

Février 2021

A retenir

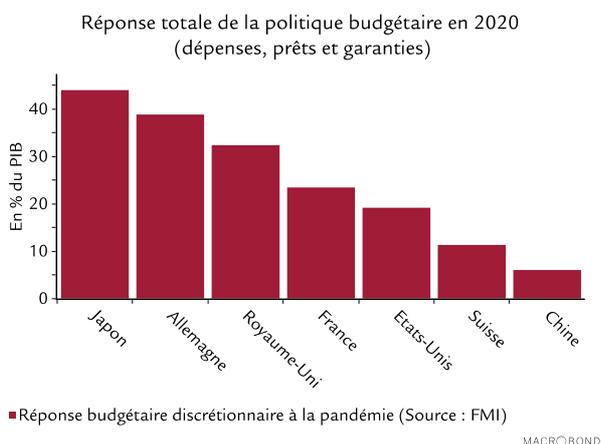
- Avec le début des campagnes de vaccination, 2021 marque le début de la fin de la pandémie
- Après la Chine, les Etats-Unis et la Suisse seront les prochaines économies à retrouver leur niveau pré-crise
- La torpeur de l'économie mondiale limite actuellement les risques à la hausse pesant sur l'inflation

Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches
Source : Consensus Economics Inc. Londres, 11 janvier 2021

Graphique du mois



Une quantité d'argent inédite a été dépensée ou réservée pour des mesures de politique fiscale afin de gérer la crise actuelle. En Suisse, la relance fiscale en 2020 est 20 fois supérieure au montant dépensé lors de la crise financière de 2008, et ce facteur est de 10 en Allemagne. Selon les conclusions venues du Japon, le montant annoncé des plans de relance tend, avec le recul, à exagérer les dépenses effectivement engagées. Cela étant, l'ampleur de la réponse fiscale discrétionnaire à la pandémie reste immense. Politiques fiscale et monétaire étant à l'unisson, les risques d'inflation à long terme sont aujourd'hui bien plus marqués qu'au cours des 20 dernières années.

Etats-Unis

Un mur de dollars

Croissance du PIB

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

Comme prévu, les données économiques américaines ont molli fin 2020. En décembre, de nouvelles restrictions ont fait reculer l'emploi, une première depuis avril 2020, tandis que le soutien fiscal faiblissant a contribué au troisième repli mensuel consécutif des ventes au détail. La dynamique économique devrait bondir début 2021, grâce à la relance budgétaire surtout. Le plan de relance adopté fin décembre après d'après négociations comprend un chèque de relance de 600 dollars par personne et prolonge les prestations chômage étendues jusqu'à mi-mars. Le président Joe Biden a proposé un autre plan d'un montant de 1,9 billion de dollars (8,8% du PIB) incluant un autre chèque de 1400 dollars, le prolongement jusqu'en septembre des prestations chômage citées, et point crucial, des aides pour les gouvernements locaux et des Etats. Vu la majorité ultra-serrée au Sénat, la plupart des analystes tablent sur un montant plus proche de 1 billion de dollars, le chèque étant le point le plus consensuel. Selon une étude de la Fed, les ménages ont épargné 36,4% du premier chèque, et 34,5% ont été consacrés au règlement de dette. Les sondés ont également indiqué que leur propension à épargner augmenterait à mesure d'autres transferts fiscaux. Même si ces chèques vont sûrement soutenir la consommation des ménages en 2021, marchés financiers et bilans des ménages devraient être les principaux bénéficiaires de ce «mur de dollars».

Inflation

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

Avec la pandémie, l'inflation sous-jacente américaine a surtout été fonction de la dynamique économique. Ainsi, l'IPC a molli au 4^e trimestre 2020, plombé par une demande en berne. Bonne surprise de l'inflation globale en décembre grâce à la hausse des prix de l'alimentaire et de l'énergie. En 2021, nous tablons sur une normalisation de l'inflation structurelle, la demande devant se rétablir rapidement. L'inflation globale profitera en outre d'effets de base favorables.

