

NEWSLETTER

Sébastien Gyger, Directeur des Investissements

«Course aux vaccins : sprint ou marathon ? »

Les marchés ont été portés en janvier par l'espoir d'un déploiement rapide des plans de vaccination et par la double victoire démocrate en Géorgie. La nouvelle administration Biden annonce des plans de relance supplémentaires, à court-terme contre le COVID-19, et à plus long-terme dans les infrastructures et les énergies vertes. En fin de mois, les chiffres de confiance des agents économiques (consommateurs, chefs d'entreprises) ont déçu, notamment en Allemagne, tout comme l'évolution des indicateurs des directeurs d'achats en Europe et au Royaume-Uni, signalant que les mesures de protection ont un impact sur l'activité économique, même s'il est de moindre ampleur qu'au printemps dernier. De plus, le déploiement de masse des vaccins se heurte à des limites à la fois de production et de logistique. Echauffés pour un sprint, de nombreux Etats devront donc courir un marathon. Malgré ces obstacles, nous restons convaincus que les économies restent sur la voie d'une reprise robuste en 2021.

Evolution des marchés

Les actions mondiales ont reculé (-1.0%) le mois dernier. Les Emergents ont surperformé les autres régions (MSCI EM +3.1%). Aux US, le Nasdaq a terminé en territoire positif (+1.4%) face à une baisse de -1.0% pour le S&P 500, et la rotation en faveur des petites capitalisations a continué (Russell 2000 +5.0%). Le short squeeze de fin de mois (Gamestop +1625%, AMC +525%) a entraîné une hausse soudaine de la volatilité (VIX > 37pts) et a forcé un certain nombre d'acteurs à couper leurs positions. Les Emergents perdent -4.5% sur la dernière semaine du mois, le S&P 500 -3.3%. Cet épisode de stress est resté localisé à l'univers actions. Ainsi, sur le crédit, les écarts de rendement sont restés stables. Sur les taux, le mouvement haussier s'est poursuivi (10 ans US +15bps à 1.07%). Le dollar s'est renforcé (DXY +0.7%, EURUSD -0.7% à 1.2136), quand l'or reculait de -2.7%.

En Suisse, les indices de la prévoyance commencent l'année en territoire légèrement négatif à -0.5% pour la LPP25+ et -0.3% pour la LPP40+.

Performances des marchés à fin janvier 2021

Marchés Actions	Cours	Variation depuis	Variation depuis
	29.01.2021	31.12.2020	31.12.2020
Indice			
MSCI Monde	2661.7	-0.99%	-0.99%
Etats Unis			
Dow Jones	29982.6	-1.95%	-1.95%
S&P 500	3714.2	-1.01%	-1.01%
Nasdaq Comp	13070.7	1.44%	1.44%
Europe			
Euro Stoxx 50	3481.4	-1.88%	-1.88%
SPI (Suisse)	13192.9	-1.01%	-1.01%
CAC 40 (France)	5399.2	-2.64%	-2.64%
DAX (Allemagne)	13432.9	-2.08%	-2.08%
FTSE 100 (UK)	6407.5	-0.79%	-0.79%
Japon + Emergents			
Nikkei 225	27663.4	0.80%	0.80%
CSI 300 (Chine)	5352.0	2.70%	2.70%
MOEX Index (Russie)	3277.1	-0.34%	-0.34%
S&P BSE Sensex (Inde)	46285.8	-3.05%	-3.05%
Ibovespa (Brésil)	115067.6	-3.32%	-3.32%

Marchés obligataires et alternatifs	Cours	Variation depuis	Variation depuis
	29.01.2021	31.12.2020	31.12.2020
Taux souverains			
Allemagne 10 ans	-0.52	5 Bps	5 Bps
France 10 ans	-0.28	6 Bps	6 Bps
Italie 10 ans	0.64	10 Bps	10 Bps
Etats-Unis 10 ans	1.07	15 Bps	15 Bps
Dettes			
Investment Grade US	341.5	-0.55%	-0.55%
Investment Grade Europe	265.9	-0.12%	-0.12%
High Yield US	2345.8	0.33%	0.33%
High Yield Europe	422.6	0.58%	0.58%
Dettes émergentes	922.4	-1.21%	-1.21%
Devises			
EUR/USD	1.21	-0.65%	-0.65%
EUR/CHF	1.08	-0.02%	-0.02%
USD/CHF	0.89	0.58%	0.58%
Matières Premières			
Pétrole (WTI)	52.2	7.58%	7.58%
Or	1847.7	-2.67%	-2.67%

