

NEWSLETTER

Sébastien Gyger, Directeur des Investissements

« Coup de chaud sur les taux »

La crainte des investisseurs liée à l'épisode « Robinhood/Reddit » a vite été remplacée par un regain d'optimisme, encouragé en février par le déploiement des plans de vaccination à l'échelle mondiale, les plans de soutien budgétaires et fiscaux, les signes manifestes du rebond économique et les résultats des entreprises plus solides que prévu. En fin de mois, nous avons toutefois assisté à une poussée de fièvre sur les taux longs, ce qui a inquiété les marchés et engendré une pression baissière sur les valorisations des actions. Ces mouvements sont la conséquence concrète des anticipations d'inflation et de croissance qui se renforcent. Sur les taux, nous assistons ainsi au plus mauvais début d'année depuis 2015, avec pour corollaire des réallocations de portefeuilles qui se poursuivent à un rythme soutenu

Evolution des marchés

Les actions mondiales ont progressé de +2.6% en février. Le thème de la reflation a entraîné la surperformance des secteurs cycliques (Energie +22.7% et Financières +11.5% vs Utilities -6.1% au sein du S&P 500), des valeurs en retard « Covid losers » par rapport aux gagnants « Work from home » de la pandémie et des petites capitalisations (Russell 2000 à +6.2%). La hausse des taux longs obligataires (US 10Y +34bps à 1.40% et US 30Y +32bps à 2.15%) a fait corriger les marchés actions sur la dernière semaine de février (S&P 500 -2.4%, Nasdaq -4.9%, Stoxx 600 -2.4%, MSCI EM -6.3%). En termes de performance, le segment US 7-10Y a perdu -2.3% sur le mois et l'indice diversifié Global Aggregate -1.6%. Dans le complexe des matières premières, l'or a reculé de -6.1% alors que l'énergie (+17.8%) et les métaux industriels (+10.1%) ont bénéficié des anticipations de reprise économique.

En Suisse, la performance des indices de la prévoyance diverge sur le début d'année, à -0.5% pour la LPP25+ et +0.6% pour la LPP40+.

Performances des marchés à fin février 2021

Marchés Actions	Cours	Variation depuis	Variation depuis	Marchés obligataires et alternatifs	Cours	Variation depuis	Variation depuis
	26.02.2021	29.01.2021	31.12.2020		26.02.2021	29.01.2021	31.12.2020
<i>Indice</i>				<i>Taux souverains</i>			
MSCI Monde	2726.9	2.56%	1.54%	Allemagne 10 ans	-0.26	26 Bps	31 Bps
<i>Etats Unis</i>				France 10 ans	-0.01	27 Bps	33 Bps
Dow Jones	30932.4	3.43%	1.41%	Italie 10 ans	0.76	12 Bps	22 Bps
S&P 500	3811.2	2.76%	1.72%	Etats-Unis 10 ans	1.40	34 Bps	49 Bps
Nasdaq Comp	13192.4	1.01%	2.47%	<i>Dette</i>			
<i>Europe</i>				Investment Grade US	336.5	-1.47%	-2.01%
Euro Stoxx 50	3636.4	4.54%	2.58%	Investment Grade Europe	263.8	-0.77%	-0.89%
SPI (Suisse)	13134.4	-0.44%	-1.45%	High Yield US	2354.4	0.37%	0.70%
CAC 40 (France)	5703.2	5.63%	2.84%	High Yield Europe	426.1	0.82%	1.41%
DAX (Allemagne)	13786.3	2.63%	0.49%	Dette émergente	898.7	-2.56%	-3.75%
FTSE 100 (UK)	6483.4	1.58%	0.78%	<i>Devises</i>			
<i>Japon + Emergents</i>				EUR/USD	1.21	-0.50%	-1.15%
Nikkei 225	28966.0	4.74%	5.58%	EUR/CHF	1.10	1.49%	1.47%
CSI 300 (Chine)	5336.8	-0.28%	2.41%	USD/CHF	0.91	2.04%	2.63%
MOEX Index (Russie)	3346.6	2.12%	1.77%	<i>Matières Premières</i>			
S&P BSE Sensex (Inde)	49100.0	6.22%	2.98%	Pétrole (WTI)	61.5	17.82%	26.75%
Ibovespa (Brésil)	110035.2	-4.37%	-7.55%	Or	1734.0	-6.15%	-8.66%