Zone euro

L'inflation sur le retour

Croissance du PIB

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

Le début des campagnes de vaccination dans tous les Etats membres donne une lueur d'espoir. Parallèlement, les mesures renforcées de lutte contre les dangers conjugués de la seconde vague et des variants signifient que la pause dans la reprise sera plus marquée et plus longue qu'anticipé. Comme lors des premiers confinements entre février et mai 2020, les secteurs des services en Europe pâtissent davantage des restrictions, tandis que les fabricants à la clientèle mondiale profitent de chaînes d'approvisionnement intactes. Conséquence, les PMI suggèrent que l'activité manufacturière a poursuivi sa hausse en début d'année, alors que les services sont en repli pour le cinquième mois de rang. Outre la composition du secteur des services et la latitude d'action fiscale propres à chaque pays, la future gestion de la pandémie et le succès des campagnes de vaccination détermineront le rythme de la reprise économique. Comparativement, Malte, l'Irlande et l'Espagne observent un début rapide de leur vaccination. En revanche, la reprise s'expose à des risques en Autriche, Grèce et Slovaquie par exemple, où la vaccination progresse lentement et les mesures sont sévères. L'outil de suivi à haute fréquence du PIB de la banque centrale autrichienne pointe vers une nouvelle forte contraction depuis début 2021.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,0%	2021 : 0,9%
2022 : 1,5%	2022 : 1,3%

Un retour temporaire de l'inflation est attendu en 2021. A -0,3% en décembre 2020, l'inflation globale annuelle devrait atteindre 1,8% d'ici octobre 2021. Tandis que l'inflation se rapproche de l'objectif de la BCE, à savoir «proche de, mais inférieure à 2%», nous n'attendons pas d'action de politique monétaire. La majorité de la hausse est transitoire et le fruit d'effets de base des prix de l'énergie et de la suppression d'une baisse temporaire de la TVA allemande.

Allemagne

Effets uniques et inflation

Croissance du PIB

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

Le deuxième confinement allemand n'a pas causé de nouvelle chute de l'activité économique au 4^e trimestre 2020. Les données nous ont fait légèrement rehausser notre projection de croissance du PIB au 4^e trimestre avant la publication préliminaire des données officielles le 29 janvier. La forte demande en Asie et aux Etats-Unis a soutenu l'activité industrielle. Mais des mesures plus restrictives depuis début 2021 et la prolongation probable du confinement poussent à une révision à la baisse de la prévision du premier trimestre. Selon l'indice de restriction de l'Université d'Oxford, les mesures allemandes sont parmi les plus dures du continent. Conséquence, l'activité économique intérieure a faibli en janvier. La confiance des consommateurs et des entreprises (indicateur ifo pour ces dernières) enregistre un net repli dernièrement. L'activité du secteur des services se dégrade selon les données préliminaires du PMI. Le PIB devrait donc perdre 0,4% au 1^{er} trimestre, avant une reprise. Notre scénario de référence voit le PIB allemand réel fin 2021 juste en deçà de son niveau pré-crise. Fin 2022, le PIB devrait être supérieur de 1,5% à ce niveau. Nous anticipons un large soutien de la politique fiscale (cf. page 1) : la coalition au pouvoir a toutes les raisons de maintenir sa posture généreuse, coûte que coûte, d'ici aux élections générales en septembre 2021.

Inflation

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

Plusieurs effets uniques vont porter l'IPC allemand en 2021. Hausse des prix des produits énergétiques sur le marché mondial, nouvelle taxe CO₂ et suspension de la baisse temporaire de TVA font bondir l'inflation de -0,7% en décembre 2020 à 3,0% à la fin de cette année. Bien que temporaire selon nous, cette hausse suffira sûrement à attirer l'attention des médias et à déclencher une nouvelle vague infondée d'hystérie inflationniste dans la population.

