population, interrogée, préfère un nouveau report voire une annulation. Un pareil scénario (plutôt improbable) ferait bien sûr peser un risque baissier sur notre prévision de PIB, que nous avons dû récemment réviser à la baisse vu les chiffres du 1<sup>er</sup> trimestre (-1,3%), en deçà des attentes. En cause, un recul surprenant des investissements des entreprises, qui devrait toutefois demeurer une exception cette année, car les projets d'investissement ne devraient pas changer.

#### Inflation

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

Alors que partout rôde le spectre de l'inflation, les chiffres japonais ont déçu, entraînant une révision à la baisse de nos prévisions pour 2021. En avril, l'inflation est négative (-0,4%) en raison de tarifs de télécommunications mobiles en net repli. Ce séjour en territoire négatif est probablement unique au monde. Nous voyons des taux plus élevés, de l'ordre de 0,5% à 0,7%, seulement en fin d'année.

## Chine

### La vaccination accélère

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 8,2%	2021 : 8,7%
2022 : 5,4%	2022 : 5,6%

La Chine vaccine désormais à tour de bras. Au 25 mai, jour de référence, 36,6 doses pour 100 habitants étaient administrées. La hausse du nombre de cas dans les pays asiatiques voisins devrait entraîner des efforts accrus ces prochaines semaines. L'économie intérieure chinoise s'est rétablie bien plus vite qu'en Europe et dans l'Amérique du Nord. Dans le graphique en page 1, le PIB de la Chine serait déjà à 106,9% de son niveau pré-crise. En conséquence, l'élan donné à la croissance par la demande contenue et la hausse de l'épargne semble déjà légèrement faiblir. La reprise de la demande européenne devrait insuffler un plus grand dynamisme à la production et au commerce extérieur. La conjoncture intérieure devrait toutefois freiner, notamment car Pékin vise à contenir les risques financiers et à limiter l'octroi de crédits, notamment au secteur immobilier lourdement endetté. Notre prévision de croissance du PIB reste de 8,2% pour 2021, en deçà de celle du consensus. Contrairement aux années suivant la crise financière, l'impulsion donnée par les marchés émergents à l'économie mondiale reste relativement faible. Des pays comme la Chine profitent bien plus des programmes d'infrastructure américain et européen sous forme d'effets d'aubaine.

#### Inflation

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

L'inflation a continué d'augmenter en avril, passant de 0,4% à 0,9%. Les prix à la production ont augmenté bien plus fortement, ils sont supérieurs de 6,8% à l'année précédente. Les producteurs chinois ne semblent pas en mesure de répercuter la hausse des prix des matières premières sur les consommateurs, un potentiel signe d'une concurrence accrue. Le rôle actuel de la Chine dans le cycle conjoncturel ne semble pas être celui d'une locomotive, mais plutôt d'un observateur des prix.

## 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 Fleer**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fleer@swisslife.ch



### Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

**France** : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels.

**Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.



Juin 2021

## Taux d'intérêt & obligations

L'inflation n'est que passagère

### Etats-Unis

- Evoluant dans une fourchette en mai, les T-Bonds à 10 ans ont plongé après des données décevantes sur le front de l'emploi, avant de remonter, les chiffres d'avril signalant une hausse de l'inflation à 4,2%, un sommet inédit depuis plus de 10 ans.
- La Fed maintient sa position accommodante, soulignant sa vision d'une inflation passagère. Mais le marché évoque de plus en plus une réduction de la voilure, vu les craintes actuelles d'inflation.

### Zone euro

- A mesure que la campagne de vaccination accélère en Europe, les indicateurs du moral s'améliorent, relevant les taux d'intérêt, les Bunds à 10 ans gagnant ainsi 5 pb supplémentaires.
- La BCE maintient son rythme soutenu de rachat d'actifs, mais semble s'habituer à des taux d'intérêt gouvernementaux plus élevés.

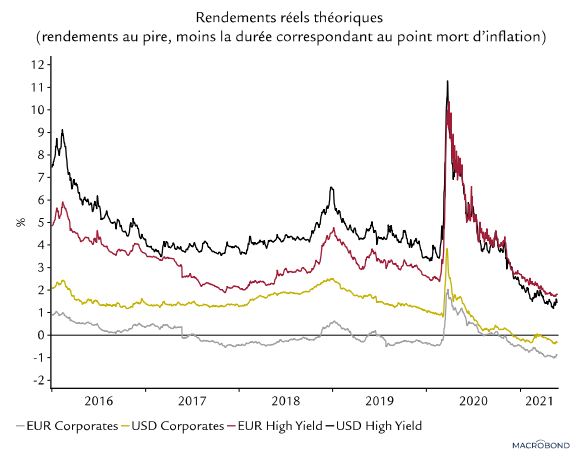
### Royaume-Uni

- Les PMI accélèrent et les données brutes suggèrent une envolée des ventes au détail.
- Insensibles à cette dynamique de croissance en accélération, les gilts à 10 ans évoluent dans leur fourchette depuis fin février.
- Les derniers chiffres d'inflation devraient donner plus de temps à la Banque d'Angleterre pour maintenir sa politique accommodante.