L'essentiel de la conjoncture

Situation sanitaire : le nombre de vaccins administrés atteint 300 millions de doses dans le monde, dont un bon quart aux Etats-Unis, capables de vacciner 2,0 millions de personnes par jour et qui viennent d'autoriser en urgence le vaccin de Johnson & Johnson. Ramené au pourcentage de la population, Israël, les pays du Golfe et le Royaume-Uni ont mis sur pied les campagnes les plus efficaces. La Chine est à la traîne avec seulement 3,5% de sa population vaccinée. En Europe et en Suisse, le manque de vaccins disponibles et une planification déficiente obligent à revoir les ambitions à la baisse. La Suisse ne vaccine que 20'000 personnes par jour. A ce rythme, 20 mois seront nécessaires pour administrer deux doses à 70% de la population. **Les programmes de vaccination sont au centre de l'actualité car ils sont essentiels pour éradiquer la pandémie et portent l'espoir de la réouverture prochaine des économies.** Globalement, le nombre de cas de Covid-19, les hospitalisations et les décès reculent de manière significative depuis le début d'année.

Environnement économique : la très forte hausse des ventes au détail aux Etats-Unis au mois de janvier (+5,3%) traduit bien l'efficacité des mesures de soutien mises en place aux Etats-Unis pour aider directement les ménages. Rappelons-nous qu'ils ont reçu un chèque de 600 dollars et que les indemnités chômage ont augmenté suite à l'accord voté à fin décembre 2020. **D'autres aides vont arriver en mars après l'accord du Sénat, pour un plan de relance devisé à 1'900 milliards de dollars.** Certains experts s'inquiètent de la taille de ce plan (dont Larry Summers, l'ancien Secrétaire du Trésor, et Olivier Blanchard, l'ancien chef économiste au FMI) qui leur paraît trop généreux compte tenu de la vigueur de la reprise Outre-Atlantique. La production industrielle a par exemple retrouvé 98% de son niveau pré-crise.

Pourtant, les indices de confiance des consommateurs restent mous, voire se dégradent comme celui de l'Université du Michigan, en baisse de 2,8 points à 76 en février. La propagation de la Covid-19 et les entraves à la mobilité continuent de peser sur le moral. Les indicateurs d'activités économiques des PMIs renvoient une image plus nuancée, avec la composante manufacturière qui domine et celle des services qui reste en souffrance. Nous nous attendons à un renversement de tendance à mesure de l'allègement des mesures de protection, ceci au cours des prochains trimestres. **En Chine, la reprise marque une pause,** et nous suivrons avec attention les tendances qui se dessineront en mars et avril, car les derniers chiffres sont brouillés par les festivités de la nouvelle année.

Globalement, l'activité économique maintient sa dynamique de croissance en ce début d'année et elle continuera de s'affirmer ces prochains trimestres, emmenée par les Etats-Unis. La reprise est également visible en Europe, avec un PMI manufacturier à 57,9, malgré des mesures de confinement plus strictes et des courbes de vaccination embarrassantes (le secteur des services reste en territoire de contraction pour le sixième mois consécutif). La nomination de Mario Draghi à la tête de l'Italie a levé une incertitude politique et aidé à diminuer les primes de risque des actifs européens, notamment les bancaires. Finalement, les chiffres d'inflation sont restés en deçà des attentes dans l'ensemble des pays développés, comme en atteste à fin janvier l'indice des prix à la consommation de l'OCDE qui s'est établi à 1,7% sur une base annuelle et à -0,3% pour la Chine. Cependant, **nous nous attendons à une hausse significative des mesures d'inflation dès le 2e trimestre** car les effets de base seront importants par rapport à l'année dernière : remontée du prix des matières premières, restockages des inventaires suite à la Covid-19 et hausse des coûts des transports.

Les analystes revoient leurs attentes à la hausse pour le 1er trimestre 2021. Au cours des deux premiers mois de l'année, les analystes ont révisé leurs estimations des bénéfices des sociétés du S&P 500 de +5,0 % (de 37,61 dollars à 39,50 dollars). Généralement, c'est l'inverse qui se passe, avec des révisions baissières en moyenne de -3% à -3,5% sur les quinze dernières années. Cette exception vient du fait que les attentes de 2021 avaient été réduites fortement en première partie de 2020, en pleine pandémie. Après les résultats bien meilleurs qu'attendu en 2020 (avec une croissance des bénéfices de 3,2%), nous tablons sur une continuation de la trajectoire haussière des bénéfices. **Par conséquent, l'accélération de la dynamique bénéficiaire des entreprises constitue la bonne surprise du début de l'année 2021, elle devrait se poursuivre plus loin dans l'année et offrir un soutien au prix des actions.** Le facteur de risque s'est déplacé du sanitaire vers les marchés financiers, et pour les marchés vers les multiples de valorisation, qui sont élevés et qui devraient sensiblement se contracter.