France

Timides débuts de la vaccination

Croissance du PIB

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

Contrairement à l'Allemagne, la France a commencé à assouplir ses mesures depuis décembre. Le moral des entreprises en a profité, toujours à l'inverse du voisin d'outre-Rhin. Conséquence, le PIB français devrait reprendre sa tendance à la hausse en cours de trimestre, après un nouveau repli au 4^e trimestre 2020. L'économie devrait progresser de 1,8% au premier trimestre 2021, et de 2,1% au deuxième. Le retour du PIB à son niveau pré-crise n'est pas attendu avant le second semestre 2022. Le moral de l'industrie manufacturière est relativement bon, mais les restrictions pèsent sur les services. Pôle touristique européen majeur, la France a tout à gagner du succès des campagnes de vaccination sur le continent, permettant la réouverture du trafic international d'ici au 2^e trimestre 2021. Mais le début de la vaccination en France a été affreusement lent. Selon les données collectées par Our World in Data, une initiative de l'Université d'Oxford, seul 1,61 Français sur 100 ont reçu une première dose à l'heure où nous écrivons, à la traîne de la zone euro. La logistique joue peut-être un rôle, mais la défiance vaccinale est bien plus répandue qu'ailleurs en Europe. Toutefois, la volonté de se faire vacciner en nette hausse ces dernières semaines, en écho aux bons résultats israéliens, est encourageante.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 1,1%	2021 : 0,8%
2022 : 1,5%	2022 : 1,1%

L'inflation globale sera tombée à 0% en décembre 2020, marquant un creux cyclique. Nos prévisions restent toutefois supérieures à celles du consensus pour 2021 et 2022. Les prix de l'énergie ont poursuivi leur hausse en début d'année. Selon le moment de la réouverture de l'économie intérieure, les entreprises des transports et de l'hébergement retrouveront un pouvoir de fixation des prix une fois la demande comprimée en loisirs et divertissements libérée.

Royaume-Uni

Reprise décalée

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2021 : 5,1%	2021 : 4,3%
2022 : 4,1%	2022 : 5,8%

Après un flot ininterrompu de mauvaises nouvelles, les récentes données publiées pour novembre et décembre 2020 ont enfin apporté un peu de répit : l'impact de la deuxième vague sur l'économie serait moins grave qu'attendu. Signe particulièrement encourageant, la bonne performance des secteurs manufacturier et de la construction, malgré la dégradation sanitaire. Mais l'optimisme émergent a vite été refroidi à Nouvel An. De nouvelles restrictions ont conduit à des replis majeurs des indicateurs de mobilité, et les indices composites des directeurs d'achat de janvier sont au plus bas (40,6 points) depuis mai 2020, bien en deçà de la zone euro (47,5) ou des Etats-Unis (58,0). En cause, sans surprise, le secteur des services, mais le secteur manufacturier a aussi beaucoup perdu de son élan. Aux déboires économiques sont venues s'ajouter les ruptures causées par le passage au régime commercial post-Brexit. L'enquête PMI de janvier révèle une hausse notable des délais de livraison et des prix à l'importation. Néanmoins, l'optimisme demeure pour le reste de 2021 (le composant «exportation future» restant au-dessus des 70 points), grâce à l'amélioration probable de la situation à la frontière. De plus, vu le rapide progrès de la campagne de vaccination (le pays a déjà administré 10 injections pour 100 personnes au moment de la rédaction), nous tablons sur une rapide reprise après la chute du PIB au 1^{er} trimestre 2021.

Inflation

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

Après une année d'inflation globalement sous 1%, 2021 verra une rapide normalisation, avec la reprise économique qui s'installera au 2^e trimestre. Alors que les confinements pèsent sur l'inflation des services au 1^{er} trimestre, suppression des baisses de TVA temporaires, hausse des prix de l'énergie et des coûts des biens importés suite aux problèmes à la frontière pourraient en limiter l'effet.

Suisse

Effets du «COVID long»

Croissance du PIB

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

En temps normal, nous devrions attendre le 26 février pour que soient publiées les données officielles du PIB du 4^e trimestre par le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO). Mais en ce moment, l'analyse de données économiques est tout sauf normale : le nouvel indice relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) du SECO permet déjà de conclure que l'impact des nouvelles restrictions au dernier trimestre 2020 et début 2021 a été bien moins grave que ce que nous avons observé entre février et mai 2020. Dans notre scénario de référence, l'activité économique devrait gagner en dynamique une fois ces mesures assouplies en mars et au-delà. La progression de la campagne de vaccination devrait permettre la réouverture des secteurs des services touchés au 2^e trimestre. Composition sectorielle favorable, restrictions comparativement modérées et industries exportatrices profitant largement de la reprise rapide asiatique aideront la Suisse à retrouver un niveau de PIB pré-crise plus vite que ses voisins européens. Mais les effets du «COVID long» y seront palpables également. Le chômage devrait grimper à environ 3,8% jusqu'en avril 2021. Les secteurs les plus touchés restent l'hébergement, la restauration, les agences de voyage et le divertissement. Des branches d'activité où les faillites d'entreprises vont se multiplier ces prochains mois.