### Suisse

- L'inflation globale reste relativement faible (hausse annuelle des prix à la consommation d'à peine 0,3% en avril), mais les emprunts de la Confédération à 10 ans ont légèrement augmenté dernièrement.
- Inflation et stabilité des prix vont main dans la main, la BNS ne devrait donc pas modifier sa politique monétaire.

### Déprime des taux d'intérêt réels



Les écarts de crédit d'entreprise dans le monde tutoient des plus bas inédits, malgré la détérioration de la qualité globale et la durée moyenne plus longue des nouvelles émissions. En mai, ils ont même cédé 3 pb de plus pour les titres en USD, et leurs homologues en EUR remontent à la marge (+2 pb). Les rendements obligataires à long terme, bien que nettement supérieurs au début d'année, restent relativement timides par rapport à la croissance économique et aux chiffres de l'inflation, comme en témoigne le repli continu des taux réels (taux d'intérêt moins inflation). Adeptes de la méthode Coué pour l'inflation passagère, les banques centrales justifient ainsi une relance monétaire sans précédent qui phagocyte les rendements pour les investisseurs obligataires : les taux réels des emprunts d'entreprises libellés en euros s'établissent à -1,65%, et -0,87% outre-Atlantique. Même ces titres affichent des rendements négatifs après inflation, et à durée égale, les titres en EUR et USD à haut rendement livrent une faible rémunération, respectivement 1,8% et 1,7%. Le potentiel de resserrement des écarts étant limité et face à la nouvelle hausse des taux, nous maintenons la durée et la position courtes sur le risque de crédit.

## Actions

L'inflation effraie le marché américain

### Etats-Unis

- En mai, le marché a été rythmé par les craintes d'inflation. Une nervosité quelque peu apaisée fin mai par la Fed et des données suggérant une moindre pression sur ce front.
- Malgré la volatilité causée par ces craintes, la forte rotation liée à la tendance de la numérisation, favorisant les entreprises plus modestes et cycliques et délaissant les grandes, a continué de marquer le marché.
- Même si ce dernier est moins enjoué qu'au 1<sup>er</sup> trimestre, nous pensons qu'il va continuer à croître, sa forte valorisation limitant toutefois le potentiel de hausse.

### Zone euro

- Le marché des actions de l'UEM a surperformé le reste du monde en mai.
- C'est le signe d'une meilleure valorisation, d'un plus grand potentiel de rattrapage économique et de moindres risques d'inflation de cette économie face à l'américaine.
- Les risques spécifiques demeurent, notamment la lenteur de la vaccination (quoiqu'en amélioration) et ses conséquences économiques. Mais le rythme d'amélioration est bon, le marché des actions de la zone euro devrait donc afficher une performance au moins comparable au reste du monde.

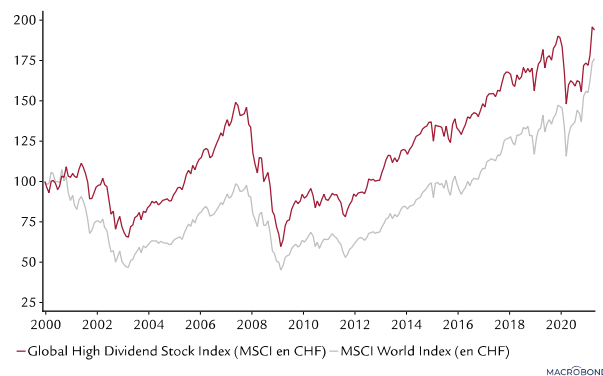
### Royaume-Uni

- Belle tenue du marché britannique en mai également.
- L'économie a déjà mangé son pain blanc, fruit de la vaccination, et les tensions politiques actuelles desservent le sentiment global.
- Toutefois, les perspectives britanniques sont bonnes et comparables aux américaines. La valorisation du marché britannique étant bien inférieure à l'américain, il devrait continuer d'afficher des performances au moins similaires au marché mondial.