L'essentiel de la conjoncture

Situation sanitaire : en ce début d'année, le nombre de décès dus à la pandémie dans le monde dépasse 2,3 millions. Les observations de ces deux dernières semaines semblent pourtant indiquer que le nombre de nouveaux cas a atteint un pic. Dans ce contexte, **les programmes de vaccination sont au centre de l'actualité** car d'une part ils demeurent essentiels pour éradiquer la pandémie et d'autre part ils portent l'espoir de la réouverture des économies.

Le nombre de doses de vaccination atteint la barre des 130 millions dans le monde, dont un bon quart aux Etats-Unis. Ramené au pourcentage de sa population, Israël mène le sprint, talonné par les pays du Golfe. A l'inverse, le manque de vaccins et les contraintes logistiques obligent l'Europe et la Suisse à revoir à la baisse leurs plans de vaccination. **Cette absence d'accélération signifie que de nombreux pays vont manquer leurs objectifs de vaccination pour 2021** et courent le risque de s'essouffler. Même les Etats-Unis, qui distribuent le plus grand nombre de doses journalières (1,3 millions), auront besoin de plus de 6 mois pour administrer une première dose à 80% de sa population.

Environnement économique : les restrictions de mobilité et d'activité se poursuivent. Malgré cela, les indicateurs économiques montrent que **la gestion de l'épidémie a un impact nettement moins important que ce que beaucoup d'observateurs redoutaient**. Au 4e trimestre 2020, le PIB a ainsi reculé de -1,3% en France (contre -4,0% attendu) et -2,0% en Italie, tandis qu'il a progressé d'un modeste 0,1% en Allemagne, de 0,4% en Espagne et gagné 1,0% aux Etats-Unis.

Le message envoyé par les indicateurs de confiance des consommateurs (à 89,3 pour le Consumer Board Confidence Index américain contre 131,6 en janvier 2020), ceux pour l'emploi et l'optimisme des petites entreprises vont dans le même sens, à savoir que **l'inquiétude demeure bien présente sur les perspectives économiques**. En Allemagne par exemple, le climat des affaires, au plus bas depuis six mois, a pesé sur les marchés actions en fin de mois.

Suite à la fermeture des économies au printemps dernier puis à la constitution d'épargne de précaution face à la dégradation du marché du travail, liée à la crise, **le taux d'épargne des ménages se situe à des niveaux élevés en comparaison historique** (près de 14% aux Etats-Unis et plus de 17% en zone euro). Cette année, le relâchement de cette épargne dans la consommation de biens et de services est un relai qui fait partie de notre scénario positif. Tout l'enjeu demeure de savoir quand et combien de cette épargne s'écoulera dans l'économie réelle.

Rôle des pouvoirs publics : l'ère des banquiers centraux « orthodoxes » (comme Greenspan et Trichet) est révolue. L'époque de l'austérité budgétaire est aussi dépassée. Dans l'après-Covid, les actions de politiques monétaires et budgétaires ne sont plus hermétiques mais coordonnées. **Biden, Powell, Yellen, Lagarde et Draghi sont dans le cinq majeur pour sortir les économies de la crise** et continueront de faire tout ce qui est en leur pouvoir pour renflouer la confiance des consommateurs.

Ainsi, l'annonce du nouveau plan d'urgence de 1900 milliards de dollars de Biden tombe bien. Il prévoit un nouveau chèque aux ménages de 1400 dollars (contre 600 dollars votés en décembre), la prolongation des aides au chômage jusqu'en septembre et des soutiens aux pouvoirs locaux et au renforcement de la lutte et la vaccination contre la Covid. Nous pouvons envisager une croissance réelle entre 4,5% et 5% en 2021 aux Etats-Unis.