Inflation

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

Depuis février 2020, la Suisse est engluée dans sa quatrième période déflationniste en 15 ans. La hausse des prix de l'énergie aidant, l'inflation annuelle des prix à la consommation redeviendra positive au 2^e trimestre 2021. L'amélioration de la dynamique économique globale et une probable hausse des prix des services intérieurs une fois l'économie ouverte devraient la pousser à un pic temporaire approchant 1,0% en fin d'année.

Japon

Flambée de cas, vaccins absents

Croissance du PIB

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

2021 a vu le retour de l'état d'urgence dans diverses régions du Japon. Malgré une pandémie bien moins virulente qu'en Europe, les taux de contamination et la mortalité y sont toutefois supérieurs à la première vague, et parmi les plus élevés d'Asie. Craignant des hôpitaux débordés, le gouvernement a de nouveau demandé aux entreprises de limiter la présence au bureau, et aux bars, restaurants, salles de sport, etc., de réduire leurs horaires. Les enceintes sportives ont une jauge d'accueil limitée. Contrairement à la première vague, il n'a pas été demandé aux commerces non essentiels et aux écoles de fermer. Bien que ces mesures soient des recommandations plutôt que des obligations, elles ont fortement impacté la mobilité individuelle. Selon les données de Google, elle est de 40% inférieure à la normale dans les gares de transit, et de -25% pour les loisirs et le commerce de détail. L'économie japonaise, une des moins touchées des marchés développés en 2020, devrait ainsi afficher des données poussives, notamment la consommation privée, au 1^{er} trimestre 2021. Cela dit, des données d'enquête indiquent une production manufacturière toujours en hausse grâce à l'amélioration de la demande extérieure. Avec un point de départ plutôt favorable, la croissance potentielle globalement faible et le début très lent de la vaccination (toutes les autorisations sont en attente), la reprise après le 1^{er} trimestre 2021 devrait être très timide comparée aux autres économies développées.

Inflation

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

En décembre 2020, l'inflation globale japonaise a sûrement atteint son creux à -1,2%. Le 2^e trimestre devrait voir un vif retour autour de 0% en raison de l'effet de base du prix de l'énergie. En 2021, la pression des prix et surtout salariale devrait rester faible, l'écart de production ne se resserrant que lentement, avec un taux moyen d'inflation projeté de 0% pile. La dynamique des prix devrait être un peu plus positive en 2022, mais très loin des 2%, l'objectif de la Banque du Japon.

Chine

Le virus perturbe le Nouvel An

Croissance du PIB

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

La Chine est la seule économie majeure à avoir dépassé ses niveaux pré-crise en 2020. Le PIB annuel gagne 2,3%, surpassant nos prévisions et celles du consensus. Les exportations florissantes de biens liés à la pandémie fabriqués en Chine (équipement médical, ordinateurs) ont porté la solide performance. Et l'activité industrielle s'est vite reprise après l'assouplissement du confinement au 2^e trimestre, finissant 2020 à 7,3% au-dessus des niveaux pré-crise. Un confinement strict et une stratégie de suivi efficace ont réussi à maîtriser la contagion, permettant une réouverture rapide de l'économie, tandis que la politique de relance a stimulé l'activité industrielle et immobilière. La croissance devrait continuer en 2021, la solide demande extérieure dans une conjoncture mondiale en amélioration aidant. En glissement trimestriel toutefois, son taux devrait ralentir. Les mesures de relance monétaire et budgétaire vont s'estomper, l'attention revenant vers la stabilité financière, notamment dans le secteur immobilier, lourdement endetté. De plus, le 1^{er} trimestre 2021 sera difficile en raison d'une récente résurgence de cas dans le nord du pays, peu avant le Nouvel An le 13 février prochain. Les décideurs chinois déploient des mesures pour décourager les voyages en cette période, ce qui pèsera sur la confiance des consommateurs et les activités de services comme le transport et les loisirs.