Thème de la remontée des taux d'intérêts. La hausse des taux d'intérêt à long terme est le changement principal sur les marchés cette année. De 0,9% à fin 2020, le taux à 10 ans sur les obligations d'Etat américaines est passé à 1,4% à fin février (le niveau de 0,5% atteint en août 2020 marque certainement un point bas dans ce cycle). Cette progression des taux était d'abord due à la hausse des anticipations d'inflation. Elle a été suivie au cours des dernières semaines par la partie

réelle de la courbe, qui reflète de meilleures perspectives sur la croissance. **L'ensemble des acteurs économiques s'interrogent sur la vitesse de la hausse des taux et sa persistance.**

Nous observons d'abord que cette hausse de taux survient alors que les banques centrales interviennent encore massivement sur le marché de la dette publique. Dès lors, tous les yeux se tournent vers la Réserve fédérale américaine pour capter les premiers signaux d'inflexion de sa politique monétaire. Powell est très clair **lorsqu'il balaye l'hypothèse d'un ralentissement du rythme de rachats d'actifs et écarte les risques d'une résurgence durable de l'inflation.** Nous en déduisons que la Fed n'est pas préoccupée par les niveaux des taux actuels, ni dans l'urgence d'intervenir. Le nouveau plan de relance de Biden participera pourtant à la repentification de la courbe, car les chiffres d'inflation pourraient connaître une nouvelle pression à la hausse, due à l'accroissement de la demande, contrainte par à une offre limitée de biens et de services.

Nous voyons une divergence entre les prévisions de la Fed et les marchés qui ont déjà raccourci de trois à deux ans la première remontée des taux. Les bond vigilantes sont de retour et voudront aller tester le temps d'inaction de la Fed si les taux continuent leur ascension. **La vitesse de la normalisation des taux longs et l'attentisme actuel de la Fed sont des sources de volatilité.**

En Europe, les taux se tendent également, ce qui est plus préoccupant pour le directoire de la banque centrale car elle voudra à tout prix chercher à éviter l'asphyxie de la reprise en zone euro. **Nous nous attendons par conséquent à ce que la BCE reste très active sur ses programmes de rachats d'actifs, voire les accélère.** La reprise européenne ne peut pas encore se faire sans le secours de la banque centrale.

Quels sont les effets sur le prix des actifs financiers ? Malgré des fondamentaux en amélioration, la valorisation des actions reste très élevée dans un contexte de faibles taux d'intérêt et du manque d'alternatives. Récemment, les rendements réels ajustés de l'inflation des obligations d'Etat ont rebondi depuis de très bas niveaux en Europe et aux Etats-Unis. Le taux

d'actualisation plus élevé pèse sur les « titres de croissance », d'où la récente sous-performance des secteurs comme la technologie de l'information et la consommation discrétionnaire. En guise d'illustration de l'impact sur les actifs de durée longue, Plug Power corrige de 46% depuis son récent plus haut (au moment d'écrire ces lignes), Tesla perd plus de 32% de sa valeur, Beyond Meat lâche 24%, le fonds Ark Innovation de la célèbre Cathie Wood recule de 25%, tandis que l'obligation emblématique à 100 ans de l'Etat autrichien dégringole de 28%.

Décisions d'investissement

Depuis plusieurs mois, nous avons graduellement modifié le positionnement des portefeuilles en ajoutant de la cyclicité sur les régions, comme les émergents, le Japon et l'Europe. Plus récemment, nous avons renforcé le secteur en retard des matériaux qui bénéficie des perspectives de sortie de crise. Les valeurs secondaires en Suisse, aux Etats-Unis et en Europe sont également présentes en portefeuille, car elles offrent des opportunités intéressantes dans cette phase de reprise en arborant un profil plus industriel.

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 restons prudents sur la partie longue de la courbe, susceptible de continuer sa remontée, même si le rythme d'appréciation sera moins élevé que ces derniers mois. Les écarts de crédit se tendent peu car ils bénéficient de l'environnement de reprise économique.

Sur les actifs tangibles, qui viennent compléter notre construction de portefeuille, nous avons réduit nos expositions à l'or physique et à l'immobilier coté international car ces deux actifs sont à la peine dans le contexte actuel de remontée des taux. Il est trop tôt pour enterrer l'or dont la thèse d'investissement repose sur les politiques accommodantes toujours en vigueur des banques centrales et des gouvernements encore engagés dans des programmes de soutien. La remontée des taux longs et le niveau élevé des agios calment notre appétit pour l'immobilier coté en Suisse.

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.