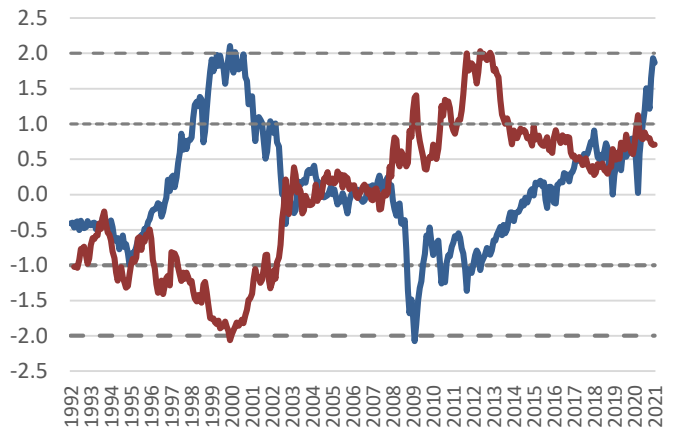
La Réserve fédérale américaine a maintenu le statut quo sur les taux directeurs et les rachats d'actifs (120 milliards par mois, répartis entre 80 milliards de bons du Trésor et 40 milliards de titres adossés à des hypothèques). **Le discours prudent de Powell visait à balayer l'hypothèse d'un ralentissement du rythme de rachats d'actif.** On se rappelle qu'en 2013, sous Bernanke, les marchés avaient abhorré les annonces de resserrement monétaire.

Yellen, dorénavant secrétaire au Trésor américain, a souligné que face à la crise, il faut « voir grand » et justifié sa politique par la nécessité d'éviter « une récession plus douloureuse et plus longue ». Elle appelle de la sorte à **ne pas regarder à la dépense en affirmant que les avantages du plan seront supérieurs aux coûts**. La gestion de l'endettement attendra. La BCE s'engage à maintenir un ample stimulus monétaire, car selon sa Présidente Lagarde, la reprise interviendra dans la deuxième partie d'année. Depuis mars 2020, elle a débloqué une enveloppe d'intervention totale de 2500 milliards d'euros pour une période qui court jusqu'en mars 2022. Finalement, **Draghi a été rappelé pour sauver l'Italie**. Toujours adulé et déterminé, « Super Mario » sera-t-il à nouveau l'homme providentiel ? Son arrivée a aidé à diminuer les primes de risque des actifs européens, notamment sur les bancaires. Pour relancer son économie exsangue - elle a affiché en 2020 l'une des pires chutes du PIB de la zone euro à -8,3% - l'Italie table sur plus de 200 milliards d'euros du plan européen (soit 12% de son PIB).

Thème de l'inflation : les flux acheteurs sur la thématique de l'inflation sont déjà significatifs et dépassent de loin ceux des épisodes précédents, dans les secteurs de l'énergie, les industriels, les matériaux, l'immobilier, les matières premières et les obligations indexées à l'inflation. Comment expliquer qu'en quelques mois, **les craintes de déflation ont donné lieu aux espoirs de reflation et maintenant aux craintes d'inflation** ? La générosité des plans de relance, le rebond des économies, le regain du prix des matières premières, le restockage des inventaires, une pression accrue sur les coûts d'expédition, des coûts horaires de la main d'œuvre en hausse et la faiblesse du dollar ont permis aux chiffres d'inflation de sortir de leur marasme de 2020. A 2,2%, les attentes d'inflation à 5 ans aux Etats-Unis sont au plus haut depuis 2013. Ils restent toutefois dans la fourchette de résultats souhaités par la Fed. **Nous pensons que les niveaux élevés de chômage et de surcapacité après la pandémie sont de nature à limiter l'accélération de l'inflation cette année.** L'inflation restera par conséquent au centre du débat pour les investisseurs ces prochaines années.