Inflation

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

L'indice des prix à la consommation (IPC) chinois en décembre a renoué avec l'inflation (0,2%), après un déclin en déflation en novembre (-0,5%). Une lecture plus élevée due à une vague de froid qui a tiré les prix de l'alimentaire vers le haut. Toutefois, les prix du porc devraient ramener l'IPC global en déflation au 1^{er} trimestre 2021. Hors prix alimentaires et de l'énergie, l'IPC faiblit à 0,4%, contre 0,5% précédemment.

Economic Research



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



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



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



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



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

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Switzerland 2019

Consensus Economics
Forecast Accuracy
Award Winner
Euro zone 2019

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

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

Février 2021

Taux d'intérêt & obligations

Les marchés se préparent à une inflation plus élevée

Etats-Unis

- Malgré un ralentissement des données économiques fin 2020, la nouvelle année a démarré sur une note très positive avec la distribution des chèques promis dans le plan d'aide de décembre. Les enquêtes restent positives et la production industrielle poursuit sa reprise.
- Les Démocrates trustant désormais tous les postes au gouvernement, une nouvelle relance budgétaire est probable. La politique de la Fed est en outre accommodante, les marchés ont donc anticipé une croissance plus solide et des perspectives d'inflation.

Zone euro

- La deuxième vague a forcé les gouvernements à ordonner des restrictions encore plus dures. Bien qu'elles pèsent sur l'activité économique, leur impact est bien moins grave qu'au printemps dernier.
- Statu quo côté BCE lors de sa réunion de janvier, mais sa présidente Christine Lagarde a semblé plus offensive qu'attendu, la reprise économique se poursuivant. Vu l'envergure des programmes de rachat d'actifs, aucun outil supplémentaire ne devrait être déployé pour l'heure selon nous.

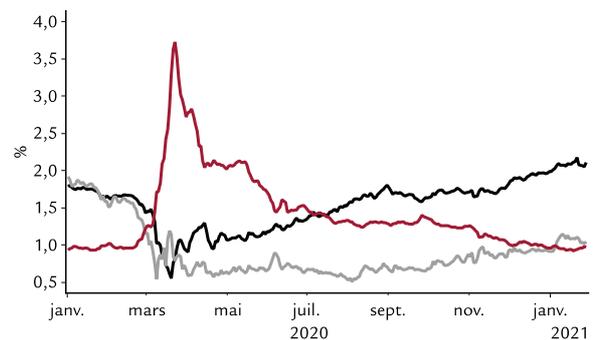
Royaume-Uni

- Londres et Bruxelles ont conclu in extremis un accord étroit scellant leur divorce. La disparition de l'incertitude dans le secteur manufacturier pourrait débloquer les investissements prévus en 2021.
- La flambée des cas de Covid-19 et un confinement parmi les plus sévères d'Europe pourraient inciter la Banque d'Angleterre à assouplir davantage sa politique monétaire.

Suisse

- L'économie devrait retrouver son niveau d'avant-crise dès 2021, plus rapidement que la plupart des autres pays européens.
- Vu l'appétence au risque des marchés financiers, les flux vers le franc, valeur refuge, ont diminué, et avec eux le besoin d'intervention de la BNS.

Retour à la normale des attentes concernant l'inflation



— Ecart de crédit investment grade américain (Bloomberg Barclays Aggregate)
— Rendement des obligations d'Etat américaines à 10 ans
— Point mort d'inflation américaine à 10 ans