### Suisse

- Un joli mois de mai pour le marché suisse des actions.
- Sa nature défensive et la forte valorisation des quelques grandes capitalisations dominantes suggèrent toutefois une probable sous-performance à l'avenir, sauf correction mondiale.
- Les capitalisations petites et moyennes, plus cycliques, devraient mieux évoluer.

### Le retour des titres à fort rendement du dividende ?



Ces titres ont longtemps été prisés des investisseurs en actions plus défensifs. L'association d'un revenu en dividende plutôt stable et d'entreprises capables et désireuses de verser des dividendes élevés, ayant tendance à être plus matures, est intéressante pour les investisseurs privés notamment. En réalité et à long terme, ces titres ont surperformé les actions « normales » et ont été moins volatiles (voir graphique). Mais les dernières années ont été douloureuses, ces titres ayant en moyenne largement sous-performé le marché dans son ensemble. Les raisons sont très nombreuses. Citons par exemple l'impact révolutionnaire de la numérisation sur de nombreux secteurs de l'économie, favorisant les entreprises tournées vers la croissance, habituellement peu généreuses en dividendes. Plus récemment, ceux-ci ont été nettement réduits, les entreprises bénéficiant d'aides publiques durant la pandémie ayant été empêchées d'en verser. En 2021, ces actions à dividende élevé ont affiché une performance conforme ou supérieure au marché. Parmi les nombreuses raisons à cela, citons la valorisation très élevée des entreprises orientées croissance et la plus grande volatilité du marché, à un niveau supérieur aux dernières années. La nature plus défensive des actions à dividende élevé et leur rendement attractif (même relativement au marché obligataire) suggère un retour probable de cette stratégie d'actions.



## Devises

Le billet vert toujours en appréciation d'ici fin 2021

### Etats-Unis

- Malgré une surprise à la hausse de l'inflation, la Fed a réussi à apaiser les craintes du marché quant à une intervention précoce.
- Le dollar devrait toutefois s'apprécier au 2<sup>e</sup> semestre et les représentants de la Fed tenir un discours plus offensif ces prochaines semaines.
- Le consensus ne partage pas cette opinion, mais celle-ci est en phase avec notre vision de l'économie américaine comme locomotive de l'économie mondiale.

### Zone euro

- Egalement à rebours du consensus, notre vision d'un euro cessant son appréciation face à l'USD ou au CHF.
- La zone euro est 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

- Evolution latérale de la GBP face à l'EUR après une appréciation notable début 2021 grâce au tempo de vaccination britannique.
- Selon nous, les bonnes nouvelles de la reprise économique sont déjà largement anticipées.
- Les risques liés aux évolutions post-Brexit ou les appels à un second référendum sur l'indépendance en Ecosse ne sont pas négligeables.

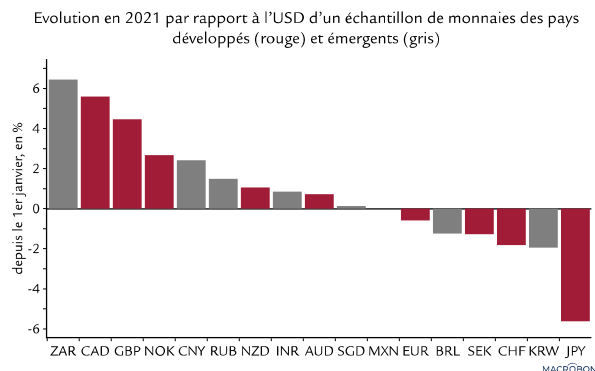
### Suisse

- Nous restons neutres sur la paire EUR/CHF. Contrairement à la majorité des analystes, nous doutons du potentiel d'appréciation notable de l'euro, vu le différentiel de taux d'intérêt et la position souple de la BCE.
- Toutefois, nous attendons une nouvelle dépréciation du CHF face à l'USD, écho à la vigueur générale du billet vert.

### Japon

- Parmi les principaux importateurs nets de matières premières, le Japon et le yen sont jusqu'ici en deçà de la plupart des autres devises (voir graphique).
- Nous maintenons notre estimation positive pour la paire USD/JPY, la croissance mondiale étant appelée à s'améliorer jusqu'en juin.