Marchés financiers : les résultats des entreprises continuent de surprendre à la hausse. A début février, 59% des entreprises du S&P 500 avaient communiqué leurs résultats pour le quatrième trimestre 2020. Parmi elles, 81% ont déclaré des bénéfices supérieurs aux attentes (une proportion supérieure à la moyenne de 5 ans de 74%). Au total, les entreprises déclarent des bénéfices supérieurs de 15% aux attentes des analystes ! Les secteurs de la technologie, des services de communication et les financières publient les meilleurs résultats ; les matériaux, l'énergie et l'immobilier ferment la marche. **L'accélération de la dynamique bénéficiaire des entreprises constitue la bonne surprise du début de l'année 2021** et pourrait se poursuivre si l'évolution de la pandémie n'agit pas comme un frein. **Le facteur de risque pour les marchés s'est ainsi déplacé des résultats des sociétés vers les valorisations, qui sont globalement élevées pour l'ensemble des classes d'actifs** (les marchés d'actions sont de plus en plus chers, les taux d'intérêts sont très faibles et les agios des fonds immobiliers suisses cotés sont à un niveau record).

Evolution de la valorisation du marché des actions américaines. En bleu, un ensemble d'indicateurs en valeur absolue et en orange, les valorisations relatives aux taux d'intérêts. Les courbes en pointillé représentent les écarts à la moyenne.



Source : Banque Pâris Bertrand

Décisions d'investissement

Le scénario consensuel de reflation s'est déjà réalisé en janvier. Notre conviction est que la reprise va continuer à se matérialiser au cours des prochains trimestres, même si elle sera retardée par rapport aux anticipations de fin 2020 car la vaccination prend du retard dans de nombreuses régions.

Sans constituer encore un risque majeur, des signes avant-coureurs de spéculation agitent les marchés, ce qui nous incite à redoubler de vigilance et de maintenir des portefeuilles diversifiés. Ceci d'autant plus que les valorisations des actifs sont globalement élevées (actions, obligations, immobilier suisse coté).

Sur les actions, nous continuons de recommander une exposition sur les émergents, le Japon et l'Europe, complétée par des petites et moyennes valeurs qui sont exposées à la reprise du cycle. Dans l'obligataire, nous maintenons un bon équilibre entre risque de crédit de bonne qualité et recherche de rendement dans la dette à plus haut rendement. Nous sommes prudents sur la partie longue de la courbe qui est susceptible de continuer sa remontée. Enfin, nous complétons la construction des portefeuilles avec des actifs tangibles, comme l'or et l'immobilier, pour un scénario plus inflationniste.

Sébastien Gyger

Directeur des Investissements

+41 22 316 02 00

sebastien.gyger@parisbertrand.com

parisbertrand.com

Disclaimer

Le présent document a été préparé par Banque Pâris Bertrand SA, Genève, Suisse, ci-après dénommée « PB ».

Ce document ne doit être distribué que dans les conditions autorisées par la loi en vigueur. Il n'a aucun rapport avec les objectifs d'investissement spécifiques, la situation financière ou les besoins particuliers d'un destinataire. Il est publié uniquement à des fins d'information et ne doit pas être interprété comme une sollicitation, un outil financier connexe ou une offre d'achat ou de vente de titres.

Ce document n'est pas destiné aux personnes qui sont citoyens, domiciliés ou résidents, ou entités enregistrées dans un pays ou une juridiction où sa distribution, sa publication, sa mise à disposition ou son utilisation violeraient les lois et réglementations en vigueur.

Aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est donnée concernant l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité des informations contenues dans ce document, qui ne se prétend pas non plus être un énoncé complet ni un résumé des titres, des marchés ou des développements qui y sont mentionnés. Les destinataires ne doivent pas le considérer comme un substitut à l'exercice de leur propre jugement. Toutes les opinions exprimées dans ce document sont sujettes à modification sans préavis ou peuvent être contraires aux opinions exprimées par d'autres secteurs d'activité ou entités. En raison de l'utilisation d'hypothèses et de critères différents, PB n'a donc aucune obligation d'actualiser ou de maintenir à jour les informations contenues dans ce document. PB, ses administrateurs, dirigeants, employés et/ou clients peuvent avoir ou ont eu des intérêts, des postes longs ou courts dans les titres ou autres outils financiers mentionnés ici et peuvent à tout moment faire des achats et/ou des ventes en tant que mandataire principal. PB peut agir ou avoir agi en tant que teneur de marché dans les titres ou autres outils financiers décrits dans ce document. En outre, PB peut avoir ou avoir eu des relations avec ou peut fournir ou avoir fourni des services bancaires d'investissement, des marchés des capitaux et/ou d'autres services financiers aux sociétés concernées.