MACROBOND

L'ère Trump est finie, mais à son image, sa sortie n'a pas été discrète. Après avoir dénoncé pendant des mois sur Twitter une fraude électorale, infondée, la tension qu'il a créée s'est cristallisée dans la violente incursion de ses partisans au Capitole. Mais les marchés ont superbement ignoré les troubles. La proposition du président Biden d'un nouveau plan d'aide de 1,9 billion de dollars (8,8% du PIB) et la nomination de Janet Yellen – ancienne présidente d'une Fed apaisante – à la tête du Trésor ont été saluées par les marchés. Les rendements des obligations d'Etat ont augmenté, les écarts de crédit approchant leurs plus bas pré-crise, et les attentes concernant l'inflation atteignent des niveaux inédits depuis 2018 (voir graphique). Qu'en conclure pour 2021? Malgré des fondamentaux du crédit faibles et des valorisations très élevées, le contexte technique est peu propice à l'élargissement des écarts de crédit à court terme. Cela dit, les marchés ne vont pas être un long fleuve tranquille cette année. Les valorisations, quasiment toutes classes d'actifs confondues, semblent historiquement excessives et les corrections temporaires ne manqueront pas, vu la multitude de risques baissiers. Selon nous, la vivacité sera de mise vu l'environnement, et la qualité de sélection de crédit sera clé. Nous maintenons notre position légèrement surpondérée sur le risque de crédit, et à duration courte, mais elle peut changer à tout instant.

Actions

Mutation ou vaccination, qui sera le plus rapide?

Etats-Unis

- Malgré les espoirs d'une nouvelle relance fiscale et d'une campagne de vaccination qui accélère, les actions américaines sous-performent légèrement l'indice de référence mondial depuis début 2021. La solide performance des actions des marchés émergents l'a principalement porté.
- Nous restons prudemment optimistes sur les actions américaines, car l'économie américaine devrait continuer à surperformer l'Europe au 1^{er} semestre 2021, la relance budgétaire aidant. Le plan de relance achoppera sûrement sur certains points, source potentielle de volatilité à court terme, mais selon la plupart des observateurs, le Congrès l'approuvera en mars au plus tard.

Zone euro

- La zone euro paie le prix de ses timides commandes de vaccins dans les mesures de restriction étendues qui pèsent sur l'économie au 1^{er} trimestre 2021.
- En sous-performant les actions américaines d'environ 25% depuis l'éclatement de la crise, les actions de l'UEM ont toutefois un potentiel de rattrapage. Cet argument justifie notre vision neutre à légèrement positive de ce marché.

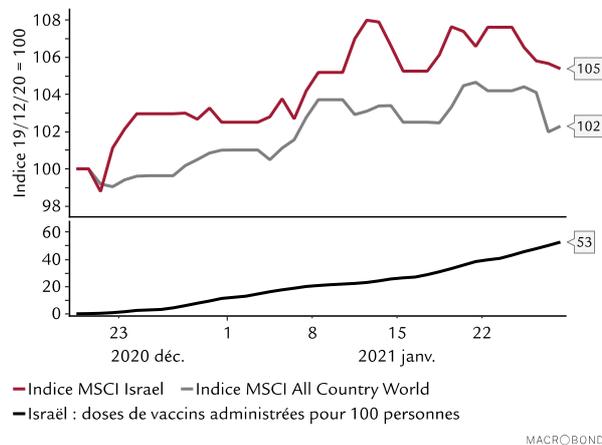
Royaume-Uni

- L'accord commercial conclu in extremis entre Londres et Bruxelles et l'avancée rapide de la vaccination ont revigoré les actions britanniques récemment, après une épouvantable sous-performance en 2020.
- Même si ces actions semblent mieux valorisées que d'autres marchés, nous maintenons notre sous-pondération. Au vu des risques politiques considérables (poussée indépendantiste écossaise p. ex.) et une perspective économique morose à court terme, la prime de risque élevée sur ces titres est justifiée selon nous.

Suisse

- Un début d'année relativement bon pour les actions suisses, l'impact économique de la deuxième vague étant limité vu leur nature défensive, précieuse fin janvier face au regain de volatilité.
- Elles restent toutefois relativement bien valorisées vu leur sous-performance en 2020. Comme les actions de l'UEM, les suisses ont ainsi un potentiel de rattrapage, justifiant notre évaluation neutre.

Israël : surperformance des actions et de la vaccination



La percée vaccinale en novembre 2020 a largement porté le formidable rallye des actions mondiales en fin d'année. Conjugué aux débats en cours sur le plan de relance américain, l'afflux de nouvelles concernant les campagnes de vaccination restera un moteur essentiel des marchés d'actions. L'annonce de variants galopants et de débuts laborieux de la vaccination, notamment, a fait de janvier 2021 un nouveau mois de sous-performance notoire des actions européennes. Le marché israélien des actions semble lui avoir profité de l'avancée record de la vaccination sur son sol. Depuis le 19 décembre 2020 et le lancement de la campagne, 53 injections pour 100 personnes ont déjà été administrées, et l'indice MSCI Israël surperformait l'indice de référence mondial de près de 3% à l'heure où nous écrivons (voir graphique).