### Les devises liées aux matières premières en vue en 2021



Généralement, nous analysons le différentiel de taux et l'évaluation de la politique des banques centrales, qui y est étroitement liée, pour établir les prévisions sur les marchés des changes. Jusqu'ici en 2021, la hausse des prix des matières premières porte au moins autant le marché que les différentiels de taux. Le graphique ci-dessus indique que généralement cette année, la devise d'un exportateur net s'apprécie face à l'USD, alors que les importateurs nets voient l'effet inverse. L'appréciation de la livre sterling fait exception, car elle est probablement l'ondulatoire de la dépréciation antérieure liée au Brexit. Nous sommes positifs sur l'USD depuis décembre 2020, ce qui nous distingue du consensus préférant l'euro face au billet vert et au franc suisse. Malgré l'effet intéressant de l'évolution du marché des matières premières, le différentiel de taux d'intérêt, ou *carry*, restera la force motrice du marché des changes. Même si la zone euro va accélérer au 2<sup>e</sup> 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. Pour en juger, nous invitons nos lectrices et lecteurs à suivre les déclarations de la Fed ces prochaines semaines, à l'affût d'une rhétorique offensive.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



#### Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

**France** : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.

## Allocation d'actifs

### Résumé

- Inflation et hausse des rendements ont continué de perturber les marchés financiers en mai, attisant la volatilité.
- Selon nous, les rendements devraient timidement progresser, mais il n'y a pas de raison suffisante d'adapter notre position moins impulsive sur l'inflation.
- Le débat sur celle-ci a pesé sur les actions, mais elles ont pu se rétablir en fin de mois. Peu de chance de hausse donc, mais nous recherchons toujours des moyens de participer, les risques s'accroissant.

### Taux d'intérêt et obligations

- Mai a rimé avec volatilité pour les rendements, avec de fortes fluctuations autour des niveaux de fin avril.
- Les rendements vont augmenter de façon incrémentale à court terme, les taux réels étant très bas, mais nous n'attendons pas de bond significatif.
- Notons un resserrement des écarts de crédit, quoiqu'à un rythme très mesuré. Peu de valeur à tirer des niveaux actuels, mais pour l'heure, le risque d'un fort creusement semble relativement faible.
- Notre exposition au crédit demeure inchangée, tout comme notre duration plus courte que les marchés dans les portefeuilles.

### Actions

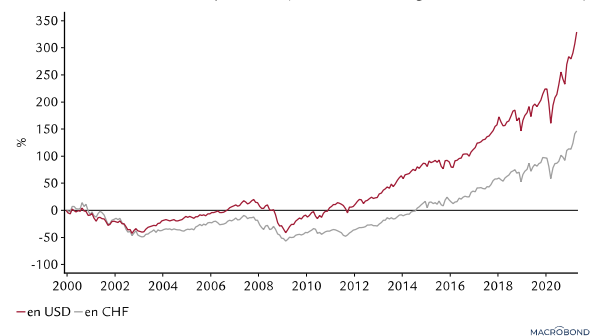
- Mai a rimé avec volatilité pour les actions. Seul le ton apaisant de la Fed a permis de ramener le calme et de retrouver des rendements positifs.
- Malgré la nervosité croissante, les actions restent plus intéressantes que d'autres classes d'actifs liquides. La valorisation absolue élevée est toutefois une épée de Damoclès au-dessus des marchés.
- Nous restons prudemment positifs, car en l'absence de meilleures alternatives et grâce au soutien budgétaire et monétaire, les actions devraient pour l'heure surperformer les obligations.

### Devises : une ignorance périlleuse ?

L'exposition aux taux de change est inhérente à l'investissement mondial et bien que l'aspect devise soit rarement mentionné, il est capital de l'envisager dans la composition d'un portefeuille. Comme l'indique le graphique, la différence entre les rendements (cumulés) dans deux devises alternatives peut être considérable.

### S&P 500 : rendement total en USD et CHF

S&P 500 : rendement total depuis 1999 (source : Bloomberg, calculs de nos services)



Les investisseurs avertis s'accordent sur la couverture systématique de l'exposition aux devises des instruments à revenu fixe. Mais les opinions sur la façon de gérer le risque de change divergent bien plus. Pourquoi ? Car les actions sont plutôt volatiles, et l'impact de l'évolution des devises tend à « disparaître » derrière les fluctuations des cours. Mais à y regarder de plus près, ignorer l'exposition aux devises induit fréquemment un risque plus élevé.

### Implications pour notre portefeuille

Les actions restent peu concurrencées par d'autres classes d'actifs liquides et les rendements légèrement plus élevés ne changent pas en substance la situation. Nous maintenons donc notre surpondération résiduelle en actions face aux obligations, tout en gardant des liquidités.

## 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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)

#### **Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich**

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi ou utilisé les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, nous ne pouvons toutefois nous porter garants de son contenu et de son exhaustivité et déclinons toute responsabilité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions

**France** : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, 75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne, Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells St, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.