Ni PB, ni aucun de ses administrateurs, employés et/ou agents ne peut être tenu pour responsable de pertes ou dommages résultant de l'utilisation de tout ou partie de ce document.

Les investissements potentiels décrits dans ce document ne conviennent pas à tous les investisseurs et leur achat et leur détention comportent des risques importants. Les investisseurs potentiels doivent être familiarisés avec les outils présentant les caractéristiques de tels investissements et comprendre parfaitement les termes et conditions énoncés dans ce document qui s'y rapportent, ainsi que la nature et l'étendue de leur exposition au risque de perte. Avant de vous engager dans une transaction, il est recommandé de consulter vos conseillers juridiques, réglementaires, fiscaux, financiers et comptables dans la mesure où vous le jugez nécessaire pour prendre vos propres décisions en matière d'investissement, de couverture et de négociation.

Toute transaction entre vous et PB sera soumise aux dispositions détaillées de la fiche de conditions, des systèmes de confirmation ou des systèmes de rapprochement électronique relatifs à cette transaction. En outre, les investisseurs potentiels doivent déterminer, sur la base de leur propre examen indépendant et des conseils juridiques, commerciaux, fiscaux et autres qu'ils jugeront appropriés selon les circonstances, que l'acquisition de tels investissements (i) est pleinement compatible avec leurs besoins, leurs conditions et leurs objectifs financiers, (ii) est conforme et totalement cohérente avec tous les documents constitutifs, les politiques d'investissement, les lignes directrices, les autorisations et les restrictions (y compris vis-à-vis de sa capacité) qui leur est applicable, (iii) a été dûment approuvée conformément à toutes les lois et procédures applicables, et (IV) est un instrument qui leur est approprié, adapté et convenable.

Les performances antérieures ne sont pas nécessairement indicatives de rendements futurs. Les taux de change de la devise étrangère peuvent avoir une incidence défavorable sur la valeur, le prix ou le rendement d'un titre ou outil connexe mentionné dans cette présentation. Les clients souhaitant effectuer des transactions doivent contacter leurs représentants locaux. Des informations supplémentaires seront disponibles sur demande.

Il ne peut y avoir aucune assurance ou garantie que les rendements indiqués dans ce document seront atteints.

Dans le cadre de certaines informations sur les rendements, certaines hypothèses matérielles ont été utilisées. Ces hypothèses et paramètres ne sont pas les seuls qui auraient pu raisonnablement être choisis et, par conséquent, aucune garantie n'est donnée ni ne peut être donnée quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou le caractère raisonnable de tout rendement attendu. Aucune représentation ou garantie n'est donnée qu'une performance indicative ou un rendement indiqué sera atteint dans le futur. En outre, PB ne fait aucune déclaration ni ne donne aucune garantie, expresse ou implicite, quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou l'adéquation à des fins particulière de la méthode de calcul utilisée. En aucun cas PB n'assurera de responsabilité pour a) toute perte, dommage ou autre préjudice causé par ou lié à, en tout ou en partie, une erreur quelconque (par négligence ou autrement) de PB liée à la compilation, l'analyse, l'interprétation, la communication, la publication de l'émission de cette méthodologie, ou b) tout dommage direct, indirect, spécial, consécutif, accessoire ou compensatoire, quel qu'il soit (y compris, sans limitation, le manque à gagner) dans les deux cas, résultant de la confiance ou résultant de ou liée à l'utilisation (y compris l'impossibilité d'utiliser) de cette méthode de calcul.