Avec l'anticipation d'un grand nombre de bonnes nouvelles et des valorisations élevées, le principal risque baissier pour les actions mondiales serait un scénario où l'immunité collective tarderait, augmentant la probabilité que les mutations affaiblissent voire rendent inefficaces les vaccins actuels. Ce n'est pas notre scénario de référence, mais des difficultés côté vaccination ou des mutations vont se produire çà et là, créant des poussées de volatilité sur un marché à l'élan positif, du fait de mesures fiscales et monétaires généreuses et d'absence d'alternatives. Nous restons donc prudemment optimistes pour les actions sur la période à venir.

Devises

Appréciation du dollar sur pause

Etats-Unis

- Comme prévu, la vente massive d'USD a cessé au changement d'année. Depuis début 2021, il s'est apprécié face à toutes les devises majeures, à l'exception notable du CNY et de la GBP.
- Surperformance de l'économie américaine et réévaluation de la politique monétaire ont notamment porté la récente vigueur du billet vert. Vu le niveau d'anticipation, nous passons à un avis neutre sur l'USD face à la plupart des devises majeures.

Zone euro

- Légère dépréciation de l'EUR face à l'USD et au CHF depuis début 2021. Les nouvelles restrictions causent une détérioration des perspectives de croissance qui renforce la faiblesse.
- A ces niveaux, notre évaluation est neutre sur les paires EUR/USD et EUR/CHF.

Royaume-Uni

- L'accord commercial conclu in extremis entre Londres et Bruxelles n'a pas entraîné de « rallye de soulagement » de la livre, car la plupart des investisseurs (nous y compris) s'attendaient à cette issue. Le rapide déploiement vaccinal a probablement été le principal moteur de la récente vigueur de la GBP, car il améliore les chances d'un rapide rebond économique après un 1^{er} trimestre très sombre.
- Mais pour nous, l'appréciation de la GBP est terminée. Vu les fondamentaux économiques actuels et les risques politiques futurs, la paire GBP/USD devrait même ralentir le mois prochain.

Suisse

- Le CHF est stable face à l'USD depuis début 2021, mais s'apprécie face à l'EUR, frôlant le bas de la fourchette de négociation de 1,075 - 1,085.
- Notre avis reste neutre sur les paires EUR/CHF et USD/CHF, car la BNS serait sûrement prête à s'appuyer sur la pression à l'appréciation du CHF.

Japon

- Après un repli de 1% du JPY face à l'USD en janvier (conforme à notre estimation), la paire USD/JPY devrait être stable en février.

Selon les marchés, la Fed agira avant la BCE

Evolution attendue des taux directeurs sur les 3 prochaines années (attendues par les marchés financiers, moyennes glissantes)



MACROBOND

Coup de tonnerre au Nouvel An : la victoire surprise des Démocrates en Géorgie leur livre la majorité la plus serrée possible au Sénat américain. Un événement relevant nettement la probabilité d'une nouvelle relance budgétaire, même si la plupart des observateurs estiment le montant du plan à 1 billion plutôt qu'à 1,9 billion comme proposé par le président Biden. Nombre d'investisseurs voyaient une majorité « bleue » négative pour l'USD : l'inverse s'est produit. Leur rapide anticipation de meilleures perspectives de croissance a accentué le raidissement de la courbe, sur fond de prévisions de long terme un peu plus offensives côté Fed. Les investisseurs attendent désormais une hausse du taux directeur de 25 pb sur les trois prochaines années, contre zéro il y a six mois (voir graphique). Côté BCE, aucune action du genre n'est attendue sur cette période, car l'économie européenne sera sûrement la retardataire de la reprise mondiale. Notons une légère amélioration du carry de l'USD (c.-à-d. différentiel de taux d'intérêt) pour les échéances plus longues, portant le billet vert. La déclaration de Janet Yellen, nouvelle secrétaire au Trésor : « les États-Unis ne visent pas un dollar plus faible pour s'assurer un avantage concurrentiel », est positive à la marge pour l'USD. La pression politique à relancer l'économie pesant sur la Fed sera donc bien inférieure que sous l'ère Trump. Nous pensons toutefois que les taux de change intègrent une large dose d'optimisme, et l'appréciation du billet vert devrait faire une pause, au moins le mois prochain.

Swiss Life Asset Managers



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



Michael Klose
CEO Third-Party Asset Management
michael.klose@swisslife.ch

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

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site www.swisslife-am.com/research



Publié et approuvé par Swiss Life Asset Management SA, Zurich

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

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

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

Allocation d'actifs

Au sommet de la vague ?

Résumé

- Le soutien de la politique monétaire a porté l'ensemble des classes d'actifs majeures à des prix élevés, poussant les investisseurs vers des actifs toujours plus risqués. Un retournement semble improbable vu le soutien inchangé des banques centrales.
- Il y a toutefois de nombreux facteurs potentiels de corrections (temporaires) pour les obligations et les actions. En vedette, les difficultés vaccinales (variants ou apparition d'effets secondaires), ou un passage soudain à l'offensive des principales banques centrales en raison d'une croissance ou d'une inflation supérieure aux attentes.

Taux d'intérêt & obligations

- Nous attendons une hausse des taux à long terme, et donc un raidissement de la courbe, notamment en USD, dans une moindre mesure en EUR.
- Peu de nouvelles émissions attendues côté entreprises, celles-ci se précipitant pour le faire dans la phase aiguë de la crise, et disposant aujourd'hui d'une trésorerie bien remplie. Mais avec des écarts de crédit déjà très serrés et des fondamentaux du crédit plutôt faibles, nous sommes neutres sur ces emprunts le mois prochain.

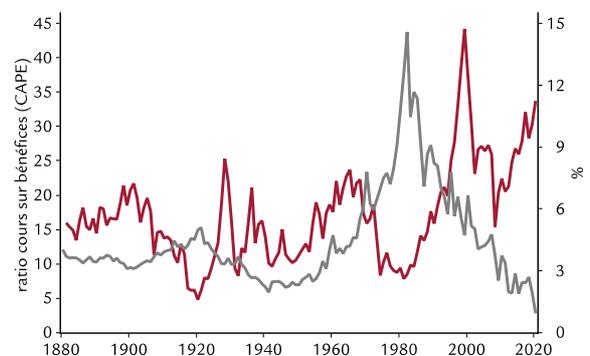
Actions

- Relance monétaire et budgétaire d'ampleur, ainsi que de bonnes nouvelles côté vaccins, ont porté les actions.
- Ces fondamentaux devraient rester en place, mais les actions deviennent plus sensibles aux mauvaises nouvelles (p. ex. concernant la progression de la vaccination), avec des valorisations très élevées. Des poussées de volatilité çà et là attendent les investisseurs.

Des valorisations proches des sommets de la bulle Internet

Le soutien de la Fed a poussé les rendements des bons du Trésor à 10 ans à des niveaux inédits depuis au moins 1880 (voir graphique ci-dessous). Un catalyseur pour les valorisations d'actions, mesurées par le ratio cours/bénéfice ajusté du cycle (« Shiller PE »), à un niveau inédit depuis 2000 et l'éclatement de la bulle informatique. Tant que les banques centrales accroîtront leur bilan, ces niveaux pourraient rester justifiés, les cours élevés des actions étant attractifs face aux rendements historiquement bas des obligations.

Obligations et actions à des antipodes historiques



— Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans (éch. de g.)
— S&P 500 : ratio C/B ajusté du cycle (CAPE) par Robert Shiller, (éch. de d.)

MACROBOND

Implications pour notre portefeuille

Dans notre scénario de référence, devenu le consensus, la situation devrait rester favorable sur fond de soutien monétaire et fiscal continu, de faible inflation et de reprise économique. D'où notre conseil : maintenir la part d'actions au moins au niveau de l'indice de référence pour profiter du probable maintien de la tendance positive de ce marché. Parallèlement, il est conseillé d'adjoindre une protection contre un risque accru de forte correction en cas de mauvaises nouvelles.

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.